



Trendtech AS  
Dokkveien 1  
0250 OSLO

**VÅR REFERANSE**  
15/591

**DERES REFERANSE**

**DATO**  
04.03.2016

## Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester

### 1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn hos TrendTech AS (heretter omtalt som Foretaket) den 3. mars 2015.

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenestene 1, 4 og 5 som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1), samt tilknyttet tjeneste 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (2). På tidspunktet for det stedlige tilsynet hadde Filialen to tilknyttede agenter, Barrikade Finans AS og Vibrand Finans AS. Avtalen med Barrikade Finans AS ble avsluttet 31. mars 2015.

Foretakets virksomhet utgjøres primært av en megleravdeling som driver med ordreforvaltning (aksjer og CFDer) og en avdeling som driver med aktiv forvaltning av kundeporteføljer. Begge disse avdelingene understøttes av (og avdelingen for aktiv forvaltning er delvis integrert med) en analyseavdeling som, med utgangspunkt i teknisk og kvantitativ analyse, utarbeider investeringsanbefalinger som presenteres til meglerkundene, og utvikler modeller som gir kjøps- og salgssignaler for forvaltningsmandatene, helt separat fra de nevnte investeringsanbefalingene. I tillegg gir Foretaket opplæring og support til kunder som ønsker å handle direkte på elektroniske handelsplattformer uten å gå via Foretakets meglere. Foretaket har opplyst om at det kun i svært begrenset utstrekning yter investeringsrådgivning, og at det på tidspunktet for det stedlige tilsynet kun var én kunde som mottok denne investeringstjenesten. Foretaket hadde på tidspunktet for det stedlige tilsynet 23 ansatte, ikke medregnet 9 deltidsansatte møtebookere.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige vurderinger og varsel om tilbakekall av tillatelser i brev av 23. september 2015 (Varselet). Foretaket ga sine kommentarer til Varselet i brev av 23. oktober 2015 (Tilsvaret).

## 2. God forretningsskikk – Ivaretagelse av kundenes interesser

### 2.1. Rettslig utgangspunkt

Verdipapirforetak skal i henhold til vphl. § 10-11 utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Etter vphl. § 10-11 (1) skal verdipapirforetak som et overordnet prinsipp påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte.

Videre gir de øvrige bestemmelsene i vphl. § 10-11, samt utfyllende bestemmelser i verdipapirforskriften,

anvisning på enkelte konkrete forpliktelser foretaket har i denne forbindelse, for å sikre investorbekyttelse og en minimumsstandard for kundebehandling.

## 2.2. Virksomheten i Foretakets megleravdeling

Foretakets megleravdeling hadde på tidspunktet for det stedlige tilsynet 14 medarbeidere. Foretaket har opplyst om at megleravdelingen utelukkende yter investeringstjenesten ordreformidling. Foretakets forretningsmodell for denne delen av virksomheten består i at meglerne ringer opp sine kunder og presenterer en eller flere generelle investeringsanbefalinger i form av "case" utarbeidet av Foretakets analyseavdeling, uten at megleren skal gi individuelle råd til kunden. Et case gir uttrykk for Foretakets syn på om kursen på et bestemt finansielt instrument på kort sikt vil stige eller synke, og angir spesifikke kursnivåer for "target" (kursmål) og "stop-loss" (lukking av posisjon hvis kursen beveger seg i feil retning). Det gis også en kortfattet begrunnelse for Foretakets syn (basert på teknisk analyse) og en indikativ tidshorisont for når kursmålet forventes oppnådd.

Dersom kunden på grunnlag av meglerens presentasjon inngir en ordre, videreformidles denne ordren gjennom en elektronisk handelsplattform, i all hovedsak plattformen til det danske verdipapirforetaket Saxo Bank A/S. Kundene får hjelp av Foretaket til å opprette konto i Saxo Bank i kundens navn, og kunden kan selv benytte sin konto direkte, både for å følge med på investeringene foretatt gjennom Foretakets megleravdeling og for å legge inn egne ordre direkte gjennom handelsplattformen. Foretakets inntekter fra megleravdelingen består utelukkende av returprovisjoner fra Saxo Bank og andre handelsplattformer relatert til kundenes transaksjoner, herunder andel av kurtasje/spread og andel av finansieringskostnader.

I løpet av 2014 produserte Foretaket 667 case. Foretakets meglervirksomhet er konsentrert om handel i CFDer, som i 2014 sto for 74 % av gjennomførte transaksjoner og 90 % av Foretakets kurtasjeinntekter.

Foretaket opplyser i Tilsvaret om at det har besluttet å justere forretningsmodellen i megleravdelingen, blant annet ved å tilby investeringsrådgivning i kombinasjon med modellporteføljer. Se nærmere om dette i punkt 8.3 under.

I tillegg til oppfølging av eksisterende kunder benytter meglerne deler av sin tid til å forsøke å skaffe nye kunder til Foretaket gjennom innslagssamtaler med potensielle kunder, identifisert blant annet gjennom aksjeeierregistre.

## 2.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger

### Meglernes kommunikasjon med kundene

Finanstilsynet lyttet gjennom opptak av til sammen 387 meglersamtaler med 80 kunder, fordelt på 16 av Foretakets tidligere og nåværende meglere.<sup>1</sup> Det klare inntrykk Finanstilsynet dannet seg gjennom dette, ble i Varselet oppsummert slik:

- Megler er gjennomgående pådriver for transaksjonene. Flertallet av kundene fremstår som passive, og mange av dem følger nærmest konsekvent meglers forslag. I praksis er megler overveiende den førende part når det gjelder både valg av case og timing for inngang og utgang, som nærmere beskrevet nedenfor. Kunder ringes svært ofte opp av megler, i mange tilfeller flere ganger i løpet av samme dag, og hyppige kundesamtaler leder ofte til hyppige transaksjoner.

---

<sup>1</sup> I tillegg lyttet Finanstilsynet gjennom opptak av 92 innslagssamtaler mellom meglere og potensielle kunder.

- Investeringer som kundene har gjort på grunnlag av Foretakets case, blir ofte realisert mye raskere enn varigheten av det enkelte case skulle tilsi, noe som medfører langt hyppigere transaksjoner og dermed høyere totale omkostninger for kunden (og tilsvarende høyere inntekter for Foretaket) enn hva den offisielle varigheten av Foretakets case skulle tilsi. Slike "førtdige" realisasjoner er svært ofte initiert av megler, uten at megler advarer kunden om, eller på annen måte ser hen til, kundens omkostninger ved slike hyppige omrokking. For eksempel forekommer det svært ofte at megler ringer kunde for å foreslå at kunden sikrer en beskjedne gevinst, til tross for at kursmålet ikke er nådd og caset fortsatt er åpent. Slike forslag er tidvis ledsaget av argumentasjon fra megler om at det aktuelle markedet har flatet ut, er i ferd med å snu eller tilsvarende, uten at denne argumentasjonen synes å være forankret i case. En førtdig realisasjon kan også utløses av at megler ringer og foreslår et nytt case mens kunden fortsatt er investert i et eldre case som fremdeles er åpent, og kunden er i en situasjon hvor han i praksis må realisere sin eksisterende posisjon i det eldre caset for å kunne investere i det nye caset.
- En førtdig realisasjon av et case følges ofte opp av ny inngang i samme case, med eller uten en mellomliggende investering i andre instrumenter. Slike anbefalinger om gjentatte kjøp og salg innenfor samme case ledsages ofte av argumentasjon fra meglers side som ikke fremstår som forankret i det underliggende caset fra analyseavdelingen, men snarere som ren syensing fra den enkelte megler omkring forventninger om svært kortsiktige svingninger i kursen på det aktuelle verdipapiret.
- Mer generelt foreligger det store avvik mellom Foretakets offisielle case og det som faktisk kommuniseres av megler i samtale med den enkelte kunde. Slike avvik består blant annet i at megler anbefaler inngang i et case på et tidspunkt som fremstår som tilfeldig valgt eller basert på den enkelte meglers løse gjetninger om et verdipapirs kortsiktige kursutvikling, at megler som nevnt foreslår førtdig realisasjon til tross for at det aktuelle caset fortsatt er åpent, og at megler gir rådgivning utenfor case (se punkt 3.2 under).
- Finanstilsynet fant ikke eksempler i utvalget på at megler advarer kunden om de problematiske aspektene ved hyppige omrokking av kundens portefølje, herunder særlig hvordan høye transaksjonsomkostninger for kunden lett kan føre til at kundens reelle mulighet til å oppnå positiv avkastning blir urimelig lav. Finanstilsynet ga uttrykk for at det i særlig grad er betenkelig når megler oppfordrer kunden til å gå inn og ut av et case gjentatte ganger innenfor casets levetid uten å sammenholde denne strategien med en alternativ strategi om å bli liggende med posisjonen frem til caset blir formelt avsluttet av analyseavdelingen.

Finanstilsynet påpekte videre at disse kulepunktene er basert på observasjoner som er gjennomgående i Finanstilsynets utvalg av lydopptak, som omfatter en rekke forskjellige meglere. De fremstår derfor ikke som enkelttilfeller hvor en megler bryter mot de ellers rådende interne normer i Foretaket. Tvert imot fremstår de som en illustrasjon av Foretakets reelle forretningsmodell i megleravdelingen slik den faktisk praktiseres av en typisk megler, i motsetning til den formelle forretningsmodellen presentert i Foretakets rutiner og tilsvarende dokumenter.

CFDer i indeksen Germany 30 (DAX) sto i 2014 for den høyeste andelen både av Foretakets case (11 %) og av kundenes transaksjoner (20 %). Som grunnlag for å sammenholde det faktiske transaksjonsmønsteret hos kundene med Foretakets case så Finanstilsynet særskilt på de kundene som hadde 50 eller flere CFD-transaksjoner i denne indeksen i løpet av 2014. Dette utgjorde 13 kunder. Som nærmere beskrevet i Varselet underbygget Finanstilsynets gjennomgang av disse 13 kundenes transaksjonsmønster i Germany

30 inntrykket av at det er betydelige avvik mellom de til enhver tid foreliggende case og kundenes faktiske handelsmønster. Av de undersøkte 13 kundene hadde 10 kunder negativ avkastning i 2014 (på all sin handel, ikke begrenset til Germany 30), hvorav 7 kunder tapte mer enn 80 % av innskutt egenkapital.

### **Avkastning, omløpshastighet og omkostninger**

I 2014 hadde Foretaket 294 meglingskunder, hvorav 92 kunder hadde mer enn 50 transaksjoner og 18 kunder hadde mer enn 200 transaksjoner. Mange av disse var aktive kun i en eller flere perioder av året. For hele 2014 hadde 217 kunder (74 %) negativ avkastning, mens 77 kunder (26 %) hadde positiv avkastning.

For å danne seg et bilde av sammenhengen mellom kundenes handelsmønster og resultater, utførte Finanstilsynet ulike beregninger knyttet til kundenes omløpshastighet og transaksjonsomkostninger (i form av returprovisjoner til Foretaket), sammenholdt med avkastning. Disse beregningene, som er nærmere beskrevet i Varselet, viste en sterk korrelasjon for Foretakets meglerkunder mellom høy omløpshastighet, negativ avkastning og høyt nivå på returprovisjoner. Dette illustrerer en grunnleggende interessekonflikt i denne typen virksomhet, nemlig at et handelsmønster som innebærer høy omløpshastighet, typisk medfører større inntekter for et foretak enn et handelsmønster med langsiktige posisjoner og mindre hyppige transaksjoner, samtidig som det medfører lavere sannsynlighet for positiv avkastning for kunden.

### **Oppsummering**

På grunnlag av disse undersøkelsene var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ved sin forretningsmodell, slik denne faktisk er blitt praktisert av Foretakets meglere, har vært aktiv pådriver for å lede mange av Foretakets kunder til overdreven verdipapirhandel, i strid med kundenes interesser. Samtidig som de hyppige transaksjonene ikke synes å ha vært i kundenes interesse, har Foretaket hatt en åpenbar økonomisk egeninteresse i slike hyppige kundetransaksjoner. Det fremstår dermed som at Foretaket har satt sine egne interesser foran kundenes ved å legge avgjørende vekt på egen inntjening på bekostning av kundene.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at disse forholdene innebærer alvorlige og systematiske brudd på vphl. § 10-11 (1), som pålegger Foretaket å påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte.

## **2.4. Foretakets kommentarer**

Foretaket beskriver i Tilsvaret at dets generelle meglerkonsept går ut på at Foretaket kontakter sine kunder når det kommer nye case fra analyseavdelingen. Foretaket fremholder videre at det i perioder kan generere flere case om dagen, mens det i andre perioder kan gå mange dager mellom hvert case. Kjentegnet på Foretakets konsept, som Foretaket opplyser om at alle kunder blir gjort oppmerksom på ved opprettelse av kundeforholdet, er at den enkelte investor er relativt kortsiktig investert i hver posisjon.

### **Meglernes kommunikasjon med kundene**

Når det gjelder meglernes kommunikasjon med kundene, påpeker Foretaket at gjennomsnittskunden er en investor som ønsker hyppig kontakt med megler. Siden Foretaket har relativt tett oppfølging av kundene, der det ofte presenteres nye case, er det ifølge Foretaket naturlig at kunden er lyttende og kan oppfattes "passiv" dersom man ikke har hørt gjennom samtlige samtaler siden kundeforholdet ble opprettet.

Når det gjelder Finanstilsynets påstand om at hyppige kundesamtaler leder til hyppige transaksjoner, viser Foretaket til beregninger i Tilsvaret som etter Foretakets syn viser at høy omløpshastighet ikke er et

gjennomgående problem i Foretaket. Foretaket skriver også at meglernes kommunikasjon ikke er blitt identifisert som et problem gjennom de kontrollsamtaler som daglig leder jevnlig har gjennomført med kunder, og at også plattformleverandør Saxo Bank er av den oppfatning at høy omløpshastighet ikke er et problem blant Foretakets kunder.

