

Nordic Securities AS  
C/o Etg Management AS  
Bryggen 3-5  
5003 BERGEN

VÅR REFERANSE  
15/10648

DERES REFERANSE

DATO  
05.01.2017

## Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester

### 1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlige tilsyn i Nordic Securities AS (Foretaket) og i Nordic Investment Management AS (NIM) henholdsvis 1. og 3. desember 2015.

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenestene 1, 2, 5 og 6 som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1), samt tilknyttede tjenester 3 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (2). NIM hadde på tidspunktet for det stedlige tilsynet tillatelse til å yte investeringstjenestene 1, 2 og 5, samt tilknyttede tjenester 3, 4 og 5. På tidspunktet for de stedlige tilsynene hadde Foretaket og NIM henholdsvis 55 (hvorav 17 deltid) og 9 (hvorav 3 deltid) ansatte. Foretaket hadde kontorer i Oslo og Bergen. NIM hadde kontor i Oslo.

Foretaket og NIM var på tidspunktet for de stedlige tilsynene heleide datterselskaper av The Nordic Group AS (TNG). I Nordic-konsernet inngikk i tillegg verdipapirforetaket Nordic Capital Management AS (NCM) (Finanstilsynet gjennomfører et parallelt tilsyn i dette foretaket) og administrasjonsselskapet Nordic Executive AS (NEX, nå innfusjonert i TNG).

I etterkant av de stedlige tilsynene ble NIM innfusjonert i Foretaket. NIMs virksomhet (hovedsakelig knyttet til omsetning av unoterte aksjer) og ansatte ble i denne forbindelse overført til Foretaket, og NIMs tillatelser til å yte investeringstjenester opphørte. Foretaket sto før fusjonen for anslagsvis 80 % av samlet omsetning i den sammenslåtte virksomheten. Finanstilsynet har konsentrert sine undersøkelser etter de stedlige tilsynene om de to hovedområdene som nevnt i kulepunktene under, og vil ikke utarbeide en separat rapport etter det stedlige tilsynet i NIM.

Foretakets sammenslåtte virksomhet omfatter rådgivning og ordreformidling innen finansielle differansekontrakter (CFD) og børsnoterte aksjer, rådgivning og ordreutførelse innen unoterte aksjer, rådgivning og salg av warrants, rådgivning og salg av fond, samt strategisk/finansiell rådgivning og tilrettelegging hovedsakelig knyttet til egenkapitalemisjoner. Både Foretaket og NIM har i tillegg operert som såkalte "tipsagenter" i forbindelse med omsetning av aksjer utstedt av selskaper i Nordic-konsernet. Finanstilsynet har i all hovedsak avgrenset sine undersøkelser til to områder, hvor Finanstilsynet har avdekket alvorlige og systematiske brudd på sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven:

- Foretakets virksomhet knyttet til CFD og børsnoterte aksjer i perioden januar 2014 til desember 2015. Inntekter fra dette området sto for ca. 60 % av de fusjonerte foretakenes samlede inntekter i den undersøkte perioden.
- Foretakets rolle i omsetning (både emisjoner og salg) i perioden januar 2014 til juni 2016 av aksjer

utstedt av Foretaket, NIM og TNG.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige vurderinger og varsel om tilbakekall av tillatelser i brev av 8. september 2016 (Varselet). Foretaket ga sine kommentarer til Varselet i brev av 21. oktober 2016. På bakgrunn av enkelte av disse kommentarene sendte Finanstilsynet brev til Foretaket 16. november 2016, som ble besvart av Foretaket i brev av 1. desember 2016. Foretakets brev av 21. oktober og 1. desember 2016 omtales i det følgende samlet som Tilsvaret.

Tilsvaret er særdeles omfangsrikt og inneholder et svært betydelig antall anførsler som bestrider ulike elementer av Finanstilsynets beskrivelser og vurderinger av både faktiske og rettslige forhold. I tillegg kritiseres flere aspekter ved Finanstilsynets saksbehandling. Finanstilsynet har ikke funnet det nødvendig eller hensiktsmessig å gjengi Tilsvaret i detalj, men vil understreke at samtlige anførsler og annen informasjon i Tilsvaret er gjennomgått og vurdert.

## **2. God forretningsskikk – ivaretagelse av kundenes interesser ved CFD-/aksjehandel**

### **2.1. Rettslig utgangspunkt**

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med verdipapirhandelovens krav til god forretningsskikk, og skal som et overordnet prinsipp påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Ved ytelse av investeringsrådgivning skal foretaket vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4) og verdipapirforskriften (vpf.) § 10-16.

### **2.2. Foretakets virksomhet knyttet til CFD og børsnoterte aksjer**

Hoveddelen av Foretakets virksomhet i 2014 og 2015 (målt etter omsetning) har vært investeringsrådgivning, mottak/formidling av ordre og utarbeidelse av investeringsanbefalinger knyttet til CFD og børsnoterte aksjer. Rådgivning og ordrebehandling er håndtert av Foretakets to meglerbord i Oslo og Bergen. Den klart største delen av denne virksomheten ser ut til å ha vært rettet mot CFD, men det har også vært en del aktivitet direkte i børsnoterte aksjer (hovedsakelig aksjer notert på Oslo Børs). Ordrene er i hovedsak utført av samarbeidspartner Saxo Bank AS (Saxo Bank). Foretakets analyseavdeling utarbeider investeringsanbefalinger basert på teknisk analyse. Disse presenteres i Foretakets daglige morgenrapport, som sendes kundene på e-post. Det utarbeides også sporadiske selskapsanalyser, basert på både teknisk og fundamental analyse.

### **2.3. Finanstilsynets gjennomgang av kundedokumentasjon i Varselet**

Foretaket hadde per 31. desember 2015 totalt 946 kunder som har handlet CFD og/eller aksjer på Saxo Banks handelsplattform i perioden januar 2014 til desember 2015. Finanstilsynet har mottatt beholdningsoversikter, kontobevegelser og transaksjonslogger for samtlige kunder i nevnte periode. Foretaket hadde på tidspunktet for det stedlige tilsynet 27 meglere innen CFD/noterte aksjer. Finanstilsynet har gjennomgått ca. 1 200 samtaler/sms med 15 utvalgte meglere og til sammen 60 kunder i utvalgte perioder i 2014 og 2015.