Når det gjelder Finanstilsynets observasjoner av at investeringer som kunden gjør på grunnlag av case, ofte blir realisert mye raskere enn varigheten av det enkelte case skulle tilsi, er Foretaket av den oppfatning at meglerne i all hovedsak forholder seg til de nivåer som kommer fra analyseavdelingen når de informerer kundene om Foretakets case. Foretaket opplyser om at analytikerne løpende oppdaterer meglerbordet muntlig på styrke og svakheter i de ulike casene. Slike oppdateringer er ikke blitt loggført, men compliance-avdelingen har likevel i praksis hatt kjennskap til dem. Foretaket erkjenner at manglende logging av slike oppdateringer har vært en svakhet og har derfor oppdatert sine rutiner ved å kreve at all kommunikasjon vedrørende case skal dokumenteres via e-post. Foretaket erkjenner videre at det også forekommer at megler trekker frem alternative utgangsnivåer som ikke stammer fra analytikerne. Foretaket finner slike avvik beklagelige, men mener likevel at slike formuleringer fra megler vanligvis er forankret i rasjonelle og velfunderte forhold som er ment å ivareta kundens interesse, og ikke for å fremme hyppigere handel. Foretaket har i ettertid skjerpet oppfølging av dette ved de daglige kontroller, blant annet ved å innføre et nytt fast kontrollpunkt, og jobber dessuten med å utvikle et automatisert kontrollsystem som skal identifisere avvik mellom kundenes faktiske plassering i markedet og Foretakets anbefalinger.

Foretaket kommenterer videre Finanstilsynets gjennomgang av et utvalg kunders transaksjonsmønster i Germany 30. Foretaket fokuserer på 6 av de 13 kundene i utvalget og bemerker blant annet at 5 av de 6 er blant dem av Foretakets kunder som har gjort flest handler i 2014. De representerer derfor ikke handelsmønsteret til Foretakets "normalkunder". Foretaket knytter også konkrete kommentarer til hver av disse 6 kundene, og har vedlagt lydopptak og kundedokumentasjon for å underbygge disse kommentarene.

Som svar på Finanstilsynets bemerkninger om manglende advarsler til kunder om de problematiske aspektene ved hyppige omrokninger av kundens portefølje, viser Foretaket til advarslene som fremkommer i kundeavtalen, i e-post som sendes til alle nye kunder, og på Foretakets hjemmesider. Foretaket ser imidlertid at ytterligere advarsler mot hyppig handel kan være hensiktsmessig og har derfor tatt inn dette som et eget punkt i kontrollsamtaler med kunder. Foretaket påpeker også at enkelte kunder som både benytter megler og selv handler online, har en betydelig lavere transaksjonshyppighet ved meglerkontakt enn ved handler utført på egenhånd.

### **Avkastning, omløpshastighet og omkostninger**

Foretaket gir uttrykk for at Finanstilsynet i Varselet har en vinkling på kundenes avkastning som matematisk ikke er feil, men som gir et skjevt bilde av situasjonen. Dette skyldes at en stor andel av Foretakets kunder handler CFDer, og slike kunder kan velge å overføre verdier til sin konto hos Saxo Bank basert på de marginkrav som stilles, og ikke ut fra ønsket eksponering i markedet. Foretaket mener at å ta utgangspunkt kun i det beløp kunden har innestående på marginkonto, gir et skjevt bilde av avkastningen.

Videre påpeker Foretaket at avkastningstallene lagt til grunn i Varselet inkluderer et større tap knyttet til to aksjeposter overført til konto hos Foretaket, hvor de to kundene ikke har hatt ønske om spesiell oppfølging av disse aksjene fra Foretakets side. Hvis dette tapet holdes utenfor, har Foretakets kunder i sum hatt et tap på 12,8 % av egenkapital innskutt på marginkonto/depotkonto. Foretaket mener imidlertid at heller ikke dette er en god indikator på faktisk avkastning, da det ikke tar hensyn til den faktiske eksponeringen kundene har hatt i markedet gjennom å benytte sin kredittramme hos Saxo Bank. Justerer

man avkastningstillene for dette, har kundene samlet sett hatt en negativ avkastning på 4,7 % (eksklusive det ovennevnte tapet).

Foretaket har sterke innvendinger mot Finanstilsynets forenklete beregning av omløpshastighet som ble lagt til grunn i Varselet. Ifølge Foretaket er det to hovedproblemer ved Finanstilsynets beregningsmåte: marginhandel trekkes inn i beregningen, og det blir gjort en annualisering som i flere tilfeller gir spesielle utslag. Foretaket har tilsvarende innvendinger mot Finanstilsynets beregninger av størrelsen på returprovisjoner. Med hensyn til både omløpshastighet og returprovisjoner illustrerer Foretaket innvendingene med ulike regneeksempler og presenterer Foretakets alternative beregninger.

Foretaket medgir at det ikke er fornøyd med meglerkundernes avkastning, men ønsker å nyansere bildet av at kundenes tap stort sett skyldes hyppig handel. I denne sammenheng påpekes det at de største tapene i kroner kommer der kunder sitter lenge på posisjoner. Videre har Foretaket observert et mønster hvor kunder som avviker fra Foretakets anbefalinger, og som i tillegg velger å dra sin kredittfasilitet høyt, gjennomgående har lavest avkastning. Meglerkundernes avkastning er ifølge Foretaket hovedårsaken til at det nå er gjennomført større grep i Foretakets organisasjon (se punkt 8.3 under).

### Oppsummering

Foretaket mener at det med Tilsvaret har dokumentert at tilstanden i megleravdelingen ikke er som antatt i Varselet.

## 2.5. Finanstilsynets endelige merknader

Som nevnt produserer Foretaket et meget høyt antall case. I løpet av 2014 kom det 667 nye case, med en typisk varighet (median) på 5,7 kalenderdager. Disse tallene reflekterer ikke endringer i eksisterende case eller de uformelle oppdateringene fra analyseavdelingen. Foretaket anfører i Tilsvaret at Foretaket "*i perioder [kan] generere flere case om dagen, mens det i andre perioder kan gå mange dager mellom hvert case*". Finanstilsynet vil påpeke at denne beskrivelsen er svært lite dekkende for perioden undersøkt av Finanstilsynet, hvor det på halvparten av alle årets virkedager ble produsert tre eller flere nye case, mens det kun er én enkelt forekomst av tre påfølgende virkedager uten nye case, og det var påskeuken.

### Meglernes kommunikasjon med kundene

Foretaket bestrider ikke at det gjennomgående er megler som er pådriver for kundenes transaksjoner. Foretaket er derimot ikke enig med Finanstilsynet i at kundene er passive, men mener at det i en situasjon hvor Foretaket har en relativt tett oppfølging av kundene og hvor nye case ofte presenteres, er naturlig at kunden "*er lyttende og kan oppfattes som "passiv" dersom man ikke har hørt gjennom samtlige samtaler siden kundeforholdet ble opprettet*". Finanstilsynet er enig i at enkeltsamtaler kan være utilstrekkelig for å danne seg et godt bilde av den grunnleggende dynamikken i et kundeforhold, og at det ofte er nødvendig å lytte til flere samtaler i sammenheng (se også Finanstilsynets kritikk i punkt 6 under av at Foretakets compliance-funksjon ikke oftere har gjort nettopp dette). Derfor sørget Finanstilsynet for at dets utvalg av lydopptak, bestående av 387 meglersamtaler med 80 kunder, også omfattet et større antall samtaler med et utvalg av disse kundene. Finanstilsynet holder på grunnlag av dette fast ved vurderingen i Varselet av at mange av kundene fremstår som passive, og viser i denne sammenheng dessuten til det som er sagt i punkt 4 under om kunder i utvalget som synes å mangle nødvendig forståelse av CFD-produktet.

Ifølge Tilsvaret kan noe av handelen som foregår innenfor case-perioden (for eksempel "før tidige" realisasjoner), forklares med at analyseavdelingen fortløpende gir meglerne muntlige oppdateringer om styrker og svakheter i gjeldende case. Foretaket gir som et konkret eksempel at analytiker kan rope ut på meglerbordet en oppdatert teknisk analyse på et case og avslutte med at "*... de som har kunder som ønsker*

å sikre seg en gevinst kan gå ut her". På denne måten bidrar Foretaket aktivt og systematisk til en enda større transaksjonshyppighet enn det som allerede ligger i en forretningsmodell basert på et høyt antall relativt kortvarige case. At analyseavdelingen på denne måten i praksis produserer små "under-case" (for eksempel ved å antyde en salgsmulighet midt inne i et kjøps-case), som til overmål ikke har vært loggført, medfører også at den oversikten over utarbeidede case som Foretaket har fremlagt, gir et ufullstendig og til dels misvisende bilde av situasjonen, blant annet med hensyn til reell varighet av casene.

Når det gjelder gjennomgangen av et utvalg kunders transaksjonsmønster i Germany 30, var Finanstilsynets hensikt å danne seg et inntrykk av hvordan Foretakets case-baserte forretningsmodell fungerer i praksis, særlig med tanke på samsvar mellom kundenes handlemønster og Foretakets case. Finanstilsynet observerte gjennomgående betydelige avvik mellom de til enhver tid foreliggende case og det faktiske handelsmønster blant kundene i utvalget, uten at Finanstilsynet som ledd i denne delen av sine undersøkelser vurderte eller trakk konklusjoner om enkeltkunder eller enkelttransaksjoner. Finanstilsynet tar derfor til etterretning Foretakets opplysninger om at flere av kundene i utvalget ikke er representative for kundemassen, men noterer seg også at Foretaket erkjenner at *"det er elementer i flere samtaler som ikke er i tråd med selskapets instruks i forhold til at meglerne ikke skal initiere til avvik fra selskapets case"*.

På punktet om advarsler til kunder om de problematiske aspektene ved hyppige omrokkeringer, synes Foretakets tilsvarende å ligge litt på siden av kritikken i Varselet. Finanstilsynet er klar over, og la også til grunn i sin foreløpige vurdering, at det i Foretakets skriftlige informasjon forekommer enkelte formuleringer knyttet til effekten av hyppig handel (flere av formuleringene er riktignok forholdsvis svake som advarsler betraktet, for eksempel helt generelle påpekninger av at hyppig handel *"vil kunne ha betydelig effekt"* på avkastning). Finanstilsynets kritikk på dette punktet, som ikke synes å være imøtegått i Tilsvaret, var imidlertid at de problematiske aspektene ved hyppige omrokkeringer er fraværende i meglernes løpende kommunikasjon med kundene. Denne kritikken må sees i sammenheng med Finanstilsynets øvrige funn, blant annet at det gjennomgående er megler som er pådriver for transaksjonene, at mange investeringer blir realisert "førtidig" (for eksempel ved at megler foreslår sikring av en mindre gevinst), og at det ikke sjelden forekommer at kunder går inn og ut av samme case flere ganger i løpet av casets varighet.

Ikke minst finner Finanstilsynet det sterkt kritikkverdig at sistnevnte transaksjonsmønster ikke problematiseres av Foretaket, for eksempel ved at en strategi om å forsøke å "time" flere innganger og utganger innenfor samme case eksplisitt settes opp mot en strategi om å bli sittende med posisjoner frem til aktuelle caset formelt avsluttes. I tillegg til meglernes kundekommunikasjon rammer denne kritikken også Foretakets arbeid for øvrig, herunder særlig i compliance-funksjonen (se punkt 6 under) og i analyseavdelingen. I lys av det Foretaket har opplyst om analytikernes fortløpende, uformelle oppdateringer av gjeldende case, fremstår det som enda mer kritikkverdig enn først antatt at dette ikke er blitt tatt tak i.

### **Avkastning, omløpshastighet og omkostninger**

Foretaket imøtegår i Tilsvaret Finanstilsynets beregninger og vurderinger i tilknytning til kundenes avkastning, omløpshastighet og returprovisjoner. Et hovedpunkt i Foretakets kritikk er at det i beregningene ikke er justert for "gearing"-effekten (belåningselementet) ved CFD-handel. Til det vil Finanstilsynet bemerke at det i Varselet vurderte de relative sammenhengene mellom kundenes avkastning, omløpshastighet og returprovisjoner, og konkluderte med at det forelå en sterk korrelasjon mellom store tap, høy omløpshastighet og høyt nivå på returprovisjoner. Finanstilsynet fokuserte i denne sammenheng ikke på de absolutte verdiene. Finanstilsynet registrerer at Foretakets alternative beregninger i Tilsvaret viser tilsvarende korrelasjoner, nemlig at kunder med negativ avkastning hadde langt høyere omløpshastighet og nivå på returprovisjoner enn kunder med positiv avkastning.

Foretaket har som nevnt foreslått en alternativ beregningsmåte for omløpshastighet. Denne tar utgangspunkt i en kundes "gjennomsnittlige holdeperiode", dvs. antallet dager mellom inngang og utgang i gjennomsnitt for alle kundens posisjoner. Etter Finanstilsynets vurdering har denne beregningsmetoden betydelige svakheter, blant annet ved at volum (posisjonsstørrelse) ikke hensyntas. Dersom man likevel skulle legge denne beregningsmetoden til grunn, er Finanstilsynet uansett ikke enig i Foretakets påstand om at de alternative beregningene "*viser at høy omløpshastighet ikke er et gjennomgående problem*" i Foretaket. Blant annet hadde ca. 30 % av Foretakets meglerkunder i 2014 en gjennomsnittlig holdeperiode på mindre enn 7 kalenderdager, ifølge Foretakets alternative beregninger.

Når det gjelder beregning av kundenes avkastning, er Finanstilsynet ikke enig med Foretaket i at det ville være riktig å justere for gearing-effekten. Gearing innebærer jo nettopp at en investor gjennom belåning øker både muligheten for høyere prosentvis gevinst og risikoen for høyere prosentvis tap av den egenkapitalen som faktisk skytes inn. Skal dette gi mening, må den aktuelle gevinsten eller tapet måles opp mot kundens innskutte egenkapital, ikke en "totalkapital" som inkluderer den lånefinansierte delen av kundens eksponering og dermed i praksis ignorerer hele "risk/reward"-aspektet som er helt sentralt ved bruk av gearing.

Når to kunder med større tap holdes utenom (se punkt 2.4 over), hadde Foretakets meglerkunder i 2014 et samlet tap på kr 16,5 millioner, noe som tilsvarer ca. kr 57 000 per kunde, eller 12,8 % av innskutt egenkapital. Det var 42 kunder som i løpet av 2014 tapte mer enn 75 % av innskutt egenkapital, og 18 kunder som tapte mer enn 95 %. Finanstilsynet vil bemerke at disse avkastningstallene ikke er annualisert. De reflekterer derfor ikke at mange av kundene var aktive bare deler av året og at tapene derfor har oppstått over langt kortere perioder enn et år. For eksempel var det for 8 av de 18 kundene som tapte mer enn 95 % av innskutt egenkapital, mindre enn 70 kalenderdager mellom kundens første og siste transaksjon i 2014.