#### **Finanstilsynets beregninger for utvalgte kunder**

Finanstilsynet har gjort et tilfeldig utvalg på 30 av de 60 kundene (heretter omtalt som Utvalget), hvor det har foretatt beregninger (basert på kundenes transaksjonslogger) knyttet til tradingresultater, transaksjonskostnader, handelshyppighet og posisjonsvarighet for perioden januar 2014 til desember 2015. For 12 av kundene i Utvalget dreier det seg utelukkende om CFD-handel. De øvrige kundenes aktivitet er dominert av CFD-handel i tillegg til en varierende grad av aksjehandel. Beregningene ble presentert i Varselet i tre tabeller og oppsummert som følger:

- 27 av de 30 kundene i Utvalget (90 %) har tapt penger på CFD-/aksjetrading gjennom Foretaket i perioden. De fleste kundene har realisert høye tap i forhold til innskutt egenkapital. De 27 kundene med tap har i gjennomsnitt tapt 55 % av kapitalen. På annualisert basis har de i gjennomsnitt tapt 85 % av kapitalen.
- Kundene har i sum realisert ca. MNOK 1 i brutto fortjeneste (før omkostninger) i perioden. Kundenes samlede tradingrelaterte kostnader i perioden beløper seg imidlertid til MNOK 15,2. Disse 30 kundene har dermed realisert et samlet netto tap på MNOK 14,2 på kortsiktig CFD-/aksjetrading gjennom Foretaket i perioden, tilsvarende i gjennomsnitt ca. NOK 475 000 per kunde. Av kundenes samlede omkostninger på MNOK 15,2 har anslagsvis MNOK 12,9 (85 %) tilfalt Foretaket.
- Kundene har betalt svært høye tradingrelaterte omkostninger i forhold til egenkapitalen. Gjennomsnittlig annualiserte transaksjonskostnader for disse kundene er på 69 % av gjennomsnittlig egenkapital i den perioden de har vært aktive. Det betyr at kundene i snitt må oppnå en brutto gevinst på 69 % på sin CFD-trading i løpet av et år bare for å gå "break even".
- Kundene har i snitt gjennomført 1,6 transaksjoner per dag i den perioden de har vært aktive (høyeste verdi 3,3 – laveste verdi 0,5).
- Gjennomsnittlig varighet på kundenes posisjoner i perioden har vært på 4,4 dager (høyeste verdi 8,8 – laveste verdi 2,7).
- Gjennomsnittlig andel av kundenes posisjoner i perioden som er stengt samme dag eller dagen etter at posisjonen ble inngått – gjennomgående som følge av anbefaling fra megler – er 46 % (høyeste verdi 66,7 – laveste verdi 12,1).

Kundeansvarlig megler for de 30 kundene i Utvalget inkluderer 14 av de 15 utvalgte meglere. Finanstilsynets beregninger indikerer dermed at den svært kortsiktig fokuserte investeringsrådgivningen har vært utbredt blant Foretakets meglere.

#### **Finanstilsynets beregninger for øvrige kunder**

I tillegg til Utvalget på 30 kunder har Finanstilsynet (basert på beholdningsoversikter og kontobevegelser) beregnet tradingresultater, transaksjonskostnader og handelshyppighet for de 300 største kundene (målt etter kurtasje- og finansieringsinntekter til Foretaket i perioden). Til sammen står disse 330 kundene for ca. 78 % av Foretakets samlede returprovisjon fra Saxo Bank i 2014 og 2015. Beregningene for de 300 kundene ble oppsummert i Varselet som følger:

- 270 av de 300 kundene (90 %) har tapt penger på CFD-/aksjetrading gjennom Foretaket i perioden. Kundene med tap har i gjennomsnitt tapt 68 % av innskutt egenkapital (både i perioden og annualisert). 101 kunder (34 %) har tapt over 90 % av egenkapitalen, hvorav 48 kunder (16 %) har tapt hele egenkapitalen.
- Kundene har i sum tapt ca. MNOK 108 på trading gjennom Foretaket i perioden, tilsvarende i gjennomsnitt ca. NOK 360 000 per kunde. Dette beløpet inkluderer samlede omkostninger på ca. MNOK 74, hvorav ca. MNOK 62 har tilfalt Foretaket.
- Kundene har gjennomsnittlige annualiserte transaksjonskostnader på 52 % av gjennomsnittlig egenkapital i perioden de har vært aktive. Dette betyr at kundene i gjennomsnitt må oppnå en brutto gevinst på 52 % på sin CFD-/aksjetrading i løpet av et år bare for å gå "break even".
- Kundene har i snitt gjennomført 0,8 transaksjoner per dag i den perioden de har vært aktive.

## **2.4. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet**

### **Foretakets investeringsrådgivning**

Finanstilsynets gjennomgang av ca. 1 200 samtaler/sms mellom 15 av Foretakets meglere og 60 av Foretakets kunder viser at det i hovedsak er megler som er pådriver for kundens kortsiktige trading. Det er stort sett megler som tar initiativ til handel – hovedsakelig på telefon – og megler kontakter ofte kunden

flere ganger daglig. Kundene fremstår (med noen få unntak) som relativt passive, og følger normalt meglers kortsiktige investeringsråd (tidshorizont fra noen minutter/timer til noen dager) uten diskusjon. Kunden stiller svært sjelden spørsmål ved rasjoalet bak et konkret råd eller en serie av hyppige råd om omrokkinger. Mange kunder fremstår som ikke å ha kraft eller kompetanse til å avvise meglers stadige anbefalinger om å gå inn og ut av posisjoner. Kunder som nøler med å følge meglers råd, blir ofte overtalt (eller forsøkt overtalt) av megler. Finanstilsynet viste i vedlegg til Varselet utdrag fra en rekke av disse samtalen. Utdragene gir klare eksempler på meglernes kortsiktige investeringsråd og oppfordring til hyppige transaksjoner, samt kundenes passive holdning til dette. Finanstilsynet legger til grunn at dette bildet også er representativt for et stort antall av Foretakets øvrige kunder.

Foretaket skriver på sin hjemmeside at "*Vår analysefilosofi er basert på momentum. Våre modeller er utprøvd i markedet over lang tid med meget gode resultater*". Foretakets momentumbaserte analysemodeller blir også fremhevet i Foretakets kundekonsulenters prospekteringsamtaler (se avsnitt 3). Finanstilsynet forstod det slik under det stedlige tilsynet at Foretaket ikke stiller noe krav til at meglerne skal promotere eller følge analyseavdelingens investeringsanbefalinger – at dagens anbefalinger gjennomgås på meglernes morgenmøte, men at megler står fritt til å vurdere hvilke investeringsanbefalinger han gir til sine kunder. De samtalen Finanstilsynet har hørt på, indikerer også at meglerne i liten grad forholder seg til Foretakets offisielle anbefalinger, og at Foretakets markedsførte analysefilosofi dermed som hovedregel ikke danner grunnlaget for meglernes løpende investeringsrådgivning. Av de totalt 600 investeringsrådene (som Finanstilsynet har notert seg) gitt av de 15 meglerne i samtaler med kunder i de utvalgte periodene, var 72 % enten motsatt vei av eller ikke dekket av Foretakets offisielle gjeldende anbefaling i morgenrapport eller selskapsanalyse.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets meglere i stor utstrekning gir svakt funderte investeringsråd, basert på magefølelse og løse gjetninger om en aksje/indeks/råvares kortsiktige retning. Råd om både åpning og stengning av en posisjon blir svært ofte gitt uten annen begrunnelse enn at markedet svinger kraftig (vinklet som en mulighet for gevinst ved posisjonsinngåelse og deretter som en grunn til å sikre en oppnådd kortsiktig gevinst eller begrense et kortsiktig tap). Meglerne gir også i mange tilfeller inkonsekvente råd innenfor en kort periode. Megler har da typisk en fundamental begrunnelse for kjøp og gir inntrykk av at investeringen bør holdes over noe tid for å nå et uttrykt kursmål. Deretter anbefaler han etter kort tid salg med begrunnelse om usikkert og volatilt marked, på et nivå langt unna det tidligere uttrykte kursmålet. Meglernes investeringsrådgivning fremstår som planløs og ustrukturert, og det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at dette er motivert av et ønske om å lede kundene til høyest mulig transaksjonshyppighet.