Når det gjelder vurderinger knyttet til transaksjonsomkostninger, er Finanstilsynet ikke uenig i at det i enkelte sammenhenger kan være naturlig å se hen til det totale eksponerte beløp. Når Finanstilsynet likevel velger å benytte innskutt egenkapital som det primære beregningsgrunnlag for kostnadsprosent, skyldes dette blant annet at transaksjonsomkostningene i sin helhet nødvendigvis vil måtte belastes innskutt egenkapital. Dette kan illustreres med utgangspunkt i Foretakets eget regneeksempel med en kunde som har skutt inn kr 100 000 på handelskonto og bruker dette til å handle CFDer med en eksponering på kr 1 million (altså en belåningsgrad på 90 %), med en kurtasje tilsvarende 0,2 % av eksponert beløp per transaksjon. Dersom denne kunden går både inn i og ut av 10 slike CFD-posisjoner, vil den samlede kurtasjen være på kr 40 000, som i sin helhet vil belastes kundens handelskonto (dvs. innskutt egenkapital), uavhengig av brutto gevinst eller tap på de aktuelle investeringene. Hvis disse investeringene samlet går i null før omkostninger, vil kunden dermed sitte igjen med et rent kurtasje-tap på 40 % av innskutt egenkapital. Et vesentlig måltall for kundene vil åpenbart være faktisk gevinst eller tap, inkludert omkostninger, i forhold til innskutt egenkapital. Finanstilsynet finner det derfor ikke rimelig å beskrive denne situasjonen som at kunden har hatt en samlet kostnadsprosent på kun 4 %, slik Foretaket foreslår.

Foretaket påpeker at de største enkelttapene blant kundene er relatert til posisjoner holdt over lengre tid, altså utenfor Foretakets forretningsmodell. Finanstilsynet vil bemerke at dette er helt som forventet, siden Foretakets modell med kortsiktige investeringer med aktiv bruk av "stop-loss" og "target" nettopp legger opp til at tapet eller gevinsten for hver enkelt posisjon vil være forholdsvis moderat. Derfor vil man også forvente at tilsvarende er tilfelle for de største enkeltgevinstene. Dette understreker imidlertid et av de grunnleggende problemene ved Foretakets forretningsmodell: Det er nettopp fordi det legges opp til at kundene skal gjennomføre hyppige transaksjoner som hver for seg har en forventet beskjeden positiv eller



negativ bruttoavkastning, at effekten av transaksjonsomkostningene lett blir ødeleggende for kundenes resultater. Som illustrasjon kan nevnes at Foretakets egne beregninger viser at Foretakets 294 meglerkunder i 2014 sett under ett hadde et nettotap på kr 16,5 millioner som blant annet inkluderer returprovisjoner til Foretaket på kr 12,0 millioner, mens de 25 mest aktive kundene hadde et samlet nettotap på kr 2,8 millioner som blant annet inkluderer returprovisjoner på kr 5,4 millioner. Det må i denne sammenheng understrekes at alle omkostningstall lagt til grunn både i Varselet og i Tilsvaret kun omfatter Foretakets returprovisjoner. Den delen av omkostningene (i form av kurtasje, spread og finansieringskostnader) som beholdes av Saxo Bank, er ikke medregnet, så kundenes reelle omkostninger har vært høyere enn tallene som ligger til grunn for disse beregningene.

## Oppsummering

Finanstilsynet har i flere offentlige merknader etter stedlige tilsyn uttalt at (i) en handelsstrategi som innebærer kortsiktig og hyppig handel mest sannsynlig ikke vil være lønnsom over tid når det tas hensyn til transaksjonsomkostninger, (ii) foretak som er aktive pådrivere for en slik strategi raskt vil opptre i strid med god forretningsskikk, og (iii) foretak – uavhengig av hvilken investeringstjeneste som ytes – plikter å vurdere om kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Finanstilsynet har videre uttalt at forretningsmodeller som er basert på ordreformidling, men hvor foretaket er pådriveren for kundenes handler og foretakets aktivitet ligger tett opp mot investeringsrådgiving, fordrer andre krav til ivaretagelse av kundenes interesser etter kravet til god forretningsskikk enn det tradisjonelle ordreformidlingstilfellet. I praksis innebærer dette at når foretaket har valgt å operere som pådriver, påligger det foretaket, uavhengig av om det ytes investeringsråd, å vurdere om transaksjonsmønsteret det er pådriver for, er i kundens interesse.

Foretaket har som nevnt opplyst om at det i megleravdelingen kun ytes ordreformidling, ikke investeringsrådgiving, noe Finanstilsynet ikke er enig i (se punkt 3 under). Uavhengig av om Foretaket har krysset grensen til investeringsrådgiving, har det med sin forretningsmodell utvilsomt beveget seg et langt skritt bort fra tradisjonell ordreformidling.

Som nærmere beskrevet i punkt 3.3 under, uttaler Foretaket i Tilsvaret (i tilknytning til drøftelsen av hvilken investeringstjeneste som ytes på meglerbordet) at dets valg om ikke å tilby investeringsrådgiving "*må ses i sammenheng med den risiko selve investeringsstrategien kan representere for investor*", og at Foretaket hittil har vurdert det slik at ordreformidling har vært "*en mer egnet tjeneste i møtet med denne typen investeringsstrategi*". Sett i lys av at det er Foretaket som er aktiv pådriver for den aktuelle investeringsstrategien (som Foretaket selv omtaler som risikofylt), har Finanstilsynet vanskelig for å se at disse utsagnene kan forstås på annen måte enn at Foretakets valg om å forsøke å organisere virksomheten på meglerbordet slik at den faller innenfor ordreformidling, primært har hatt til hensikt å minimere Foretakets ansvar for konsekvensene for kundene av Foretakets egen investeringsstrategi. Dette illustrerer etter Finanstilsynets syn hvorfor forretningsmodeller som Foretakets fordrer andre krav til ivaretagelse av kundenes interesser etter kravet til god forretningsskikk enn det tradisjonelle ordreformidlingstilfellet. Dette understrekes ytterligere når Foretaket fremhever, som en utfordring ved å yte investeringsrådgiving, at "*kunder som oppfatter at de mottar råd, kan tenkes å ha et mindre aktivt forhold til enkelttransaksjoner og til hvordan disse virker inn på det overordnede eksponeringen, enn ordreformidlingskunder. Kundens atferd er i tilfelle en naturlig konsekvens av at verdipapirforetaket, ved rådgiving, ikke bare har ansvar for at anbefalingen er godt faglig fundert, men også at det å følge anbefalingen er egnet for kunden både som individuell investering og på et porteføljenivå*". Nettopp en slik tankegang illustrerer hvorfor det ved en forretningsmodell hvor foretaket er aktiv pådriver for en risikofylt investeringsstrategi, ikke er tilstrekkelig at foretaket har ansvar for at hver enkelt investeringsanbefaling sett i isolasjon "*er godt faglig fundert*", men at foretaket som nevnt også må vurdere om

transaksjonsmønsteret det er pådriver for, er i kundens interesse. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket over lengre tid ikke har oppfylt denne plikten, til tross for klare oppfordringer om å foreta slike vurderinger, herunder i form av jevnlig rapporter om betydelige tap blant meglerkundene.

### Finanstilsynets konklusjon

Der er Finanstilsynets vurdering at Foretaket over en lengre periode overfor mange kunder har vært aktiv pådriver for overdreven verdipapirhandel, som har resultert i høye transaksjonsomkostninger og betydelige tap for kundene. Foretakets meglere har i en lang rekke tilfeller anbefalt kunder å foreta hyppige og kortsiktige transaksjoner, uten at det er blitt sett hen til kundens omkostninger ved slike hyppige omrokninger. Som følge av dette er mange av kundene blitt belastet transaksjonsomkostninger som er så høye at disse kundenes reelle mulighet til å oppnå positiv avkastning er blitt urimelig liten. Samtidig som de kortsiktige transaksjonene ikke synes å ha vært i kundenes interesse, har Foretaket hatt en åpenbar økonomisk egeninteresse i slike hyppige kundetransaksjoner. Dermed fremstår det som at Foretaket har satt sine egne interesser foran kundenes ved å legge avgjørende vekt på egen inntjening på bekostning av kundene.

Finanstilsynet ser svært alvorlig på Foretakets manglende omsorg for kundenes interesser. Dette har skjedd i et så stort omfang og over en så lang periode at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1).

## 3. God forretningsskikk – Ytelse av investeringsrådgivning

### 3.1. Rettslig utgangspunkt

Verdipapirforetak skal i henhold til vphl. § 10-11 (1) utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at Foretaket, avhengig av hvilken investeringstjeneste som ytes, i utgangspunktet skal gjennomføre enten egnethetstest eller hensiktsmessighetstest av sine kunder, jf. vphl. § 10-11 (4) og (5).

Ved ytelse av investeringstjenestene investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning kreves det etter vphl. § 10-11 (4) at verdipapirforetaket innhenter nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Dette skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.

Ved ytelse av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning kreves det etter vphl. § 10-11 (5) at verdipapirforetaket søker å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Dette skal sette foretaket i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for kunden.

Investeringsrådgivning er definert i vphl. § 2-4 (1) som "*personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter*". De nærmere kjennetegnene ved investeringsrådgivning er omtalt i to dokumenter publisert av European Securities and Markets Authority (ESMA), nemlig "*Question & Answers – Understanding the definition of advice under MiFID*" av 19. april 2010 (Dokument 10-293) og et parallelt utgitt "*Feedback Statement*" (Dokument 10-294).<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Dokumentene er tilgjengelig på ESMA's hjemmeside: [www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library](http://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library)

### 3.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger

Finanstilsynet påpekte i Varselet at forretningsmodellen Foretaket har valgt for sin ordreformidlingstjeneste, er særdeles krevende, da meglerrollen som forutsettes under denne modellen ligger fjernt fra tradisjonell ordreformidling. Det skal svært lite til før en personlig henvendelse til en kunde om et konkret finansielt instrument anses som en personlig anbefaling, og følgelig et investeringsråd. Etter Finanstilsynets vurdering vil det med Foretakets forretningsmodell i praksis være uunngåelig at man nærmest kontinuerlig balanserer på grensen mellom investeringstjenestene ordreformidling og investeringsrådgivning. Dette synes i praksis også å være erkjent av Foretaket, blant annet ved at Foretaket har valgt å vie et omfattende og detaljert kapittel i sin rutinehåndbok til temaet "*Ordreformidling vs investeringsrådgivning mv.*".

Finanstilsynet fremhevet at hvorvidt aktiviteten på meglerbordet må klassifiseres som investeringsrådgivning, vil bero på om meglernes anbefalinger til kundene er presentert som egnet eller basert på en vurdering av kundens omstendigheter. Ifølge punkt 6 av ESMA's dokument 10-293, må det denne forbindelse vurderes om anbefalingen er presentert på en slik måte at "*a reasonable observer would view it as being based on a consideration of a client's circumstances or presented as suitable*". Det presiseres videre i punkt 52 at relevante omstendigheter ("*circumstances*") i denne sammenheng omfatter både faktainformasjon og mer subjektiv informasjon om kundens ønsker og behov, som for eksempel investeringsmål og risikovillighet.

Finanstilsynet lyttet i forbindelse med det stedlige tilsynet gjennom opptak av et betydelig antall samtaler mellom Foretakets meglere og deres kunder, se punkt 2.3 over. Innenfor dette utvalget identifiserte Finanstilsynet mange samtaler hvor det foreligger konkrete formuleringer fra megler som etter Finanstilsynets vurdering i seg selv innebærer at det ytes individualisert rådgivning til kunden. I vedlegg til Varselet ga Finanstilsynet en rekke eksempler på tilfeller av at megler eksplisitt legger kundens omstendigheter til grunn for en anbefaling, samt eksempler på at megler ikke overholder forbudet i Foretakets rutiner mot å gi anbefalinger utenfor de til enhver tid gjeldende case. Videre viser fremlagte kontroll-logger at Foretakets compliance-funksjon, gjennom rutinemessige stikkprøvekontroller, har identifisert en rekke tilsvarende avvik i kundesamtaler utenfor Finanstilsynets utvalg av lydopptak. Finanstilsynet påpekte at den hyppige forekomsten av avvik er alvorlig, og at dette tydelig illustrerer de problematiske sidene ved bevisst å balansere på grensen mot en annen investeringstjeneste enn den Foretaket hevder å yte.

Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet var at dette ikke var begrenset til enkelttilfeller, men at aktiviteten på meglerbordet gjennomgående ville fremstå for "a reasonable observer" som individualisert rådgivning, og at Foretaket med dette hadde krysset grensen til tjenesten investeringsrådgivning. Denne vurderingen bygget på blant annet følgende aspekter ved Foretakets faktiske forretningsmodell:

- Alle Foretakets kunder, uavhengig av investeringstjeneste (og dermed uavhengig av hvorvidt det er hensiktsmessighetstest eller egnethetstest som skal utføres), fyller ut det samme kundeprofilskjemaet. I tillegg til informasjon om kundens kunnskap og erfaring (som er tilstrekkelig grunnlag for en hensiktsmessighetstest) krever skjemaet at opplysninger om kundens investeringsmål, investeringshorisont, risikovilje og finansielle situasjon også fylles ut. Det opplyses riktignok i skjemaet om at Foretaket ved ordreformidling kun benytter informasjon om kunnskap og erfaring, men også rene ordreformidlingskunder pålegges likevel å fylle ut hele skjemaet. Når kunden vet at megleren har tilgang til denne informasjonen, vil han lett anta at megleren faktisk gjør bruk av den. Finanstilsynet henviste i denne sammenheng til punkt 57 av ESMA's dokument 10-293, hvor det fremgår at dersom et foretak har innhentet relevant informasjon om en persons

omstendigheter og det med rimelighet kan forventes at denne informasjonen vil bli tatt hensyn til, så vil alle anbefalinger anses som å være basert på en vurdering av personens omstendigheter. Det fremgår videre klart av blant annet punkt 59 at selv om det kan være til en viss hjelp at Foretaket informerer om at innhentet informasjon ikke vil bli benyttet, vil dette ikke nødvendigvis være tilstrekkelig til å unngå at en anbefaling betraktes som et personlig råd.