Finanstilsynet illustrerte i Varselet meglernes kortsiktige og planløse investeringsrådgivning med statistikk fra de undersøkte periodene. Av de 15 meglernes samlede råd i periodene var 31 % tilfeller med både kjøpsanbefaling og salgsanbefaling i samme aksje/indeks/råvare innenfor samme dag (46 % innenfor to dager). For den tyske indeksen DAX (det instrumentet hvor Foretaket har hatt klart størst aktivitet i perioden) var tilsvarende tall henholdsvis 41 % og 56 %. Ser man på den enkelte meglers råd overfor en enkelt kunde, var i gjennomsnitt 17 % tilfeller hvor en megler ga både kjøpsanbefaling og salgsanbefaling i en aksje/indeks/råvare til den samme kunden innenfor samme dag (34 % innenfor to dager).

### **Foretakets tilsøring av risiko**

Som beskrevet over har de fleste av Foretakets kunder tapt penger på sin CFD-/aksjetrading. Flere av kundesamtalen indikerer at Foretaket har gitt selektive opplysninger om, og generelt hatt et lite bevisst forhold til, kundenes negative resultatutvikling. Megler gir i samtalen ofte opplysninger uoppfordret om posisjoner som er realisert med gevinst, og hvor stor gevinsten ble, men opplyser langt sjeldnere om posisjoner som er realisert med tap (for eksempel som følge av at posisjonen gikk i stop loss). Dersom megler opplyser om posisjoner som har gått i stop loss, nevnes som oftest ikke hvor stort tapet ble. Opplysninger om kundens samlede resultatutvikling gis stort sett kun på direkte forespørsel fra kunden –

men i enkelte tilfeller svarer megler heller ikke på kundens direkte spørsmål om status på konto. Det er mulig for kunder å logge seg inn på egen handelskonto hos Saxo Bank og slik få oversikt over transaksjoner og resultater, men det fremgår av kundesamtalene at mange av kundene i praksis utelukkende forholder seg til megler. I samtaler hvor kunder uttrykker frustrasjon over store tap, svarer megler ofte at markedene har vært vanskelige den siste tiden og at de skal klare å trade seg opp igjen – argumenter som *"du har vært spesielt uheldig"*, *"vi må være med på rekylen som snart kommer"*, *"nå skal vi gjøre ting annerledes"* og *"nå skal vi bygge sten på sten"* benyttes ofte for å få kunden til å fortsette.

### Foretakets manglende evaluering av sin forretningsmodell

Foretakets investeringsrådgivning er overfor mange kunder gjennomgående konsentrert om en relativt aggressiv kortsiktig tradingstrategi, hovedsakelig i høyt gearede CFDer, som for de fleste kundene har vært tapsbringende. Det er ingenting i dokumentasjonen mottatt fra Foretaket som indikerer at Foretaket i løpet av den undersøkte perioden på to år har vurdert sin forretningsmodell i lys av kundenes kostnader og negative resultatutvikling. Tvert imot ser Foretaket ut til å ha vært svært lite bevisst kundenes tradingresultater, hvilket indikeres både av kundesamtalene Finanstilsynet har hørt på, av manglende tematikk i instruksamlingen, av begrenset omtale i compliancerapporter og styreprotokoller og av det faktum at Foretaket selv ikke har vært i stand til å fremskaffe Finanstilsynets etterspurte beregninger for utvalgte kunder, basert på beholdningsoversikter og kontobevegelser.

### Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket for mange kunder gjennomgående har satt sine egne interesser foran kundens interesser, ved å gi investeringsråd som har ledet kundene til overdreven verdipapirhandel. Foretaket har dermed ikke overholdt sin plikt til å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Samtidig har Foretaket unnlatt å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen, er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4) og vpf. § 10-16. Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon at disse forholdene innebærer alvorlige og systematiske brudd på de nevnte bestemmelsene i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter.

## 2.5. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket gir i Tilsvaret uttrykk for sterke innvendinger mot Finanstilsynets beregninger og foreløpige vurderinger i Varselet knyttet til kunders CFD-/aksjehandel. Tilsvaret inneholder et meget stort antall kommentarer og anførsler knyttet til vesentlige og mindre vesentlige temaer i Varselet.

Foretaket skriver blant annet at de aller fleste av Finanstilsynets beregninger i Varselet er feil. Foretaket har søkt å underbygge dette gjennom kommentarer omkring en rekke ulike forhold flere steder i Tilsvaret. Foretaket anfører i denne forbindelse flere steder at Finanstilsynets beregninger feilaktig indikerer at tapene til kundene i Utvalget skyldes hyppig handel og høye transaksjonskostnader, og at det tvert imot er store tap på noen få enkeltposisjoner som er årsaken, i tillegg til at flere av kundene har drevet utstrakt egenhandel. Foretaket karakteriserer Finanstilsynets foreløpige konklusjon knyttet til kundenes transaksjonshyppighet og -kostnader som *"fullstendig forvrengt og feilaktig"*, og avviser Finanstilsynets *"break even"*-vurderinger av transaksjonskostnader opp mot kundens egenkapital som *"komplett meningsløst"* og *"irrelevant"*. Foretaket bemerker i denne forbindelse at *"A priori er det etter vår oppfatning intet i transaksjonskostnadene som sådan som kan forklare at kundene til syvende og sist taper penger"*, og at *"Dette såkalte "måltallet" [Finanstilsynets beskrevne "break even"-nivå] hensyntar overhode ikke den individuelle sannsynligheten for gevinst eller tap i den enkelte handel, og det faktum at det skal svært lite til å sikre individuelle gevinster"*. Foretaket anfører også at kostnader må vurderes opp mot gearet/eksponert beløp, og bemerker at *"Det er jo det gearede beløpet man får prosentuell avkastning på"*.

Foretaket skriver også at de CFDene det har konsentrert sin investeringsrådgivning om, ikke er spesielt risikofylte, siden dette dreier seg om CFDer på aksjer i større børsnoterte selskaper og på markedsindekser,

og bemerker i denne sammenheng at *"det er fullstendig misvisende å fremstille handlene i aksjer som Statoil og Hydro (ikledd CFD-drakt) som høyt gearede og implisitt risikofylte"*.

Når det gjelder Finanstilsynets oppfatning av at meglerne står fritt til å vurdere hvilke av analyseavdelingens investeringsanbefalinger de gir til sine kunder, skriver Foretaket at det ikke har gitt uttrykk for dette under det stedlige tilsynet, og at dette uansett ikke er korrekt. Foretaket kritiserer Finanstilsynets fremstilling av meglernes råd i de utvalgte periodene sett opp mot Foretakets offisielle anbefalinger, og skriver at *"Dette er så langt unna realitetene at det fremstår som en bevisst feilaktig fremstilling"*. Foretaket presenterer i Tilsvaret statistikk for hele kundemassen som viser høy korrelasjon mellom gjennomførte handler og offisielle anbefalinger, og konkluderer med at meglernes råd følgelig har vært hverken planløse, ustrukturerte eller kortsiktige.

Når det gjelder Finanstilsynets omtale av Foretakets tilsløring av risiko i form av selektive opplysninger om kundenes negative resultatutvikling, bemerker Foretaket at *"Dette er i så fall en tilsløring av de trading resultater som kundene oppnår. Det synes ikke dekkende å karakterisere dette for en tilsløring av risiko"*.

Til Finanstilsynets beskrivelse av Foretakets manglende evaluering av sin forretningsmodell anfører Foretaket at *"styret løpende [har] vært presentert parametre for avkastning og løpende gitt innspill om dette. Selv om dette ikke gjenfinnes skriftlig er det ikke ensbetydende med at det ikke har vært på agendaen [...] Det er ikke riktig at Nordic har sittet passive og sett på at kunder har hatt svake avkastningsresultater over tid uten å foreta seg noe. Dessverre er det imidlertid slik at man ikke har klart å komme opp med løsninger som sikrer stabilt gode tradingresultater for kundene over tid"*. Foretaket anfører i denne forbindelse også at virksomheten er omorganisert og vesentlig endret i etterkant av det stedlige tilsynet.

Foretaket slår flere steder i Tilsvaret fast at de aktuelle transaksjonene har vært egnet for samtlige av de 30 kundene i Utvalget (bortsett fra én) og viser til sin egen egnethetsvurdering i Tilsvaret for hver av disse kundene. Foretaket oppsummerer i denne forbindelse avslutningsvis i Tilsvaret sin vurdering av Finanstilsynets kritikk av Foretakets CFD-/aksjevirkosomhet: *"Finanstilsynet har basert sine konklusjoner [...] på generaliserte slutninger knyttet til hele Kundegruppen, og har ikke foretatt en vurdering av om de aktuelle transaksjonene er egnet for disse kundene. Dette skyldes at Finanstilsynet har anlagt en mal fra tidligere stedlige tilsyn i andre foretak hvor man har søkt å konstatere at det foreligger (i) "frisluppet meglerbord" som kan gi råd om hvilke aksjer/CFDer man vil; (ii) høy transaksjonshyppighet med tilsvarende høy kurtasje, som per definisjon ikke kan føre til gevinst for kunden (pga høye konstruerte break even nivåer) og (iii) passive kunder. Når det så viser seg at denne hypotesen baserer seg på feilaktig faktum, og fordreide uriktige eller feilslåtte vurderinger, faller hele det faktiske og rettslige grunnlaget for konklusjonene bort. Når Finanstilsynet ikke lenger kan generalisere overfor alle kundene, må man faktisk gå den lengre veien om å vurdere om de aktuelle transaksjonene faktisk er egnet for kundene, og dette må gjøres kunde for kunde. For de 30 kundene i Kundeutvalget har Nordic gjort denne jobben for Finanstilsynet og vurderingene er presentert under punkt [...] Konklusjonen viser at de aktuelle transaksjonene er egnet for de aktuelle kundene, bortsett fra i ett tilfelle"*.

## **2.6. Finanstilsynets endelige merknader**

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket alvorlig og systematisk har overtrådt verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningskikk ved at Foretaket over en lang periode har unnlatt å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte. Foretaket har vært en aktiv pådriver for kundenes hyppige og kortsiktige CFD-/aksjehandel, som har resultert i svært høye transaksjonskostnader og betydelige tap for kundene.

Finanstilsynet har vurdert samtlige av Foretakets kommentarer og anførsler i Tilsvaret knyttet til kunders CFD-/aksjehandel. Finanstilsynet kan ikke se at dette endrer på Finanstilsynets grunnlag for de foreløpige konklusjonene i Varselet.

Foretaket fremholder i Tilsvaret at de aller fleste av Finanstilsynets beregninger i Varselet er feil. Finanstilsynet har vurdert de mange kommentarene i Tilsvaret som er antatt ment å understøtte denne påstanden, men kan ikke se at Foretaket med disse kommentarene har påvist feil i Finanstilsynets beregninger. Finanstilsynet kan heller ikke se at Foretaket har dokumentert at tapene til kundene i Utvalget skyldes andre forhold enn hyppig handel og høye transaksjonskostnader, eller at kundene i Utvalget har drevet egenhandel i et slikt omfang at det rokker ved Finanstilsynets foreløpige konklusjon. Finanstilsynet stiller seg for øvrig uforstående til Foretakets fullstendige avvisning av Finanstilsynets vurdering av transaksjonskostnader opp mot kundens egenkapital. CFDer handles som kjent på margin, og det er mulighet for svært høy belåningsgrad (gearing). Finanstilsynet forventer at verdipapirforetak er bevisst egenskapene ved gearing av investeringer herunder risikoen/muligheten for høyere prosentvis tap/gevinst på egenkapitalen. Skal dette gi mening, må denne effekten beregnes ut fra kundens egenkapital. Foretaket argumenterer her som om det ikke vil forstå at økte akkumulerte kostnader har negativ innvirkning på kundens mulighet til positiv avkastning. Dette, sammen med uttalelser som at "*transaksjonskostnadene som sådan*" ikke kan forklare kundenes tap, og at "*det skal svært lite til å sikre individuelle gevinster*", indikerer at Foretaket ikke har forstått, eller ikke vil forholde seg til, kjernen i Finanstilsynets vurderinger.

Foretaket anfører at de CFDene det fokuserer på (børsnoterte aksjer og markedsindekser), ikke er spesielt risikofylte. Foretakets resonnementer omkring dette er svært vanskelig å følge. Foretaket ser flere steder i Tilsvaret (blant annet i sin gjennomgang av egnethetsvurderinger av kundene i Utvalget) ut til å sette likhetstegn mellom en investering i en enkeltaksje og en investering i en CFD på samme aksje (og omtaler dette som nevnt som "*aksjer ikledd CFD-drakt*"). Foretaket argumenterer her som om det hverken forstår risikoen ved enkeltaksjer eller risikoen og egenskapene ved CFDer. Det er ikke tvilsomt at enkeltaksjer har høy risiko. Rimeligvis vil gearet handel (gjennom eksempelvis CFD) på enkeltaksjer ha enda høyere risiko. Foretaket inntar for øvrig motsatt standpunkt omkring risikoen ved CFD-handel andre steder i Tilsvaret, i forbindelse med sin redegjørelse om opplysninger til kunder (se avsnitt 3).

Foretaket bestrider Finanstilsynets observasjon om at 72 % av meglernes råd i de utvalgte periodene enten var motsatt vei eller ikke dekket av Foretakets offisielle gjeldende anbefaling i morgenrapport eller selskapsanalyse, og omtaler dette som "*en bevisst feilaktig fremstilling*". Finanstilsynet har basert denne observasjonen på de rådene (og ikke faktisk gjennomførte handler) de 15 meglerne ga til de 60 kundene som Finanstilsynet har lyttet til samtaler med. Foretaket har søkt å tilbakevise dette inntrykket ved å vise til korrelasjon mellom faktisk gjennomførte handler for samtlige av Foretakets nesten 1 000 kunder og Foretakets offisielle anbefalinger. Svært mange av de samtalene Finanstilsynet har hørt på, indikerer sterkt at meglers råd ikke er basert på anbefaling fra analyseavdelingen. Det endrer uansett ikke på det faktum at Foretaket over lang tid har vært pådriver for kundenes kortsiktige og tapsbringende CFD-/aksjehandel.

Foretaket sier seg uenig i at tilsløring av tradingresultater kan kalles tilsløring av risiko. Finanstilsynet mener det bør være åpenbart at det å løpende fremheve enkeltgevinster og samtidig holde tilbake opplysninger om både enkelttap og akkumulerte tap i praksis nettopp innebærer å tilsløre risikoen ved den aktuelle tradingstrategien. Finanstilsynet merker seg for øvrig at Foretaket ikke har kommentert Finanstilsynets observasjoner av meglernes selektive opplysninger til kundene om tradingresultater.