- Samme megler følger opp "sine" kunder over tid og opparbeider dermed gradvis stadig mer kunnskap om og bedre forståelse av hver av disse kundenes omstendigheter, som for eksempel: hva slags type instrumenter foretrekker kunden å investere i, hvor stor risikovillighet har kunden, hvor raskt ønsker kunden å realisere et tap eller en gevinst, hva er kundens egenkapital, hvordan er kundens portefølje sammensatt, hvor mye har kunden tapt eller tjent på tidligere investeringer, er kunden komfortabel med "gearing", og i så fall hvor mye, osv. Dette kommer i tillegg til bakgrunnsinformasjonen nevnt i forrige kulepunkt og øker gradvis faren for at megleren tar hensyn til disse omstendighetene i sin kommunikasjon med kunden. Uavhengig av om megleren rent faktisk tar slike hensyn, øker det sannsynligheten for at situasjonen med rimelighet vil oppfattes slik. Finanstilsynet henviste igjen til punkt 57 av ESMA's dokument 10-293, som gjengitt ovenfor.
- Det er nesten konsekvent megleren som ringer opp kunden, typisk enten for å presentere ett eller flere nye case eller for å gi en oppdatering på eksisterende investeringer. I denne sammenheng står megler helt fritt til å velge hvilke case han ringer den enkelte kunde om, blant den meget betydelige mengde case Foretaket produserer, og til å bestemme når i løpet av casets levetid kunden eventuelt skal kontaktes. Det fremgår riktignok av Foretakets rutiner at meglers seleksjon av case for presentasjon til en kunde ikke skal være basert på en individuell egnethetsvurdering av den kunden. Når megleren som skal foreta denne seleksjonen sitter med forholdsvis inngående kjennskap til kundens objektive og subjektive omstendigheter (som beskrevet i de foregående kulepunktene), er det imidlertid overhengende fare både for at megler faktisk tar hensyn til disse omstendighetene og for at så vel kunden som "a reasonable observer" med rimelighet kan oppfatte det slik at megler tar slike hensyn. Tilsvarende synes det som at megler står helt fritt, uavhengig av fastsatte eller anbefalte nivåer for "stop-loss" og "target", til å velge om og når han ringer en kunde for å forhøre seg om kunden ønsker å realisere en gevinst eller et tap i en eksisterende investering, eventuelt å gjøre dette i kombinasjon med å presentere et nytt case. Også i denne sammenheng vil det være svært utfordrende for megler å unngå å ta hensyn til de relevante omstendigheter ved kunden som han kjenner til (som for eksempel mangel på likviditet eller kundens tidligere preferanser med hensyn til realisering), og enda vanskeligere å unngå at situasjonen med rimelighet kan oppfattes slik.
- Den aktive meglerrollen beskrevet i forrige kulepunkt medfører at oppfølgingen av den enkelte kunde nødvendigvis blir svært individualisert, også i samtaler hvor det ikke foreligger konkrete formuleringer fra megler som innebærer at det kategorisk kan fastslås at det ytes investeringsrådgivning. En slik individualisert og aktiv oppfølging overfor kunder som i mange tilfeller selv er svært passive, ligger fjernt fra en tradisjonell forståelse av "ordreformidling". På grunnlag av å ha lyttet gjennom et betydelig antall kundesamtaler var det dessuten Finanstilsynets klare inntrykk at Foretakets forutsatte meglerrolle gjennomgående skaper en forventning hos kundene om at megleren også skal være rådgiver. Dette medfører blant annet at meglerne til stadighet også må forholde seg til at kunden eksplisitt ber om individuelle råd, noe som setter den enkelte megler i en svært utfordrende posisjon. I noen tilfeller håndterer meglerne slike situasjoner på en tilfredsstillende måte, men etter Finanstilsynets syn (basert blant annet på hvor hyppig det forekommer i samtalene i utvalget at megler trår feil i slike situasjoner) er det ikke forsvarlig fra Foretakets side å legge til grunn at meglerne gjennomgående vil lykkes i å håndtere den

meglerrollen det legges opp til i Foretakets formelle rutiner. I tillegg til svært mange eksempler på at kunder eksplisitt ber megler om råd, fremgår det også på andre måter at i hvert fall enkelte kunder synes å oppfatte kundeforholdet generelt som investeringsrådgivning. Blant annet er det flere eksempler i utvalget på at kunder, henvendt til megler, bruker formuleringer som: "jeg lytter til ditt råd", "dette vet du, dette vet ikke jeg", "jeg følger deg, jeg, vet du" og "dette får du avgjøre".

- Hverken de identifiserte enkelttilfellene av individualisert rådgivning eller de mer generelle betraktningene sammenfattet i de foregående kulepunktene begrenser seg til en enkelt eller noen få av Foretakets meglere. De beskrevne forhold fremstår dermed ikke som enkelttilfeller hvor en megler bryter mot de ellers rådende interne normer i Foretaket, men tvert imot som et utslag av Foretakets reelle forretningsmodell i megleravdelingen slik den faktisk praktiseres av en typisk megler.

Finanstilsynet presiserte at det ved sin foreløpige vurdering også hadde tatt hensyn til informasjonen inntatt i Foretakets kundedokumentasjon, herunder at Foretakets meglerkunder kun har krysset av for tjenesten "ordreformidling" i kundeavtalen. På tross av informasjonen i kundedokumentasjonen konkluderte Finanstilsynet, på grunnlag av momentene drøftet over, likevel med at Foretaket hadde ytet tjenesten investeringsrådgivning i megleravdelingen. Som Finanstilsynet har påpekt i flere offentlige merknader etter stedlige tilsyn, kan en anbefaling anses personlig til tross for at informasjon om det motsatte er inntatt i kundedokumentasjonen, jf. ESMAs dokument 10-293 punkt 50, hvor det heter: "*It is important to remember, though, that even if a clear, prominent and understandable disclaimer is provided stating that no advice or recommendation is being given, a firm could still be viewed as having presented a recommendation as suitable for the client*".

På grunnlag av dette var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket gjennomgående ytet tjenesten investeringsrådgivning i megleravdelingen. Siden Foretaket hadde instruert sine meglere om kun å vurdere om de påtenkte produktene er hensiktsmessige for kunden, la Finanstilsynet til grunn at meglerkundene ikke hadde fått nytte godt av den høyere grad av kundebeskyttelse som ligger i den egnethetsvurderingen som Foretaket er pålagt å utføre ved ytelse av investeringsrådgivning. Dette innebærer brudd på vphl. § 10-11 (4).

### 3.3. Foretakets kommentarer

Foretaket mener at det i hovedsak har klart å opptre på riktig side av regelverket, men erkjenner at dette er utfordrende. Foretaket skriver i Tilsvaret at dets generelle meglerkonsept går ut på at Foretaket kontakter sine kunder når det kommer nye signaler/case fra analyseavdelingen. Kjennetegnet på Foretakets konsept er at den enkelte investor er relativt kortsiktig investert i hver posisjon. Foretakets case skal formidles til kundene uten at det gjøres noen individuell vurdering av om det enkelte case er egnet basert på kundens investeringsmål og finansielle stilling, og altså uten at det ytes investeringsrådgivning i det enkelte tilfelle.

Foretaket forklarer at dets strategi om at det ikke skal tilbys investeringsrådgivning, "*må ses i sammenheng med den risiko selve investeringsstrategien kan representere for investor. Vi tenker spesielt på kombinasjonen av teknisk analyse og girede/belånte investeringer*". Foretaket gir videre uttrykk for at det har registrert at Finanstilsynet i tidligere tilsynsmerknader har gitt uttrykk for bekymring knyttet til strategier som medfører hyppige omallokeringer. Foretaket opplyser om at det hittil har vurdert det slik at "*ordreformidling, i kombinasjon med tydelige og gode risikobeskrivelser av valgt strategi, har vært en mer egnet tjeneste i møtet med denne type investeringsstrategi enn investeringsrådgivning. En særlig bekymring har vært selskapets opptreden der kunden velger å avvike fra enkeltråd, og hvor slike avvik bringer kundens individuelle portefølje i utakt med hva selskapet mener er en forsvarlig og egnet strategi.*"

Foretaket opplyser videre om at det ved etablering av kundeforhold, før tjenesten ordreformidling kan tilbys kunden, har hatt som rutine å gjennomføre en egnethetsvurdering for å fastslå om denne tjenesten er egnet for kunden, men uten at noen konkret transaksjon vurderes. Etter denne innledende kartleggingen vil Foretaket avvise kunder hvor tjenesten som sådan ikke anses som egnet. Med en slik innledende vurdering har Foretaket samtidig kartlagt om kunden har nødvendig kunnskap og erfaring både med investeringsstrategien og for individuelle transaksjoner. Foretaket erkjenner i denne forbindelse at det kan være en utfordring at kundene gjennom den innledende kartleggingen kan bli ledet til å tro at Foretaket vurderer egnethet for enkeltransaksjoner. For å motvirke dette mener Foretaket at det har vektlagt god og tydelig informasjon (herunder i kundeavtalen og i e-post til nye kunder), opplæring og compliance-kontroller. Foretaket gir en nærmere beskrivelse av disse tiltakene i Tilsvaret.

Foretaket fremholder at selv om det ikke yter tjenesten investeringsrådgivning, vil det ikke være avskåret fra å formidle generelle råd til sine kunder, så lenge disse rådene hverken er eller fremstår som individuelt tilpasset kundens forhold. Megler har for eksempel adgang til å gi praktiske råd rundt marginutnyttelse, uavhengig av kundens individuelle risikotoleranse. Megler kan også gi generelle markedsoppdateringer og generelle innspill på handelsideer etter spesifikk forespørsel fra kunder.

Foretaket har videre kommentert Finanstilsynets enkeltteksempler på at megler eksplisitt legger kundens omstendigheter til grunn for en anbefaling, innenfor et gjeldende case. Foretaket bestrider enkelte av eksemplene på grunnlag av at disse etter Foretakets syn kun er uttrykk for generelle advarsler om høy marginutnyttelse på kundens konto. For de gjenværende eksemplene, hvor Foretaket erkjenner at det er ytet investeringsrådgivning, har Foretaket i etterkant av Varselet gjennomført en vurdering av rådene som er gitt, og konkludert med at "*ingen av rådene anses som uegnet for kundene*".

Avslutningsvis kommenterer Foretaket den planlagte justeringen av forretningsmodell, som blant annet innebærer å yte investeringsrådgivning i kombinasjon med modellporteføljer.

### **3.4. Finanstilsynets endelige merknader**

Hovedgrunnlaget for Finanstilsynets foreløpige konklusjon om at Foretaket gjennomgående ytet tjenesten investeringsrådgivning i megleravdelingen, var ikke enkeltstående formuleringer fra meglere, men en helhetsvurdering hvor særlig elementene fremhevet i kulepunktene gjengitt i punkt 3.2 over sto sentralt. På grunnlag av denne helhetsvurderingen konkluderte Finanstilsynet med at aktiviteten på meglerbordet gjennomgående ville fremstå for "a reasonable observer" som individualisert rådgivning. Det fremgår av Tilsvaret at Foretaket "*mener at man i all hovedsak har klart å opptre på riktig side av regelverket, men erkjenner at dette er utfordrende*", men utover dette synes Foretaket ikke å ha gitt noe direkte svar til Finanstilsynets helhetsvurdering og overordnede konklusjon. Foretaket fremholder imidlertid at det har vektlagt god og tydelig informasjon, opplæring og compliance-kontroller for å motvirke at kundene skal bli ledet til å tro at Foretaket vurderer egnethet for enkeltransaksjoner. Foretaket har særlig fremhevet compliance-kontrollene, og Finanstilsynet har valgt å kommentere disse nærmere i punkt 6 under. Videre er Foretakets uttalelser knyttet til valget om ikke å yte investeringsrådgivning kommentert i punkt 2.5 over.

Foretaket har som nevnt kommentert Finanstilsynets enkeltteksempler på at megler eksplisitt legger kundens omstendigheter til grunn for en anbefaling (innenfor et gjeldende case). Foretaket har deretter konkret vurdert de av eksemplene hvor det erkjenner at investeringsrådgivning har vært ytet, og i hvert tilfelle konkludert med at rådene som ble gitt, ikke var uegnede. Etter Finanstilsynets syn er denne ettertidige vurderingen av rådernes egnethet lite relevant sett i lys av Finanstilsynets kritikk i Varselet og kan tyde på at Foretaket ikke fullt ut har forstått denne kritikken. Kritikken på dette punktet rettet seg mot at en egnethetsvurdering ikke var blitt gjennomført på tidspunktet for ytelse av tjenesten

investeringsrådgivning. Finanstilsynet tok ikke stilling til hva resultatet av en egnethetsvurdering eventuelt kunne ha blitt, dersom den hadde vært gjennomført.

I sammenheng med drøftelsen av enkeltteksempler kommer Foretaket også med noen mer generelle betraktninger, og fremholder blant annet at det er *"normalt i situasjoner hvor megler faktisk har fått kjennskap til kundens preferanser at risikoen for at det gis et råd er størst. I de tilfeller der megler har kjennskap, og feilen består i at den ansatte faktisk har tatt hensyn til kundens individuelle omstendigheter slik han kjenner dem, kan det ikke uten videre legges til grunn at rådet er uegnet."* Også disse generelle betraktningene kan gi inntrykk av at Foretaket ikke helt har forstått grunnlaget for Finanstilsynets kritikk. Finanstilsynet mener ikke at investeringsrådgivning som ytes av megler som egentlig er ment å yte ordreformidling, automatisk resulterer i uegnede råd. Problemet ligger i at manglende bevissthet omkring hvilken investeringstjeneste som ytes, øker faren for at kundens interesser ikke blir ivaretatt på beste måte, ved at kundebehandlingen er tilpasset feil investeringstjeneste sett opp mot både verdipapirhandelens krav, verdipapirforetakets egne rutiner og den aktuelle medarbeiderens kompetanse og kunnskap. Dette omfatter, men er ikke begrenset til, kravet om korrekt og rettidig gjennomføring av relevant egnethets- eller hensiktsmessighetstest.

Foretaket har valgt å ikke kommentere Finanstilsynets enkeltteksempler på at megler gir anbefalinger utenfor de til enhver tid gjeldende case. Imidlertid kommer Foretaket med noen mer generelle betraktninger om hva megler kan si uten at det vil utgjøre investeringsrådgivning. I denne sammenheng mener Foretaket blant annet at megler kan *"gi generelle innspill på handelsideer etter spesifikk forespørsel fra kunder. Dette så fremt at de innspill som blir gitt, gjelder for samtlige kunder som retter samme forespørsel, og for øvrig ikke presenteres som individuelle råd"*. Finanstilsynet deler Foretakets syn på at formidling av Foretakets markedssyn etter spesifikk forespørsel fra kunde, ikke automatisk utgjør personlige anbefalinger. Konteksten for slik formidling vil være et vesentlig moment for vurderingen av om dette utgjør investeringsråd, og Finanstilsynet viser i denne sammenheng til begrunnelsen i kulepunktene i punkt 3.2 over for Finanstilsynets foreløpige vurdering av at Foretaket gjennomgående yter tjenesten investeringsrådgivning i megleravdelingen. Finanstilsynet vil i tillegg bemerke at flere av elementene fremhevet i den drøftelsen gjør seg enda sterkere gjeldende dersom den aktuelle henvendelsen er et individuelt "innspill" som ikke er fundert i et aktuelt case eller en tilsvarende generell og formalisert anbefaling fra analyseavdelingen. Finanstilsynet vil for øvrig også påpeke at Foretakets forbehold om at slike innspill kan gis kun hvis de *"gjelder for samtlige kunder som retter samme forespørsel"*, fremstår som vanskelig å gjennomføre og etterprøve, særlig hvis det ikke foreligger konkrete rutiner for dette. Foretaket har ikke slike rutiner – tvert imot slår Foretakets rutinehåndbok fast at det kun er lov å initiere handel i case som kommer fra analyseavdelingen.

Når det gjelder hyppigheten av case, henviser Finanstilsynet til det som er sagt om dette i punkt 2.5 over, herunder at analyseavdelingen fortløpende gir meglerne muntlige oppdateringer om styrker og svakheter i gjeldende case. Når analytikerne stadig gir signaler om mulige kjøps- og salgsnivåer innenfor et gjeldende case (som eksemplifisert av Foretaket: *"... de som har kunder som ønsker å sikre seg en gevinst kan gå ut her"*), har Finanstilsynet vanskelig for å se hvordan det skal være praktisk mulig for megler å bestemme hvilke kunder som eventuelt skal ringes opp med et slikt signal, uten å ta hensyn til kunnskapen megler besitter om kundens preferanser, transaksjonshistorikk og andre omstendigheter.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket gjennomgående har ytet tjenesten investeringsrådgivning i megleravdelingen. Siden Foretaket har instruert sine meglere om kun å vurdere om de påtenkte produktene er hensiktsmessige for kunden, legger Finanstilsynet til grunn at meglerkundene ikke har fått nytte godt av den høyere grad av kundebeskyttelse som ligger i den egnethetsvurderingen som verdipapirforetak er pålagt å utføre ved ytelse av investeringsrådgivning. Dette er et alvorlig brudd på

vphl. § 10-11 (4), og Finanstilsynet finner det skjerpene at den aktuelle rådgivningen i stor grad har vært knyttet til CFDer, som er et risikofylt og komplekst produkt, jf. punkt 4.2 under. Videre er Finanstilsynet av den oppfatning at dette bruddet på god forretningsskikk skyldes at Foretaket helt bevisst har valgt en forretningsmodell for sin ordreformidling som balanserer på grensen til investeringsrådgivning (som beskrevet i Foretakets egen rutinehåndbok), til tross for de klare utfordringene dette medfører. Slik forretningsmodellen er blitt gjennomført i praksis, blant annet med et svært høyt antall case (og ytterligere "signaler" innenfor case) kombinert med en høy grad av frihet for megler til å velge om og når en kunde skal ringes opp, har Finanstilsynet vanskelig for å se hvordan Foretaket skulle kunne ha en berettiget forventning om at den enkelte megler vil unngå å yte investeringsrådgivning.

Foretaket har i Tilsvaret gjort rede for justeringer i sin forretningsmodell, herunder en planlagt omlegning til å yte investeringsrådgivning i kombinasjon med modellporteføljer. Disse omlegningene og andre tiltak beskrevet i Tilsvaret er drøftet i punkt 8.3 under.

## **4. God forretningsskikk – Vurdering av kundenes kunnskap og erfaring ved CFD-handel**

### **4.1. Rettslig utgangspunkt**

Verdipapirforetak skal i henhold til vphl. § 10-11 (1) utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at Foretaket, avhengig av hvilken investeringstjeneste som ytes, som utgangspunkt skal gjennomføre enten egnethetstest eller hensiktsmessighetstest av sine kunder, jf. vphl. § 10-11 (4) og (5).

Uavhengig av om det er egnethetstest eller hensiktsmessighetstest som skal gjennomføres, skal foretaket innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Disse opplysningene skal så langt det er relevant dekke følgende forhold: (a) de typer tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter kunden har kunnskap om, (b) arten, antallet og hyppigheten av kundens transaksjoner i finansielle instrumenter og den periode de er blitt gjennomført, og (c) kundens utdanning og arbeidserfaring, jf. vpf. § 10-18 (1). Dersom det er egnethetstest som skal gjennomføres, skal foretaket i tillegg innhente opplysninger om kundens finansielle situasjon og investeringsmål, jf. vphl. § 10-11 (4) og vpf. § 10-16 (2) og (3).

Ved en hensiktsmessighetstest må foretaket ta stilling til om kunden har den nødvendige erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det etterspurte eller tilbudte produktet eller den aktuelle investeringstjenesten, jf. vpf. § 10-17. Ved en egnethetstest skal foretaket foreta en mer omfattende vurdering, hvor ett av elementene er å vurdere om de enkelte transaksjoner er slik at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen, jf. vpf. § 10-16 (1) litra c. Med hensyn til kravet om å vurdere kundens erfaring og kunnskap opp mot kundens forståelse av relevant risiko, er det dermed en høy grad av sammenfall mellom egnethetstest og hensiktsmessighetstest.

### **4.2. Om CFD-produktet**

På Saxo Banks plattform, som benyttes av Foretakets megleravdeling, tilbys belåning opp til 98 % (tilsvarende en "gearing" på 50 ganger innskutt egenkapital) for enkelte CFD-produkter, herunder CFDer på indeksen Germany 30, som alene sto for 19,5 % av alle transaksjoner formidlet gjennom Foretakets megleravdeling i 2014. Som følge av belåningselementet (som blant annet medfører at en investor kan tape mer enn investert beløp) og øvrige egenskaper ved CFDer, regnes CFDer som et komplekst og risikofylt produkt. På bakgrunn av dette har ESMA, sammen med European Banking Authority (EBA), gått ut med en



generell advarsel til investorer mot CFDer.<sup>3</sup> I advarselen påpekes det blant annet at CFDer er *"suitable only for professional clients, or highly experienced retail investors who understand the product"* og at man kun bør vurdere å handle med CFDer hvis man har *"extensive experience of trading in volatile markets"*.

Det må ved formidling av CFDer stilles strenge krav til et verdipapirforetaks vurdering av kundens erfaring og kunnskap opp mot de relevante risikofaktorer. Dette gjelder uavhengig av om det er hensiktsmessighetstest eller egnethetstest som gjennomføres.

### 4.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger

Finanstilsynet gjennomgikk kundedokumentasjonen til 25 av Foretakets meglerkunder som handlet CFDer i 2014. I kundeprofilskjemaet som alle kunder fyller ut, spørres det under avsnittet om *"Kunnskap og Erfaring"* om følgende: nivå på utdanning, erfaring med finansielle instrumenter i yrkessammenheng og investeringserfaring de siste tre år.

Under sistnevnte punkt bes kunden krysse av for erfaring med hensyn til en rekke ulike produkter, blant annet *"aksjer/grunnfondsbevis"*, *"CFD"* og *"giring/VP-kreditt"*. For hvert produkt kan kunden velge mellom tre alternativer: *"ingen"* (definert som ingen transaksjoner siste tre år), *"handler aktivt"* (definert som å ha foretatt transaksjoner av betydelige størrelser gjennomsnittlig minst ti ganger per kvartal de siste fire kvartaler) og *"har handlet og har kunnskap"* (definert som å ha foretatt transaksjoner siste tre år uten at det kan defineres som "handler aktivt"). Av de 25 kundene i utvalget var det 14 kunder som hadde krysset av på "ingen" både for CFD-erfaring og erfaring med giring/VP-kreditt. Ytterligere 5 kunder hadde oppgitt at de har erfaring med kredittbasert handel, men ingen erfaring med CFDer. Av de 19 kundene uten CFD-erfaring var det kun 6 som hadde krysset av for "handler aktivt" i minst én kategori blant alle de opplistede kategoriene av finansielle instrumenter. Videre var det 8 kunder (32 % av hele utvalget) som under investeringserfaring hadde krysset av for "har handlet og har kunnskap" i kategorien aksjer/grunnfondsbevis, i kombinasjon med "ingen" erfaring i samtlige øvrige kategorier. Dette innebærer altså at i løpet av de siste tre år, har disse 8 kundene foretatt minst én aksjehandel, men har ikke foretatt en eneste handel med andre finansielle instrumenter. Av disse 8 kundene hadde kun én krysset av for erfaring med finansielle instrumenter i yrkessammenheng, og 4 hadde ingen utdanning utover videregående skole.

Det slås fast i Foretakets rutiner at det ved vurderingen av om en kunde har tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å forstå CFD-produktet, skal *"særlig legges vekt på kundens tidligere handelserfaring i finansielle instrumenter"*, mens det et annet sted i rutinene gis uttrykk for at kunder som *"regelmessig har handlet børnoterte instrumenter, og som har fått innføring i CFD, anses normalt å ha tilstrekkelig er [sic] bakgrunn til å forstå den grunnleggende risikoen CFD representerer"*. Finanstilsynet gikk også gjennom vurderingene Foretakets meglere har notert i Foretakets CRM-system med hensyn til kundene i utvalget, med særlig fokus på kundene uten tidligere erfaring fra CFD-handel. Det går igjen i disse vurderingene at megler gir kunden en innføring om CFD-produktet, og deretter konkluderer med at CFD-handel er hensiktsmessig for kunden fordi kunden *"forstår nok til å handle i CFD etter innføringen"*, *"forstår de sentrale risikoforholdene ved dette produktet"*, *"følte han var innforstått med handel i cfder"* eller tilsvarende formuleringer.

Finanstilsynet anførte i Varselet, basert på gjennomlytting av et betydelig antall kundesamtaler, at flere av Foretakets kunder synes å mangle nødvendig forståelse av CFD-produktet (herunder relaterte konsepter

<sup>3</sup> "Investor warning" datert 28. februar 2013 (Dokument 2013/267), tilgjengelig på ESMA's hjemmeside <https://www.esma.europa.eu/investor-corner/warning-and-publications-investors>.

som short-handel og indekser). Finanstilsynet stilte spørsmål om dette ved 8 av de 13 kundeforholdene hvor Finanstilsynet hadde hørt på samtaler fra flere dager. Videre ble det påpekt i Varselet at over halvparten av de 69 kundene hvor Finanstilsynet hadde hørt på samtaler fra kun én dag, fremstår som svært passive. Til tross for den hyppige forekomsten av samtaler som indikerer manglende kunnskaper hos kunden, fant Finanstilsynet ingen eksempler på at megler eller compliance-avdelingen i etterkant har revurdert Foretakets opprinnelige hensiktsmessighetsvurdering av kunden.

På bakgrunn av dette stilte Finanstilsynet i Varselet spørsmål ved om Foretaket har stilt tilstrekkelig strenge krav til kundenes kunnskap og erfaring i forbindelse med handel i CFD-produkter.

#### **4.4. Foretakets kommentarer**

Foretaket gir i Tilsvaret uttrykk for at det har tilfredsstillende rutiner for å sikre at dets kunder har nødvendig forståelse av de sentrale risikoforhold ved CFDer, men medgir at rutine omkringing dette kunne vært forbedret. Foretaket opplyser om at det i etterkant av Varselet er innført nye rutiner med hensyn til både kravene som stilles til kundenes handelserfaring, og Foretakets kontroll av at kundene har tilfredsstillende forståelse av risikoen forbundet med CFD-handel.

Foretaket påpeker at det ikke har registrert klager fra kunder angående manglende forståelse av risikoforhold ved CFDer. Foretaket opplyser videre om at det var to tilfeller i 2014 og fem i 2015 av at compliance-funksjonen har instruert megler om å gjennomføre en ny gjennomgang av CFD før kunden kan handle i dette produktet igjen. Dette var tilfeller hvor kunden i samtaler hadde gitt uttrykk for ikke å ha tilstrekkelig kunnskap til å forstå CFD og hvor CFD ikke var blitt tilstrekkelig forklart av megler. Foretaket fremhever også at rutineverket beskriver risikoen ved kundeforhold med aktiv megler og passiv kunde.

#### **4.5. Finanstilsynets endelige merknader**

Finanstilsynet tar til etterretning opplysningene i Tilsvaret om at compliance-funksjonen i enkelte tilfeller har iverksatt tiltak på grunnlag av en kundes manglende kunnskap og/eller en meglers utilstrekkelige forklaringer om CFD, men merker seg samtidig at det eneste tiltaket som synes å ha vært benyttet i slike tilfeller, har vært å instruere megler om å ta en ny gjennomgang med kunden om CFD-produktet.

Som nevnt stilte imidlertid Finanstilsynet spørsmål om mangelfull forståelse av CFD-produktet for 8 kunder navngitt i Varselet. Foretaket har i Tilsvaret ikke uttrykt uenighet med Finanstilsynets vurdering av disse 8 kundene. Finanstilsynet bemerker i denne sammenheng at til sammen rundt 150 meglersamtaler med samtlige av disse 8 kundene var gjenstand for stikkprøve-kontroller i 2014, uten at compliance-funksjonen synes å ha reagert på manglende kunnskap eller forståelse.