Foretaket sier seg også uenig i Finanstilsynets kritikk av Foretakets manglende evaluering av sin forretningsmodell. Finanstilsynet kan ikke se at Foretaket har dokumentert forhold som skulle tilsi at Finanstilsynets foreløpige konklusjon på dette området bør endres. Foretakets ulike beskrevne tiltak for å endre virksomheten er for øvrig kommentert nærmere under avsnitt 8.

Foretaket slår flere steder i Tilsvaret fast at de aktuelle CFD-/aksjetransaksjonene som Finanstilsynet har kritisert, har vært egnet for samtlige av de 30 kundene i Utvalget (bortsett fra én). Foretaket baserer dette på sine egne egnethetsvurderinger av de 30 kundene, som er beskrevet over flere sider i Tilsvaret. Her har Foretaket foretatt grove feilvurderinger. Selv om Foretaket selv flere steder benytter begrepet "de aktuelle transaksjonene", synes Foretaket ikke å ha forstått betydningen av verdipapirforskriftens presisering av

kravet til egnethetsvurdering, om at verdipapirforetak ved ytelse av investeringsrådgivning skal vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen, er egnet for kunden. Foretaket ser i sine vurderinger ut til å ha lagt til grunn at siden det har vurdert en kategori av finansielle instrumenter (i dette tilfellet CFD) som egnet for 29 av de 30 kundene, så er per definisjon alle investeringsråd i dette instrumentet egnet for disse kundene. Finanstilsynet viser i denne sammenheng til Fortalen til MiFID-direktivet (Kommisjonsdirektiv 2006/73/EC) artikkel 57, hvor det fremkommer at "*a series of transactions that are each suitable when viewed in isolation may be unsuitable if the recommendation or the decisions to trade are made with a frequency that is not in the best interests of the client*". Det bør være åpenbart at mange av de aktuelle transaksjonene ikke har vært egnet for kundene i Utvalget. Dertil kommer at Foretaket heller ikke har dokumentert at CFD som produkt er egnet for de 29 kundene. Foretaket har som nevnt feilaktig lagt til grunn at kunnskap og erfaring med aksjer er det samme som kunnskap og erfaring med de CFDer Foretaket konsentrerer sin rådgivning om (CFDer på aksjer og indekser). Kun 5 av kundene har oppgitt å ha erfaring med CFD, mens ytterligere 21 kunder har oppgitt å ha erfaring med aksjer.

Det Foretaket beskriver som Finanstilsynets "*mal fra tidligere stedlige tilsyn*", ser ut til å være Foretakets forsøk på en oppsummering av Finanstilsynets beskrevne observasjoner i tidligere offentlige vedtak om tilbakekall knyttet til overdreven verdipapirhandel. Det er selvsagt ikke slik som Foretaket her med sin oppsiktsvekkende argumentasjon påstår: at Finanstilsynets funn presses inn i et predefinert sett med kriterier, enten de passer eller ei.

De fleste av kundene har, over de to årene Finanstilsynet har undersøkt, tapt til dels betydelige beløp på kortsiktig trading med Foretaket som pådriver. Hoveddelen av tapene skyldes kurtasje- og finansieringskostnader som Foretaket har mottatt i returprovisjon fra Saxo Bank. Finanstilsynet har ikke sett dokumentasjon på at Foretaket i denne perioden har vurdert sin forretningsmodell i lys av kundenes kostnader og negative resultatutvikling. Tvert imot har meglerne i mange tilfeller tilslørt kundenes negative resultater og fremhevet de positive. Etter Finanstilsynets vurdering er dette en grov tilsidesettelse av kundenes interesser. I denne vurderingen er det også lagt vekt på at mange av kundene ikke har hatt erfaring med CFD-handel (se avsnitt 4), og at den tilliten kundene gjennomgående har vist Foretaket, blant annet skyldes nettopp Foretakets løpende selektive presentasjon av kunders tradingresultater og at Foretaket har gitt uriktige opplysninger om oppnådde historiske resultater (se avsnitt 3).

Med bakgrunn i ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket for mange kunder gjennomgående har satt sine egne interesser foran kundens interesser, ved å gi investeringsråd som har ledet kundene til overdreven verdipapirhandel. Foretaket har dermed ikke overholdt sin plikt til å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Samtidig har Foretaket unnlatt å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen, er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4) og vpf. § 10-16. Dette har foregått i et så stort omfang og over en så lang periode at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på de ovennevnte bestemmelsene i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter.

### **3. God forretningskikk – markedsføring og opplysninger til kunder/potensielle kunder**

#### **3.1. Rettslig utgangspunkt**

Det følger av vphl. § 10-11 (2) at kravet til god forretningskikk blant annet innebærer at kunder og potensielle kunder skal gis relevante opplysninger i en forståelig form om blant annet (i) finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier, og (ii) omkostninger og gebyrer. Videre følger det av vphl. § 10-11 (3) at all informasjon gitt til kunder og potensielle kunder skal være korrekt, klar og ikke villedende. Bestemmelsene er ytterligere presisert i vpf. §§ 10-9 til 10-15.



### 3.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

#### Foretakets opplysninger om risiko og kostnader knyttet til CFD-handel

En stor del av Foretakets virksomhet er rettet mot CFD-handel. CFD-kontraktene handles på margin, og det er mulighet for svært høy belåningsgrad. Marginkravet på hovedsamarbeidspartner Saxo Banks handelsplattform ligger helt ned mot 1 %, tilsvarende en belåningsgrad (gearing) opp mot 100 ganger. Som følge av belåningselementet (som blant annet medfører at en investor kan tape mer enn investert beløp) og øvrige egenskaper ved CFD (herunder kostnadsstruktur og fluktuerende marginkrav) regnes dette som et komplekst og risikofyllt produkt.

Finanstilsynet bemerket i Varselet at European Securities and Markets Authority (ESMA), sammen med European Banking Authority (EBA), på denne bakgrunn har gått ut med en generell advarsel til investorer mot CFDer<sup>1</sup>. I advarselen påpekes det blant annet at *"These products appear to promise investors substantial returns at a low cost but may ultimately cost them far more than they may have intended or could afford to lose"*, at CFDer *"can be particularly difficult to understand"* og *"are not suitable for most retail investors"*, og at man kun bør handle med CFDer hvis man har *"extensive experience of trading in volatile markets"*.

Finanstilsynet nevnte også at ESMA nylig har publisert en advarsel om CFDer, binære opsjoner og andre spekulative produkter<sup>2</sup>. I advarselen påpekes det blant annet at *"These products are inherently risky, complex and speculative. Supervisors have also observed that they are often marketed and sold in an aggressive way and that some firms fail to comply with their regulatory obligations under MiFID, creating the conditions for retail investors to suffer significant detriment, e.g. in the form of unexpected losses"*, at *"These products carry a very high level of risk"*, og at *"Studies performed by some national supervisors show that in most cases, retail clients speculating in CFDs, binary options or other speculative products lose the money they have invested"*.

Finanstilsynet skrev i Varselet at det – basert på skriftlige opplysninger gitt på Foretakets hjemmeside og i Foretakets standard kundeavtale, samt muntlige opplysninger gitt i flere prospekterings-/introduksjonssamtaler med potensielle eller nyetablerte kunder – var kritisk til Foretakets tilsynelatende mangelfulle og svært lite balanserte opplysninger om risiko knyttet til CFD-handel. I tillegg til dette kommer Foretakets tidligere omtalte løpende fremheving av opplysninger om kunders realiserte gevinster og tilbakehold av opplysninger om tap.