Ved formidling av CFDer må det som påpekt i punkt 4.2 stilles strenge krav til et verdipapirforetaks vurdering av kundens erfaring og kunnskap. Finanstilsynets konklusjon er at Foretaket overfor en rekke kunder ikke har stilt tilstrekkelig høye krav til kundens erfaring og kunnskap med hensyn til å forstå risikoen forbundet med CFD-handel, i strid med kravet til god forretningskikk i vphl. § 10-11, med tilhørende forskrifter. Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket har justert sine rutiner som et resultat av Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet.

### **5. Aktiv forvaltning**

#### **5.1. Rettslig utgangspunkt**

Det følger av vpf. § 10-26 annet ledd at verdipapirforetaket ved aktiv forvaltning skal gjennomføre ethvert rimelig tiltak for å oppnå det best mulige resultatet for kunden med henvisning til faktorer som nevnt i vphl. § 10-12. Bestemmelser om behandling av kundeordre, herunder aggregering av ordre og allokering av

handler, følger av vpf. §§ 10-28 til 10-30, jf. vphl. § 10-13. Foretaket skal håndtere interessekonflikter i samsvar med vphl. § 10-10 med tilhørende forskriftsbestemmelser i vpf. §§ 9-23 til 9-28.

## 5.2. Foretakets rutiner for og gjennomføring av handel i porteføljene

Foretaket forvalter 226 aktiv forvaltningsporteføljer. Porteføljene fremstår i høy grad å være individuelle og tilpasset den enkelte kunde, men Foretaket har et antall modellporteføljer som grunnlag for forvaltningen. I flertallet av Foretakets mandatavtaler som Finanstilsynet har gjennomgått, slås det fast at Foretaket har diskresjonær rett til å kjøpe, tegne eller selge finansielle instrumenter innenfor avtalt investeringsunivers *"basert på signaler generert av TrendTechs analysemodeller"*. Det følger også av disse avtalene at når *"forvaltningsmodellen gir salgssignal, vil TrendTech søke å selge Kunden ut av markedet. Når det kommer et kjøpsignal, vil TrendTech sørge for at Kunden får avtalt eksponering."*

Det følger av Foretakets retningslinjer for håndtering av interessekonflikter at *"Kundene skal likebehandles ut fra prinsippet om tidsprioritet"* og at *"Investeringsbeslutninger som gjelder for mer enn en portefølje, skal innlegges hos utførende verdipapirforetak uten ugrunnet opphold. Ordrene skal formidles i tilfeldig rekkefølge"*. Videre følger det av Foretakets retningslinjer for Aktiv forvaltning under Utførelse av transaksjoner at *"På de langsiktige forvaltningsmandatene skal transaksjonene som det er gitt signal på gjennomføres innen rimelig tid, noe som vurderes til ca 14 dager. På de kortsiktige mandatene skal handel gjennomføres i hht det som er beskrevet i mandat. Ved handel skal forvalter til en hver tid, sett opp mot eventuelle begrensinger i mandatet, vurdere hvilke finansielle instrument som bør benyttes for å oppnå best resultat for forvaltningen"* og *"Ved signal skal handel på de forskjellige kundene skje tilfeldig, det vil si at det skal være ulike rekkefølge på hvilke kunder som blir eksekvert hver gang det kommer signal"*.

Når det gjelder tidsprioritet fant Foretakets compliance-funksjon i februar 2014 at det hadde vært et utilsiktet mønster i rekkefølgen og etter dette ble det innført en randomiseringsfunksjon.

## 5.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger

Foretakets rutiner for handel i aktiv forvaltningsporteføljene gir rom for stor grad av individualisering og skjønn fra forvalterens side. Det fremsto for Finanstilsynet som at rutinen i svært liten grad sikret rettferdig (*fair*) behandling og likebehandling av de ulike porteføljene. Rutinene hadde ikke noe krav til at reallokering skjer samtidig i porteføljene. Forvalter har sågar 14 dager på seg til å gjennomføre endringer, og selv dette overskrides relativt ofte. Undersøkelse av et utvalg transaksjoner bekreftet også at ulike kunder får ulik gjennomføring.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at Foretaket ikke hadde tilstrekkelig gode rutiner for handel i aktiv forvaltningsporteføljene. Finanstilsynet var også tvilende til om Foretakets rutiner for og praksis med stort handlingsrom for porteføljeforvalter på individualisert gjennomføring av handler er i henhold til mandatavtalene, der det eksplisitt står at transaksjoner skal gjennomføres basert på signaler generert av Foretakets analysemodeller.

## 5.4. Foretakets kommentarer

Foretaket viser i Tilsvaret til at når det gjelder fondsplasseringer, har allokering blitt gjennomført via blokkhandel, og at det nå er inngått en avtale om et nytt porteføljeforvaltningssystem som vil medføre at allokering vil skje via blokkhandel også for enkeltpapirer.

Foretaket viser også til at det har utviklet et nytt mandatsystem for tettere oppfølging av aktiv forvaltningsmandater.

Foretaket opplyser også om at det har benyttet tekniske "skyggemodeller" i forvaltningen for å bekrefte signaler slik at Foretaket har best mulig beslutningsgrunnlag, og fremholder at bruk av skyggemodeller ikke strider med mandat eller kundens interesse. For øvrig har ikke Foretaket gått nærmere inn i Finanstilsynets spørsmål om hvorvidt Foretakets rutiner for og praksis med stort handlingsrom for porteføljeforvalter på individualisert gjennomføring av handler er i henhold til mandatavtalene.

## **5.5. Finanstilsynets endelige merknader**

Finanstilsynet tar Foretakets tiltak til etterretning, men vil poengtere at det er viktig at Foretaket er i stand til å dokumentere etterlevelse av mandatene.

## **6. Compliance-funksjonen**

### **6.1. Rettslig utgangspunkt**

Det følger av vphl. § 9-11 (1), jf. vpf. § 9-8, at verdipapirforetak skal ha en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon som skal sikre at foretaket oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter.

### **6.2. Foretakets compliance-funksjon**

Foretakets compliance-avdeling besto på tidspunktet for det stedlige tilsynet av compliance-ansvarlig og to compliance-medarbeidere, hvorav én jobbet deltid ved siden av studier. Kort tid etter tilsynet tok daværende compliance-ansvarlig over som daglig leder for Foretaket, og den heltidsansatte compliance-medarbeideren overtok som compliance-ansvarlig. Compliance-avdelingen fungerer i tillegg som Foretakets administrasjon, og har dermed ansvaret for backoffice-funksjoner utover compliance.

Compliance-avdelingens oppgaver er beskrevet i Foretakets rutiner, samt i stillingsinstruksene for hver av de ansatte i avdelingen. Foretaket utvikler også en årlig compliance-plan, som skal sette rammene og gi føringer for det daglige compliance-arbeidet.

Compliance-avdelingen utarbeider en månedsrapport til Foretakets styre og ledelse. I tillegg utarbeides blant annet kontroll-logger med oversikt over gjennomførte kontroller, samt hendelsesregistre med oversikt over avvik som er avdekket.

### **6.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger**

Som det fremgikk av øvrige deler av Varselet, var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at det forelå en rekke sterkt kritikkverdige forhold i Foretaket, herunder brudd på ulike bestemmelser i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter. Finanstilsynet vurderte derfor compliance-funksjonens rolle med hensyn til de påpekte forholdene.

Når det gjelder megleravdelingen, består compliance-funksjonens fortløpende kontroll først og fremst i stikkprøvekontroller (gjennomgang av opptak av samtaler og/eller transaksjoner) og oppfølging av meglerne, enkeltvis eller som gruppe, ofte som et resultat av avvik identifisert gjennom stikkprøvekontrollene. For å vurdere denne fortløpende kontrollen gikk Finanstilsynet gjennom et utvalg av Foretakets kontroll-logger og hendelsesregistre, med særlig fokus på logger og registre knyttet til samtaler i Finanstilsynets utvalg av lydopptak, jf. punkt 2.3 over. Videre gikk Finanstilsynet gjennom interne e-poster mellom Foretakets meglere og compliance-ansatte for å vurdere oppfølgingen fra stikkprøvekontrollene.

Finanstilsynets overordnede inntrykk på grunnlag av denne gjennomgangen var at compliance-avdelingens ensidige fokus på stikkprøver i form av enkeltsamtaler/-transaksjoner innebærer at kontrollen blir for fragmentarisk. I tillegg fremstår tilnærmingen til den enkelte stikkprøve som i overkant "mekanisk" eller

sjekklisteorientert. Kombinasjonen av disse to faktorene synes å ha medført at compliance-funksjonen har avdekket en rekke konkrete enkeltstående avvik, men ikke har vært i stand til å avdekke mer dyptgripende og gjennomgående problemer ved Foretakets forretningsmodell, slik denne faktisk er blitt praktisert av Foretakets meglere.

Et eksempel på dette er compliance-funksjonens arbeid med å kontrollere at meglerne kun yter tjenesten ordreformidling. Som det fremgår av punkt 3.2 over, var Finanstilsynets foreløpige vurdering at aktiviteten overfor kundene i Foretakets megleravdeling gjennomgående må klassifiseres som investeringsrådgivning. I denne sammenheng fremsto det for Finanstilsynet som at compliance-funksjonen både i sin gjennomføring av compliance-kontroller og i sin oppfølging av meglerne har vært nærmest ensidig fokusert på kun ett spesifikt aspekt ved skillet mellom disse investeringstjenestene, nemlig at megler ved ordreformidling skal unngå å være førende på eksponert beløp. Dette ensidige fokuset preger også Foretakets rutine for å unngå å yte investeringsrådgivning.

Det var Finanstilsynets klare inntrykk at dette ensidige fokuset har gått på bekostning av alle andre enkeltelementer som er relevante ved vurderingen av skillet mellom ordreformidling og investeringsrådgivning, og ikke minst på bekostning av en mer helhetlig vurdering av hvordan hele den aktuelle kundesamtalen, samt flere relaterte samtaler sett i sammenheng, fremstår. Dette har medført at noe som skulle ha vært en sammensatt og helhetlig analyse av hvorvidt meglerne formidler sine anbefalinger til kundene på en måte som er, eller kan gi inntrykk av å være, basert på vurdering av kundens omstendigheter eller presentert som egnet, i stor grad er blitt forenklet til en formalistisk vurdering av hvorvidt megleren har foreslått et investeringsbeløp. Blant de samtalene hvor Finanstilsynet fant avvik, var det flere eksempler på at den aktuelle samtalen i henhold til compliance-loggene hadde vært gjenstand for compliance-kontroll uten at compliance-funksjonen har påpekt noe avvik.

Finanstilsynet bemerket i denne sammenheng at det finnes nærliggende eksempler på alternative eller utvidede kontroller som compliance-funksjonen kunne gjennomført. For eksempel fremsto det for Finanstilsynet som at compliance-funksjonen i ingen eller kun svært begrenset grad hadde valgt å lytte til ytterligere samtaler samme dag mellom samme kunde og samme megler, selv når det forelå signaler i den kontrollerte samtalen om at den inngår i en kontekst som kan være interessant fra et compliance-perspektiv, eller mer spesifikt om at en kommende samtale vil bli (eller en tidligere samtale var) interessant. Videre kunne compliance-funksjonen ha gjennomført utvidede kontroller av enkelte kundeforhold (valgt tilfeldig eller på grunnlag av risikosignaler som for eksempel høy transaksjonshyppighet), hvor alle samtaler med en bestemt kunde i en gitt periode blir gjennomgått slik at compliance-funksjonen får anledning til å danne seg et helhetsinntrykk av meglerens kommunikasjon med kunden.

Videre fremsto det for Finanstilsynet som at compliance-avdelingen ikke har hatt, eller sørget for å skaffe seg, nødvendige verktøy for å vurdere de reelle effektene av Foretakets forretningsmodell. I materialet Finanstilsynet mottok, var det ingenting som tydet på at Foretaket hadde foretatt beregninger, kartlegginger eller andre undersøkelser som ville vært egnet til å avdekke forholdene beskrevet i punkt 2.3 over. Finanstilsynet viste i denne forbindelse til Finansdepartementets "*Vedtak i klagesak vedrørende tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester - Agilis Group AS*", datert 1. november 2011, hvor departementet bemerker at "*krav til effektiv compliancefunksjon, jf. verdipapirforskriften § 9-8, og kravet til at foretaket ved gjennomføringen av de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen skal vurdere om den anses egnet for kunden, jf. verdipapirforskriften § 10-16, medfører at foretaket må ha måleverktøy som setter det i stand til å overvåke at kundene ikke får anbefalt hyppige transaksjoner i strid med god forretningsikk. Dette inkluderer blant annet informasjon om den enkelte kundes handlemønstre*

og kostnader, samt informasjon som gjør at foretaket i rimelig utstrekning kan vurdere hvordan investeringsrådgivningen påvirker kundens forventede avkastning".

Bruken av case utgjør et helt sentralt element i Foretakets forretningsmodell for megleravdelingen, som nærmere beskrevet i punkt 2.2 over. Til tross for dette kunne Finanstilsynet ikke se at compliance-funksjonen har hatt prosedyrer eller iverksatt tiltak for å kontrollere på en systematisk måte hvordan denne delen av forretningsmodellen gjennomføres og fungerer i praksis. For eksempel har compliance-funksjonen ikke foretatt noen analyse av kundenes faktiske handelsmønster sammenholdt med Foretakets case eller gjennomført andre kontroller og beregninger som ville kunne avdekke problematiske aspekter ved meglernes faktiske bruk av case overfor kundene. Også på dette området har kontrollene vært begrenset til rene stikkprøver av enkeltsamtaler/-transaksjoner (i dette tilfellet med et forholdsvis ensidig fokus på hvorvidt megler presenterer caset i sin helhet til kunden), som i enkelte tilfeller har avdekket konkrete, enkeltstående avvik fra Foretakets rutine, men som igjen ikke har vært egnet til å avdekke mer dyptgripende og gjennomgående problemer på meglerbordet.

Finanstilsynet påpekte i Varselet at ved aktiv forvaltning må verdipapirforetakets compliance-funksjon gjennomføre nødvendige kontroller av den individuelle porteføljeforvaltningen for å sikre lik og rettferdig behandling av kundene, dog hensyntatt den enkeltes egnethetsvurdering. Finanstilsynet forventer at det gjennomføres og dokumenteres kontroller blant annet av rettferdig (*fair*) behandling/likebehandling, transaksjonsallokering (*fair allocation*) og beste resultat (herunder bruk av motparter) og omløpshastighet med videre. Finanstilsynet påpekte at det ikke hadde mottatt dokumentasjon på at det var gjennomført kontroller på disse områdene, og at slike kontroller heller ikke fremgikk av compliance-planen, selv om Foretakets compliance-funksjon oppdaget avvik i februar 2014, som vist til i punkt 5.2 over.

På bakgrunn av ovenstående var det Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet at Foretaket ikke hadde oppfylt kravet i vphl. § 9-11 (1), jf. vpf. § 9-8, om å ha en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon.

#### **6.4. Foretakets kommentarer**

Foretaket mener at det har en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon.

Foretaket opplyser om at 12,3 % av transaksjonene på meglerbordet i løpet av Finanstilsynets kontrollperiode ble kontrollert av compliance-avdelingen. Foretaket gir videre uttrykk for at man har hatt varierte utvalgsriterier, med fokus blant annet på nye kunder, kunder med høy omløpshastighet, kunder med høy kurtasje, kunder med stort tap og der det er blitt identifisert avvik tidligere. Foretaket fremholder at compliance-funksjonen vurderer totaliteten i samtalen, i tillegg til at det foreligger en liste med konkrete punkter som det føres logg over, herunder et punkt om hvorvidt det ytes investeringsrådgivning. Med hensyn til dette punktet har compliance-medarbeiderne blant annet hatt fokus på om det blir fremsatt beløpsanbefaling, om megler tilpasser case opp mot kundens portefølje, og om det blir gitt investeringsråd som ikke er av generell karakter.

Foretaket nevner at kontrollene som ble gjennomført i 2014, fanget opp 155 avvik, tilsvarende 8,2 % av kontrollerte samtaler. Blant disse avvikene var det 34 hvor meglers formulering ble karakterisert som investeringsrådgivning, hvorav 25 var relatert til at megler var førende på beløp.

Videre opplyser Foretaket om at compliance-funksjonen har utarbeidet verktøy slik at man kan gjøre en kartlegging av de kunder som har hatt henholdsvis flest transaksjoner, generert mest kurtasje, hatt størst tap i prosent og hatt størst tap i kroner. I 11 av 12 måneder ble de to kundene øverst på hver liste kontaktet av daglig leder for en kontrollsamtale, med unntak for kunder som allerede hadde vært gjennom en

kontroll samtale nylig. I kontroll samtaler har daglig leder gjennomgått en fast liste med ni spørsmål, som er gjengitt i Tilsvaret.

Foretaket påpeker dessuten at alle nye kunder må godkjennes av compliance-funksjonen. Foretaket mener at de forannevnte kartleggingene medfører at compliance-avdelingen har fått et relativt godt bilde av kommunikasjonen mellom kunde og megler og dermed er i stand til å fange opp både enkelthendelser og det generelle bildet av forretningsmodellen.

Foretaket er imidlertid enig med Finanstilsynet i at utvalgskriteriene ved de daglige kontrollene kunne vært bredere, blant annet ved å lytte til ytterligere samtaler mellom megler og kunde samme dag. Foretaket har nå implementert enkelte tiltak, nærmere beskrevet i Tilsvaret.

Når det gjelder aktiv forvaltning, opplyser Foretaket om at kontroller av forfordeling, utover den ene kontrollen som er nevnt i punkt 5.2 over, dessverre ikke er dokumentert, men at compliance-funksjonen nå har gjennomført kontroll av en rekke transaksjoner for 2014. Denne kontrollen viser at det etter mars 2014 ikke er identifisert et mønster i handelsrekkefølgen som indikerer at enkelte kunder er blitt usaklig forfordelt. Videre påpeker Foretaket at det som er dokumentert gjennom månedlige kontroller, er at compliance-funksjonen trekker ut tilfeldige kunder for å se om kunden er riktig eksponert ut fra kundens mandat, herunder at det ikke fremkommer handler som ikke er i tråd med de signaler som er gitt fra modellene.

Foretaket opplyser videre om at det nå er tatt inn flere kontroller rundt aktiv forvaltning i complianceplanen. Herunder skal det som minimum sjekkes om det er avvik fra mandat og kundens eksponering i markedet, at det ikke forekommer usaklig forfordeling av enkelte kunder, og om det er en omløpshastighet som hindrer beste resultat for kunden.

## 6.5. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet noterer seg Foretakets opplysninger om at det har benyttet varierte utvalgskriterier for stikkprøvekontroller av meglersamtaler. Finanstilsynet kan imidlertid ikke se at bruk av slike utvalgskriterier er dokumentert, for eksempel i compliance-planer, compliance-logger (hvor den enkelte stikkprøvekontroll er registrert) eller rutinehåndbok. I mangel av slik dokumentasjon finner Finanstilsynet ikke å kunne legge til grunn at Foretakets bruk av slike utvalgskriterier har vært planmessig og systematisk.

Finanstilsynet noterer seg også at Foretaket er av den oppfatning at compliance-funksjonen ved stikkprøvekontroll "*vurderer totaliteten i samtalen*". Basert på Finanstilsynets gjennomgang av compliance-logger og samtaler, er Finanstilsynets klare inntrykk at en slik helhetsvurdering av samtaler i praksis foregår i et svært beskjedent omfang. Tvert imot fremstår kontrollen som i overkant "mekanisk" eller sjekklisteorientert, som nærmere beskrevet i Varselet. Foretaket opplyser i Tilsvaret om at compliance-kontrollene gjennomført i 2014 har fanget opp 34 avvik der meglers formulering er blitt karakterisert som investeringsrådgivning. Av disse 34 tilfellene er 25 relatert til at megler er førende på beløp. Dette underbygger etter Finanstilsynets syn inntrykket av at compliance-funksjonens tilnærming til stikkprøvekontroller av meglersamtaler har båret preg av et nærmest ensidig fokus på kun ett spesifikt moment ved vurderingen av skillet mellom ordreformidling og investeringsrådgivning.

Finanstilsynet tar til etterretning at Foretakets daglige leder har gjennomført et betydelig antall kontroll samtaler med kunder som er valgt ut på grunnlag av kriterier som fremstår som hensiktsmessige (de kundene som i foregående måned hadde henholdsvis flest transaksjoner, mest kurtasje, størst tap i kroner og størst tap i prosent). Finanstilsynet har sett på skriftlige logger fra en rekke slike kontroll samtaler og har i tillegg lyttet til de to kontroll samtaler som var inkludert i Finanstilsynets utvalg av lydopptak. På

grunnlag av disse undersøkelsene er Finanstilsynet av den oppfatning at kontrollsamtalene i stor grad er innrettet mot en mer generell pleie av kundeforholdet og har relativt begrenset verdi fra et compliance-perspektiv. Samtalene følger en mal som består av 8 lukkede ja/nei-spørsmål, samt ett avsluttende åpent spørsmål. Finanstilsynet vil karakterisere kun to av spørsmålene som direkte compliance-relatert, nemlig spørsmål til kunden om han forstår risikoen i de handlene han gjennomfører, og om han forstår forskjellen på ordreformidling og investeringsrådgivning. Finanstilsynet stiller seg sterkt tvilende til om slike ja/nei-spørsmål rettet til kunden, som forutsetter at kunden selv skal være i stand til å vurdere sin egen forståelse på disse områdene, er godt egnet til å avdekke eventuelle problemer. De to samtalene hvor Finanstilsynet har hatt tilgang til lydopptaket, bærer dessuten preg av å være strengt bundet til malen, i den grad at andre vesentlige forhold som bringes opp av kunden utenfor rammen av de konkrete spørsmålene i malen, ikke blir tatt tak i. Disse forholdene er ikke engang blitt nedtegnet i den skriftlige samtaleloggen, noe Finanstilsynet finner kritikkverdige. Videre følger alle samtaler samme mal, uavhengig av individuelle forhold ved den enkelte kunde. For eksempel er det, til tross for at utvalgskriteriene for kontrollsamtalene innbyr til dette, ikke lagt opp til at daglig leder i forbindelse med samtalen skal analysere – eller at man under samtalen skal diskutere – årsaker til kundens store tap, problematiske forhold ved kundens transaksjonsmønster, bruk av case osv. For den ene av kontrollsamtalene Finanstilsynet har lyttet til, var bakteppet at den aktuelle kunden i løpet av en periode på kun 12 kalenderdager hadde tapt 98 % av sin investering på kr 100 000. Av kundens tap på kr 98 000 tilfalt ca. kr 53 000 Foretaket som returprovisjoner. At denne samtalen ble lagt opp etter vanlig mal, illustrerer hvorfor Finanstilsynet finner det svært lite hensiktsmessig å fokusere på en fastlagt mal fremfor å ha en individualisert tilnærming til kontrollsamtalene. På bakgrunn av ovenstående er det Finanstilsynets oppfatning at Tilsvaret, både ved beskrivelsen av compliance-arbeidet generelt og som argument ved imøtegåelsen av spesifikk kritikk i Varselet, tillegger disse kontrollsamtalene en langt større betydning og verdi enn det er grunnlag for.

Finanstilsynet var i Varselet kritisk til at compliance-funksjonen ikke synes å ha hatt prosedyrer eller iverksatt tiltak for å kontrollere på en systematisk måte hvordan Foretakets bruk av case gjennomføres og fungerer i praksis, til tross for dette er et helt sentralt element i Foretakets forretningsmodell. Foretaket synes ikke å ha gitt noe direkte tilsvare på dette. I Tilsvaret opplyses det imidlertid om at analyseavdelingen, i tillegg til det særdeles høye antall ordinære case, også fortløpende har gitt muntlige oppdateringer på styrker og svakheter i åpne case, jf. punkt 2.4 over. Foretaket opplyser videre om at slike oppdateringer ikke er blitt loggført, men at compliance-medarbeiderne har hatt kjennskap til dem da de deltar på morgenmøter og sitter i meglerrommet. Finanstilsynet finner det kritikkverdige at compliance-avdelingen ikke har påtalt denne praksisen. I denne sammenheng finner Finanstilsynet det også kritikkverdige at compliance-funksjonen ikke har problematisert praksisen med at kunder går inn og ut av samme case flere ganger i løpet av casets levetid.

Når det gjelder aktiv forvaltning, registrerer Finanstilsynet at Foretaket heller ikke på dette området har hatt tilstrekkelig kontroll, men tar Foretakets tiltak til etterretning.

Finanstilsynets konklusjon er at Foretaket ikke har oppfylt kravet i vphl. § 9-11 (1), jf. vpf. § 9-8, om å ha en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon. Finanstilsynet finner det særlig kritikkverdige at compliance-funksjonen ikke har hatt et bevisst og kritisk forhold til de reelle effektene av Foretakets forretningsmodell, som beskrevet i punkt 2 over.

## **7. Tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering mv.**

### **7.1. Rettslig utgangspunkt**

Det følger av lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering mv. (hvv.) at de i loven definerte rapporteringspliktige, herunder verdipapirforetak, skal foreta kundekontroll blant annet ved etablering av



kundeforhold og ved transaksjon som gjelder 100 000 norske kroner eller mer, for kunde som det ikke har et etablert kundeforhold til, jf. hvvl. §§ 3, 5 og 6. Omfanget og intensiteten av kundekontrolltiltakene og den løpende oppfølgingen skal tilpasses antatt risiko for transaksjoner med tilknytning til utbytte av straffbare handlinger eller forhold som rammes av straffeloven §§ 131 til 136a, jf. hvvl. § 5. Risikoen skal vurderes ut fra type kunde, kundeforhold, produkt eller transaksjon, jf. hvvl. § 5. I situasjoner som etter sin art innebærer høy risiko for transaksjoner med tilknytning til utbytte av straffbare handlinger eller forhold som rammes av straffeloven §§ 131 til 136a, skal verdipapirforetaket ut fra en risikovurdering anvende andre (og forsterkede) kontrolltiltak i tillegg til de "ordinære" tiltakene som følger av hvvl. §§ 5 til 14, jf. hvvl. § 15. Rapporteringspliktige skal kunne påvise at omfanget av utførte tiltak er tilpasset den aktuelle risiko.

## **7.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger**

I Foretakets rutineverk omtales risikovurdering av kundene med hensyn til hvitvasking og terrorfinansiering kun svært kort. Det fremgår ikke hva risikovurderingen skal inneholde, eller hvordan denne skal gjøres. Videre fremgår det ikke av den kundedokumentasjon eller annen dokumentasjon som Finanstilsynet har mottatt fra Foretaket at det er blitt foretatt noen risikovurdering av Foretakets kunder.

Risikovurdering er helt avgjørende for de videre vurderingene som skal gjøres i medhold av loven, herunder vurderingen av om det er nødvendig med forsterkede kontrolltiltak, og er dermed et viktig fundament for arbeidet med hvitvaskingslovgivningen i foretakene. Verdipapirforetaket må derfor kunne dokumentere at foretaket har gjennomført en risikovurdering av kunden og at omfanget av de utførte tiltak er tilpasset den aktuelle risikoen, jf. hvvl. § 5 annet ledd.

Manglende risikovurdering fører til at det blir vanskelig å vurdere behovet for forsterkede kontrolltiltak og løpende oppfølging. Foretaket har opplyst at de ikke har noen kundeforhold som faller inn under forsterkede kontrolltiltak. Finanstilsynet har ikke gjennomført eksplisitt kontroll av hvorvidt det er gjennomført løpende oppfølging.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke hadde gjennomført nødvendig risikovurdering av kundene og dermed ikke kunne dokumentere at det er gjennomført tilstrekkelige tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering, jf. hvvl. § 5.

## **7.3. Foretakets kommentarer**

Foretaket erkjenner at dets hvitvaskingsrutine har vært mangelfull når det gjelder å dokumentere at det er gjennomført tilstrekkelige tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering. Foretaket har i etterkant av Varselet oppdatert sin rutinehåndbok på dette punktet.

Foretaket presiserer imidlertid at det også i forkant av tilsynet er foretatt en rekke tiltak som skal forebygge og avdekke hvitvasking og terrorfinansiering, som nærmere spesifisert i Tilsvaret.