#### Foretakets opplysninger om oppnådde resultater

Foretaket hadde på tidspunktet for det stedlige tilsynet 17 deltidsansatte kundekonsulenter. Deres oppgave er å ringe potensielle kunder, basert på blant annet aksjonærutskrifter fra større børsnoterte selskaper, for å avtale møte med en av Foretakets meglere. Finanstilsynet har hørt på lydopptak for fem av disse kundekonsulentene i perioden september 2015.

Finanstilsynet skrev i Varselet at alle disse fem kundekonsulentene i svært mange av samtalene gir unyanserte opplysninger om avkastning, risiko og oppnådde resultater. Finanstilsynet viste flere sitater fra disse samtalene, hvor det blant annet opplyses at *"Vi slo børsen med tre ganger i fjor"*, *"Det er gode penger å tjene når du slenger deg på når markedet er så lavt"*, *"Vi har hatt en avkastning på morgenrapporten vår på 30 % i 2013, så fulgte vi opp med 17 % i 2014"*, *"Du kan lære å tjene penger ved bruk av vår strategi"*, og *"Vi har en analysefilosofi her basert på momentum, og den er utprøvd i markedet i fem år, og har slått markedet"*. Finanstilsynet skrev i Varselet at det er kritisk til de svært unyanserte uttalelsene om avkastning

<sup>1</sup> "Investor warning" datert 28. februar 2013 (Dokument 2013/267) er tilgjengelig på ESMA's hjemmeside <http://www.esma.europa.eu/page/Warnings-and-publications-investors>

<sup>2</sup> "Warning about CFDs, binary options and other speculative products" datert 25. juli 2016 (Dokument 2016/1166) er tilgjengelig på ESMA's hjemmeside <http://www.esma.europa.eu/page/Warnings-and-publications-investors>

og risiko. Finanstilsynet stilte spørsmål ved de konkrete påstandene om oppnådd historisk avkastning, og ba Foretaket dokumentere disse.

### Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets markedsføring og opplysninger til kunder og potensielle kunder om risiko, kostnader og Foretakets oppnådde resultater representerer brudd på god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3) med tilhørende forskrifter.

### 3.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at Finanstilsynets vurderinger *"er beheftet med mangler og feil og [kan ikke] opprettholdes"*.

I tilknytning til Finanstilsynets fremhevelse av ESMA's offentlige advarsler om CFDer, anfører Foretaket at disse advarslene ikke er relevante for Foretakets virksomhet. Foretaket begrunner dette hovedsakelig med at de risikoene som omtales i advarslene, ikke er til stede i Foretakets virksomhet, og at advarslene uansett kun gjelder for de tilfeller hvor kunder handler CFDer på egen hånd uten å motta investeringsrådgivning fra et verdipapirforetak. Foretaket skriver i denne forbindelse at *"En generell advarsel fra ESMA har naturligvis ingen bevismessig verdi ift. om de konkrete CFDene som Nordic rådet sine kunder til å handle er egnet eller ikke, og henvisningen til ESMA's advarsler fremstår som et tendensiøst forsøk på en fortegnert fremstilling av de CFDer som Nordic gir råd ift. uten forankring i faktum"*.

Foretaket anfører at nye kunder får en grundig innføring i CFDers egenskaper og risiko i fysisk møte og/eller gjennom telefonsamtaler. Foretaket påpeker blant annet at *"dokumentpakken til Saxo Bank"* gjennomgås med kunden. Foretaket beskriver i Tilsvaret utdrag fra Foretakets egne kundedokumenter og fra Saxo Banks kundedokumenter. Foretaket anfører at denne dokumentasjonen samlet viser at kundene får fyllestgjørende informasjon om de vesentlige egenskaper og risikofaktorer ved CFD og marginhandel.

Når det gjelder Foretakets opplysninger om oppnådde resultater i telefonsamtaler med potensielle kunder, skriver Foretaket at *"Kundekonsulentene setter kun opp et møte mellom megler/rådgiver og kunde, de bedriver ikke rekruttering. Kundekonsulentene benytter salgsargumenter som sentrerte seg rundt tjenestetilbudet til Nordic, og fikk klare retningslinjer og opplæring. Ansvarlig megler er fysisk til stede i rommet når booking av kundemøter ble foretatt. Således kan ikke informasjonen enkelte kundekonsulenter gir til potensielle kunder tillegges vekt"*, og *"Allikevel kan [Foretaket] ikke utelukke at det kan forekomme at slike innsalgssamtaler kan være optimistisk anlagt for å få kunden inn på et møte"*.

### 3.4. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet stiller seg uforstående til Foretakets argumentasjon om at ESMA's offentlige advarsler om CFDer ikke er relevante for Foretakets virksomhet, og til Foretakets beskrivelse av Finanstilsynets omtale av dette som *"et tendensiøst forsøk på en fortegnert fremstilling [...] uten forankring i faktum"*. Finanstilsynet inntok sitatene fra ESMA i Varselet for å understreke at CFDer er komplekse og risikofylte produkter. Foretaket ser heller ikke i denne sammenheng ut til å ville forholde seg til dette. Foretaket har her bygget videre på de tidligere omtalte resonnementene om at de CFDene Foretaket fokuserer på, ikke er spesielt risikofylte.

Finanstilsynet tar Foretakets gjennomgang av de samlede skriftlige opplysninger om risiko (fra Foretaket, og fra Saxo Bank – som først ble forelagt for Finanstilsynet i forbindelse med Tilsvaret) til etterretning. Når det gjelder Foretakets muntlige opplysninger, gjenstår det tidligere omtalte faktum at Foretakets meglere løpende har fremhevet opplysninger om kunders realiserte gevinster og tilbakeholdt opplysninger om realiserte tap. Foretaket har som nevnt ikke imøtegått dette.

I sin gjennomgang i Tilsvaret av de skriftlige opplysninger om risiko gitt til kundene, trekker Foretaket blant annet frem følgende: *"Under overskriften "RISIKOADVASEL" opplyses kunden blant annet om at "i henhold*

til risikokala gjengitt under er handel i aksjer og marginbaserte instrumenter (som CFD og valuta) kategorisert som høy risiko [...] Ved gearede/belånte investeringer vil enhver bevegelse i markedet føre til en proporsjonalt større bevegelse i verdien til posisjonen. Dette er med på å øke risikoen i forhold til vanlig aksjehandel", "Under overskriften "Risikovillighet - høyeste aksepterte risiko" må kunden krysse av for enten (i) lav, (ii) middels, (iii) høy, (iv) høyere, eller (v) høyest, hvor det spesifiseres at høyeste omfatter lånefinansiert handel, CFD, gearing [...] Samtlige kunder har krysset av for høyeste risikovillighet", og "The Client acknowledges, recognises and understands that trading and investments in leveraged as well as non-leveraged Contracts is: (i) highly speculative, (ii) may involve an extreme degree of risk; and (iii) is appropriate only for persons who, if they trade on margin, can assume risk of loss in excess of their margin deposits". Disse opplysningene står som nevnt i skarp kontrast til Foretakets argumentasjon andre steder i Tilsvaret om at de CFDene det konsentrerer sin rådgivning om, ikke er spesielt risikofylte.

Finanstilsynet registrerer at Foretaket, gjennom sine anførsler om at informasjon gitt av Foretakets kundekonsulenter ikke kan tillegges vekt, og at slike innsalgssamtaler kan være "optimistisk anlagt for å få kunden inn på et møte", forsøker å bagatellisere sin uriktige markedsføring. Finanstilsynet merker seg for øvrig at Foretaket ikke har oversendt opplysninger som kan dokumentere kundekonsulentenes ulike påstander overfor potensielle kunder om oppnådde historiske resultater.

Med bakgrunn i ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretakets markedsføring og opplysninger til kunder og potensielle kunder om risiko og om Foretakets oppnådde resultater representerer brudd på god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3) med tilhørende forskrifter. Finanstilsynet ser svært alvorlig på Foretakets uriktige markedsføring og de lite balanserte løpende muntlige opplysninger om risiko. Det ser ut til at Foretaket kan ha fått flere kunder delvis basert på uriktig markedsføring. Det ser også ut til at flere kunder kan ha blitt værende hos Foretaket på grunn av Foretakets løpende tilsløring av risiko, gjennom tilbakehold av opplysninger om negative enkeltresultater og negative aggregerte resultater og fremheving av positive enkeltresultater.

## **4. God forretningsskikk – vurdering av kunders kunnskap om og erfaring med CFD**

### **4.1. Rettslig utgangspunkt**

Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at verdipapirforetak ved ytelse av investeringsrådgivning skal gjennomføre en egnethetstest av den aktuelle kunden, som skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende, jf. vphl. § 10-11 (4).

Ved en slik egnethetstest må foretaket foreta en omfattende vurdering, som skal sette det i stand til å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen, oppfyller visse kriterier. Ett av disse kriteriene er at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen, jf. vpf. § 10-16 (1) bokstav (c). I forbindelse med denne delen av egnethetstesten skal foretaket blant annet innhente opplysninger om (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).

### **4.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet**

CFD regnes som et komplekst og risikofylt produkt. Derfor må det ved formidling av CFDer stilles strenge krav til Foretakets vurdering av kundens erfaring og kunnskap opp mot de relevante risikofaktorer.

Finanstilsynet har gjennomgått "Kundeavtale og skjema for egnethetstest" for 30 av Foretakets CFD-kunder (ikke de samme kundene som utgjorde Utvalget). Finanstilsynet stilte i Varselet spørsmål ved Foretakets vurdering av kundenes kunnskap og erfaring knyttet til CFD-trading. En svært høy andel av de undersøkte kundene (73 %) har ved utfylling av kundeavtalen opplyst å ikke ha kunnskap om og erfaring med CFD. Et

stort antall kundesamtaler bidrar til å bekrefte dette. Til tross for dette har ikke Finanstilsynet sett eksempler på at Foretaket eller Foretakets meglere har revurdert den opprinnelige egnethetsvurderingen av den enkelte kunde, eller at Foretaket har gitt tilstrekkelige opplysninger og opplæring til eventuelt å kunne kompensere for kundenes i utgangspunktet lave kunnskap og erfaring.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets gjennomføring av egnethetstest for mange kunder har vært svært mangelfull og dermed i strid med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (4).

#### **4.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret**

Foretaket skriver i Tilsvaret at Finanstilsynets vurderinger "*er beheftet med mangler og feil og [kan ikke] opprettholdes*".

I Foretakets tidligere omtalte beskrivelse i Tilsvaret av sine egne egnethetsvurderinger av de 30 kundene i Utvalget, har Foretaket etter det opplyste "*ekstrahert de momenter som tilsier at kunden er egnet*". Foretaket anfører at denne gjennomgangen av egnethetsvurderinger "*viser hvorfor [29 av disse 30 kundene] er egnet for den aktuelle handel i tråd med kravene i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften*".

#### **4.4. Finanstilsynets endelige merknader**

Foretaket har i Tilsvaret ikke svart direkte på Finanstilsynets kritikk av Foretakets vurderinger av kunders erfaring med og kunnskap om CFD. Som nevnt tidligere ser imidlertid Foretaket flere steder i Tilsvaret ut til å sette likhetstegn mellom en investering i en enkeltaksje og en investering i en CFD på en enkeltaksje eller på en aksjeindeks, og har følgelig lagt til grunn at kunnskap og erfaring med aksjer er det samme som kunnskap og erfaring med de CFDer Foretaket konsentrerer sin rådgivning om. Blant de mange, relevante og mindre relevante, vurderingskriteriene Foretaket har trukket frem for den enkelte kunde i den ovennevnte gjennomgangen i Tilsvaret, relaterer de fleste seg til andre forhold enn kundens erfaring og kunnskap, som Finanstilsynet kritiserte. Med hensyn til erfaring og kunnskap er det i Foretakets gjennomgang som nevnt opplyst at kun 5 av kundene har oppgitt å ha erfaring med CFD mens ytterligere 21 kunder har oppgitt å ha erfaring med aksjer.

Foretaket har i sine egnethetsvurderinger som nevnt foretatt grove feilvurderinger, ved å legge til grunn (i) at kunnskap og erfaring med aksjer er det samme som kunnskap og erfaring med CFDer på aksjer og indekser, og (ii) at dersom produktet CFD er vurdert som egnet for en kunde, så er per definisjon alle investeringsråd i CFD egnet for kunden.

Med bakgrunn i ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretakets gjennomføring av egnethetstest for mange kunder har vært svært mangelfull og dermed i strid med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (4). Finanstilsynet ser svært alvorlig på den grunnleggende svikten i Foretakets egnethetstesting som her er avdekket, på et område som over lang tid har utgjort hoveddelen av Foretakets virksomhet.

### **5. God forretningsskikk/håndtering av interessekonflikter – salg av aksjer i konsernselskaper**

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

Etter verdipapirhandellovens overordnede prinsipp for god forretningsskikk skal verdipapirforetak påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). De øvrige bestemmelsene i vphl. § 10-11, samt utfyllende bestemmelser i verdipapirforskriften, gir anvisning på enkelte konkrete utslag av dette overordnede prinsippet.

Det følger av vphl. § 10-11 (2) at kravet til god forretningsskikk blant annet innebærer at kunder og potensielle kunder skal gis relevante opplysninger i en forståelig form om blant annet finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier. Videre følger det av vphl. § 10-11 (3) at all informasjon gitt til kunder og potensielle kunder skal være korrekt, klar og ikke villedende. Ved ytelse av investeringsrådgivning skal foretaket vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4) og vpf. § 10-16. Det følger av vpf. § 10-8 (1) at verdipapirforetak, i forbindelse med ytelse av investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, bare kan motta vederlag fra andre enn kunden dersom visse betingelser er oppfylt, herunder at kunden før ytelsen av tjenesten gis skriftlig informasjon om vederlagets art og verdi.

Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene, jf. vphl. § 10-10 (1), og å innrette sin virksomhet slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder begrenses til et minimum, jf. vphl. § 9-11 (1) nr. 2. Dersom tiltakene etter sistnevnte bestemmelse ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, skal foretaket opplyse kunden om mulige interessekonflikter, jf. vphl. § 10-10 (2). Etter utfyllende bestemmelser i verdipapirforskriften stilles det blant annet krav om at verdipapirforetak som et minimum skal vurdere om foretaket, tilknyttet person (herunder styremedlemmer og arbeidstagere i foretaket) eller person som er tilknyttet foretaket gjennom direkte eller indirekte eierskap, vil kunne oppnå økonomisk gevinst eller unngå økonomisk tap på bekostning av kunden, eller har en annen interesse enn kunden når det gjelder resultatet av ytelsen av investeringstjenesten eller gjennomføring av transaksjonen, jf. vpf. § 9-23 bokstav (a) og (b).