## **7.4. Finanstilsynets endelige merknader**

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har gjennomført nødvendig risikovurdering av kundene og dermed ikke har kunnet dokumentere at det er gjennomført tilstrekkelige tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering, jf. hvvl. § 5. Risikovurdering utgjør et vesentlig grunnlag for arbeidet med hvitvaskingslovgivningen i foretakene, og de ovennevnte forholdene vitner etter Finanstilsynets syn om manglende fokus og bevissthet fra Foretakets side rundt viktigheten av dette arbeidet. Finanstilsynet finner dette kritikkverdig, men tar til etterretning at Foretaket i ettertid har innskjerpet rutinene.

## 8. Oppsummering – Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester

### 8.1. Innledning

Etter vphl. § 9-4 (1) nr. 4 kan Finanstilsynet helt eller delvis endre eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

Finanstilsynet finner at de forhold som er omtalt i det foregående, representerer så alvorlige og systematiske brudd på bestemmelser i verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter at vilkårene for å tilbakekalle Foretakets tillatelse til yte investeringstjenester er til stede, jf. vphl. § 9-4 (1) nr. 4. Finanstilsynet har i denne vurderingen lagt særlig vekt på at bruddene på god forretningsskikk representerer en alvorlig svekkelse av den tillit forbrukerne skal kunne ha til tilbydere av finansielle tjenester.

### 8.2. Nærmere begrunnelse

Finanstilsynet har i punkt 2.5 over konkludert med at Foretaket har overtrådt kravet til god forretningsskikk i vphl. § 10-11 (1), ved at mange av Foretakets kunder er blitt ledet til overdreven verdipapirhandel, i strid med kundenes interesser, og at Foretaket i denne sammenheng har satt sine egne interesser foran kundens. Foretaket har med sin forretningsmodell vært en aktiv pådriver for kundenes hyppige transaksjoner, uten at det er blitt sett hen til kundens omkostninger ved slike hyppige omrokking og uten at kundene har fått tilstrekkelig informasjon om de problematiske aspektene ved dette. Som følge av dette er mange av kundene blitt belastet transaksjonsomkostninger som er så høye at disse kundenes reelle mulighet til å oppnå positiv avkastning er blitt urimelig liten. Finanstilsynet ser svært alvorlig på Foretakets tilsynelatende manglende omsorg for kundene.

Finanstilsynet har i tillegg i punkt 3.4 over konkludert med at Foretaket har ytet investeringsrådgivning i megleravdelingen uten å vurdere egnethet, i strid med vphl. § 10-11 (4). Finanstilsynet vurderer det som skjerpene at Foretaket på denne måten ikke har latt meglerkundene få nytte godt av den høyere grad av kundebeskyttelse som ligger i en egnethetsvurdering, og at dette har skjedd i forbindelse med investeringsrådgivning som i stor utstrekning har vært knyttet til et risikofylt og komplekst produkt.

Videre har Finanstilsynet i punkt 6.5 over konkludert med at Foretaket ikke har oppfylt kravet i vphl. § 9-11 (1), jf. vpf. § 9-8, om å ha en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon. Særlig med hensyn til evnen til å avdekke forholdene omtalt i punkt 2 over, vurderer Finanstilsynet også dette som skjerpene.

### 8.3. Forholdsmessighet

Det følger av finanstilsynsloven § 3 at Finanstilsynet skal se til at de foretak det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov. Finanstilsynet skal videre se til at foretakene i sin virksomhet ivaretar forbrukernes interesser og rettigheter.

Verdipapirhandellovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, både for profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder, herunder forbrukere. Lovens krav til ivaretagelse av kundenes interesser bygger i betydelig grad på forbrukerhensyn, noe Finanstilsynet har lagt stor vekt på i sin praksis.

For å avgjøre om grunnlaget for tilbakekall etter vphl. § 9-4 (1) nr. 4 er til stede, har Finanstilsynet vurdert om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta nevnte hensyn, herunder hvorvidt et mindre inngripende tiltak ville vært tilstrekkelig.

I denne vurderingen har Finanstilsynet blant annet lagt vekt på i hvilken utstrekning overtredelsene gir grunn til å tro at Foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og videre at hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetak generelt blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold, samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i denne vurderingen.

Finanstilsynet har konkludert med at Foretaket over lang tid har opptrådt i strid med god forretningskikk, blant annet ved at det har hatt en forretningsmodell for meglerbordet som gjennomgående ikke er i kundenes beste interesse. Foretakets kundemasse består nesten utelukkende av ikke-profesjonelle kunder, og Finanstilsynet legger til grunn at det overveiende flertall av disse må karakteriseres som forbrukere.

Foretaket har redegjort for diverse rutiner og kontrolltiltak for å sikre etterlevelse av verdipapirhandellovens regler om god forretningskikk og skillet mellom investeringstjenestene ordreforvidling og investeringsrådgivning. Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket har brukt mye tid og ressurser på compliance-relaterte kontroller, opplæring og oppfølging. Dette arbeidet har likevel ikke, etter Finanstilsynets vurdering, vært tilstrekkelig til å forhindre at kundenes interesser over en lang periode ikke er blitt ivaretatt. Som beskrevet i punkt 6 over er det Finanstilsynets klare inntrykk at Foretakets compliance-funksjon gjennomgående har hatt en for fragmentarisk, formalistisk og sjekklisterorientert tilnærming til compliance-arbeidet. Som en følge av dette har compliance-funksjonens kontroller avdekket diverse enkeltstående brudd på Foretakets rutiner, men har ikke vært egnet til å avdekke svakhetene ved det Finanstilsynet vurderer som en grunnleggende problematisk forretningsmodell.

Ansvar for den grunnleggende problematiske forretningsmodellen ligger imidlertid hos Foretakets styre og ledelse, som har vært godt kjent med risikoen som ligger i den investeringsstrategien Foretaket har vært pådriver for. Styret og ledelsen har dessuten over lang tid hatt jevnlig tilgang til rapporter som viser store tap hos kundene, og Foretaket opplyser om at de svake kunderesultatene har vært gjennomgående tema både styremøter og i den løpende dialogen mellom styreleder og compliance-funksjonen. Disse rapportene har gitt klar foranledning til å gjøre grundige undersøkelser med henblikk på å avdekke årsakene til tapene og raskt sette inn egnede og effektive tiltak. I Tilsvaret har Foretaket riktignok redegjort for ulike forbedringstiltak, som nærmere beskrevet nedenfor. Felles for de fleste av disse tiltakene er imidlertid at de først er igangsatt i forbindelse med eller i etterkant av det stedlige tilsynet. Disse tiltakene kan derfor i utgangspunktet tillegges svært begrenset vekt ved vurderingen av hvorvidt Foretakets styre og ledelse har evne og vilje til på eget initiativ å gjennomføre nødvendige tiltak for å sikre at kundenes interesser ivaretas på beste måte. Finanstilsynet noterer seg imidlertid Foretakets opplysninger om at mange av tiltakene har sitt utspring i diskusjoner på siste avholdte styremøte før Finanstilsynet sendte varsel om stedlig tilsyn.

De planlagte og iverksatte tiltakene beskrevet i Tilsvaret kan deles inn i tre kategorier: personellendringer, nye rutiner og kontrolltiltak, og justering av forretningsmodellen på meglerbordet.

Når det gjelder personellendringene, er det Finanstilsynets vurdering at disse i liten grad er egnet til å avhjelpe tillitsproblemene som følger av Foretakets langvarige brudd mot god forretningskikk. Foretaket fremhever blant annet at det er ansatt ny daglig leder og ny leder for compliance-avdelingen. Disse endringene må imidlertid sees i lys av at ny daglig leder er forhenværende compliance-ansvarlig, og dessuten en av Foretakets grunnleggere, mens ny compliance-ansvarlig er en tidligere compliance-medarbeider som rykket opp i forbindelse med lederbyttet. Når det gjelder øvrige endringer i Foretakets ledelse, synes disse i stor grad å være knyttet til justeringene av Foretakets forretningsmodell, som er nærmere omtalt nedenfor.

De nye rutinene og kontrolliltakene beskrevet i Tilsvaret utgjør skritt i positiv retning, men er relativt beskjedne sett opp mot problemene de er ment å bøte på. Under omstendighetene kan disse ikke tillegges særlig vekt ved vurderingen av om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon på de alvorlige overtredelsene som har forekommet.

Foretaket opplyser om at det i august 2015 lanserte tre modellporteføljer, som skal være Foretakets hovedprodukter på meglerbordet. Hver portefølje består av 6 aksjer/CFD på aksjer, som velges ut på bakgrunn av en blanding av kvantitativ analyse og analytikers vurdering. Forventet levetid for hvert case på disse instrumentene er ca. to uker, men analytiker kan velge å forkorte eller forlenge caset i det enkelte tilfelle. Analytiker vil normalt ikke anbefale å legge inn forhåndsdefinerte nivåer for "stop-loss" og "target", men at kunden regelmessig har dialog med sin megler. Foretaket vil jobbe målrettet med å få flest mulig av meglingskundene til å følge en eller flere av porteføljene. Foretaket vil samtidig legge om virksomheten slik at all kommunikasjon med kunden vil tilfredsstillende de krav som stilles til investeringsrådgivning. Foretaket gir uttrykk for at modellporteføljer er velegnet fra et compliance-perspektiv, da det vil være klart for kunde og rådgiver på ethvert tidspunkt når kunden avviker fra modellporteføljen. Compliance-funksjonen vil måtte vurdere om valg av modellportefølje er egnet for kunden, og deretter følge opp eventuelle avvik fra modellporteføljen. Slik Foretaket vurderer det, vil compliance-funksjonen ha det nødvendige grunnlag for å utføre slike kontroller.

Finanstilsynet bemerker at disse justeringene, avhengig av de nærmere detaljer samt praktisk gjennomføring, potensielt kan avhjelpe noen av problemene Finanstilsynet har påpekt, men i mindre grad gjøre noe med andre. Blant annet noterer Finanstilsynet seg at meglerbordets virksomhet fortsatt vil bygge på en investeringsstrategi med høy transaksjonshyppighet basert på signaler fra teknisk analyse, i kombinasjon med at megler tar hyppig kontakt med kunde. Den skisserte forretningsmodellen synes videre å ha sterke likhetstrekk med aktiv forvaltning, da det i utgangspunktet legges opp til at kundens portefølje til enhver tid skal gjenspeile en modellportefølje som "forvaltes" av analytiker. Forskjellene fra aktiv forvaltning er blant annet at kunden aktivt må godkjenne hver endring i porteføljen, og at kunden påføres en omkostning, og Foretaket mottar en inntekt, for hver slik endring. Sistnevnte innebærer en iboende interessekonflikt mellom kunden og Foretaket, som ikke foreligger ved aktiv forvaltning.

Finanstilsynet tar justeringene av Foretakets forretningsmodell til etterretning, men er kommet til at de ikke kan tillegges avgjørende vekt ved vurderingen av om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon på de alvorlige overtredelsene som har foregått over lengre tid. Selv om Foretaket fremholder at justeringene har sitt utspring i en prosess som ble igangsatt på grunnlag av et styremøte avholdt en måned før Foretaket ble varslet om Finanstilsynets tilsyn, er det Finanstilsynets oppfatning at alle konkrete planer og tiltak kom til etter at tilsynet var i gang, til tross for at Foretaket over svært lang tid hadde hatt klar foranledning til å iverksette tiltak. Gjennom tilsynsprosessen ble Finanstilsynet heller ikke opplyst før i Tilsvaret om at tiltak var planlagt eller iverksatt. Tiltakene er derfor i liten grad egnet til å gjenopprette tilliten til Foretakets styre og øverste ledelse. Videre er det Finanstilsynets oppfatning at de beskrevne tiltakene ikke innebærer noe grunnleggende brudd med Foretakets tidligere forretningsmodell. Finanstilsynet noterer seg at Foretakets reviderte rutinehåndbok vedlagt Tilsvaret kun inneholder mindre justeringer, til tross for at denne er datert etter at de nye modellporteføljene ble lansert, og at også Foretakets hjemmesider kun i svært begrenset grad er endret og oppdatert med opplysninger om justert forretningsmodell.

Foretakets overtredelser er etter Finanstilsynets vurdering alvorlige og systematiske. Det er Finanstilsynets vurdering at overtredelsene har vært egnet til å svekke kunders og andre markedsaktørers tillit til verdipapirforetak som sådan. Kunder, og særlig forbrukere, som mottar tjenester fra et verdipapirforetak, har en berettiget forventning om at kundens interesser blir ivaretatt på beste måte. Disse forventningene

har Foretaket etter Finanstilsynets vurdering ikke innfridd. Finanstilsynet legger dessuten til grunn at Foretakets overtredelser er av en karakter som er særlig egnet til å ramme kunder som er forbrukere.

Finanstilsynet har vurdert om andre reaksjoner enn tilbakekall av Foretakets tillatelser kan være en tilstrekkelig reaksjon, men har kommet til at alternative reaksjonsformer ikke vil være tilstrekkelig for å ivareta tilliten til markedet og verdipapirforetakene, samt for å ivareta forbrukerhensyn.

#### **8.4. Vedtak**

I medhold av verdipapirhandelloven (vphl.) § 9-4 (1) nr. 4 kaller Finanstilsynet herved tilbake TrendTech AS' tillatelser til å yte investeringstjenestene 1, 4 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (1), samt tilknyttet tjeneste 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (2).

Følgende vilkår gjelder:

1. TrendTech AS kan likevel yte investeringstjenestene 1 og 4 frem til 15. april 2016 (avviklingsperioden), i den utstrekning det er nødvendig for en forsvarlig avvikling av kundeforhold
2. TrendTech AS kan i avviklingsperioden ikke etablere nye kundeforhold
3. TrendTech AS kan i avviklingsperioden ikke yte tjenester til eksisterende kunder utover hva som er nødvendig for en forsvarlig avvikling av kundeforholdet

Dette vedtaket kan påklages til Finansdepartementet innen tre uker etter at vedtaket er mottatt, jf. forvaltningsloven (fvl.) kap. VI. Klage sendes Finanstilsynet. Reglene i fvl. §§ 18 til 19, om partenes adgang til å gjøre seg kjent med sakens dokumenter, gjelder. Det kan søkes om utsatt iverksettelse av vedtaket, jf. fvl. § 42.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy  
direktør

Geir Holen  
seksjonssjef