## 5.2. Om Nordic-konsernet

Foretaket er et heleid datterselskap av TNG. Hovedaksjonærer i TNG er ETG Resources AS (ETGR) og ETG Investments AS (ETGI), med en samlet eierandel på 30 % (per medio 2016). Både ETGR og ETGI eies av Foretakets to gründere, heretter omtalt som Gründerne.

Historisk har både Foretaket og NIM hatt en rekke aksjonærer som følge av emisjoner og salg (fra TNG til eksterne investorer) av aksjer utstedt av Foretaket og NIM. Gjennom en rekke aksjeemisjoner i TNG i 2015 ble samtlige av disse aksjene i Foretaket og NIM konvertert til aksjer i TNG.

Parallelt med og i etterkant av disse emisjonene har TNG og ETGR gjennom 2015 og første halvår 2016 løpende solgt TNG-aksjer til kunder av Foretaket og andre eksterne personer. I de 18 månedene fra januar 2015 til juni 2016 ble det gjennomført slike transaksjoner for til sammen MNOK 152. Per juni 2016 hadde TNG 202 aksjonærer, hvorav 168 også var kunder av Foretaket. Sistnevnte kunder har til sammen betalt anslagsvis MNOK 202 for en samlet eierandel på 40 % av TNG.

TNG har i perioden vært svært aktiv i omsetningen av egne aksjer. ETGR har i mange tilfeller solgt aksjer til TNG, som igjen har videresolgt aksjer til eksterne kjøpere, og ETGR har også i mange tilfeller solgt aksjer direkte til eksterne kjøpere. ETGR og ETGI har i perioden kjøpt ca. 7,5 millioner TNG-aksjer for til sammen ca. MNOK 85 (gjennomsnittlig kjøpskurs på NOK 11,2) og solgt ca. 8,5 millioner TNG-aksjer for til sammen ca. MNOK 142 (gjennomsnittlig salgskurs på NOK 16,6). I tillegg har ETGR i perioden tegnet ca. 9 millioner TNG-aksjer i emisjoner til en gjennomsnittlig tegningskurs på NOK 11,6. Samtlige av sistnevnte aksjer er betalt med tingsinnskudd (i form av aksjer i Foretaket og NIM, samt en fisjonsfordring).

Gründerne har helt siden etableringen hatt sentrale roller i Foretaket, morselskapet TNG og de andre selskapene i Nordic-konsernet. Blant annet var de styremedlemmer i Foretaket frem til juni 2016. I perioden august 2014 til september 2015 besto styret i Foretaket av kun tre personer, og Gründerne utgjorde dermed styrets flertall. I tillegg har Gründerne i perioder hatt roller i Foretakets daglige og faktiske ledelse. Foretaket har videre opplyst om at en av Gründerne som aktivt styremedlem har deltatt i enkelte

ledermøter i Foretaket hvor strategi har vært hovedtema. I morselskapet TNG har de to Gründerne siden august 2013 vært henholdsvis styreleder og styremedlem (sistnevnte fratrådte styret i juli 2016).

### **5.3. Foretakets og NIMs roller som tipsagent**

TNG inngikk i 2013 avtaler med Foretaket og NIM om disses roller som tipsagenter i tilknytning til salg av aksjer i konsernselskaper. Avtalen ble sagt opp av Foretaket i april 2016. Foretaket/NIM har i henhold til avtalene mottatt en godtgjørelse på 15 % av transaksjonsbeløpet i omfattede transaksjoner. Foretaket har opplyst om at dette honoraret har vært fordelt med 10 % til den aktuelle medarbeider og 5 % til Foretaket. Foretaket og NIM forklarte under de respektive stedlige tilsynene at de i egenskap av tipsagenter kun har opplyst om navn på potensielle investorer, og at det er Gründerne som har forestått all omsetning av aksjer i konsernselskaper. Det ble også forklart at Foretaket og NIM ikke har utført noen investeringstjenester i denne forbindelse. I Foretakets rutine for tipsagentrollen er det åpnet for at også tipsagent kan avtale møte med potensiell investor. Rutinen fastslår at det er kontaktperson hos TNG som skal presentere investeringsmuligheten i presentasjonsmøtet, men inneholder ikke noe forbud mot at tipsagent deltar i møtet.

Finanstilsynet har gjennomgått oversikter over all omsetning av aksjer i konsernselskaper i 2014, 2015 og første kvartal 2016 hvor Foretaket eller NIM er oppført som tipsagenter. Dette gjelder transaksjoner til et samlet transaksjonsbeløp på til sammen MNOK 157. Selger av aksjer har i nær samtlige transaksjoner vært TNG eller ETGR. For sine roller som tipsagenter i disse transaksjonene har Foretaket og NIM mottatt til sammen MNOK 17,8 i tipshonorar.

### **5.4. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet**

#### **Foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer**

Foretaket har som nevnt forklart at dets rolle som tipsagent har vært begrenset til kun å opplyse om navn på mulige investorer. Foretakets interne rutine åpner i tillegg for at tipsagent kan avtale møte med potensiell investor. Det var imidlertid Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets rolle har vært langt mer omfattende, og at Foretaket har vært en avgjørende bidragsyter i – og ytet investeringstjenester i tilknytning til – Nordic-konsernets omfattende og langvarige arbeid med å hente inn eksternt egenkapital og muliggjøre Gründerens betydelige aksjesalg. Finanstilsynet viste i Varselet blant annet til en rekke opptak av meglersamtaler som ga klare eksempler på at Foretakets rolle har vært mer omfattende enn kun å tipse om navn på mulige investorer, herunder at Foretakets meglere har avtalt kundemøter i Foretakets lokaler for presentasjon av TNG som en investeringsmulighet, at de har deltatt i slike møter, at meglerne har snakket svært positivt til kunder om en investering i TNG, at meglerne har formidlet kjøpsordre i TNG-aksjer, og at Foretaket har vært involvert i oppgjør av TNG-transaksjoner. Det forelå dessuten skriftlig dokumentasjon som underbygget at Foretaket har formidlet kjøpsordre og forestått oppgjørstjenester. Finanstilsynet påpekte videre at Nordic-konsernet, herunder Foretaket, i sin kommunikasjon til kunder og andre gjennomgående har søkt å fremstå som én enhet og tjenesteleverandør under merkenavnet "Nordic". Finanstilsynet la derfor til grunn at kundene i mange tilfeller identifisert "Nordic" med Foretaket og sin faste megler, og oppfattet at "Nordics" arbeid med salg av konsernaksjer har skjedd i regi av Foretaket.

Det var videre Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket i mange tilfeller også har gitt sine kunder investeringsråd om kjøp av TNG-aksjer. I flere tilfeller er det Foretakets meglere som selv har ytet slik investeringsrådgivning. Det var det imidlertid Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket etter omstendighetene i tillegg må stå ansvarlig for Gründerens investeringsråd gitt i de nevnte presentasjonsmøtene med kunder.

## Verdsettelse av TNG

Emisjoner og salg av aksjer i TNG til kunder av Foretaket og andre eksterne personer startet i januar 2015. Det ble i 2015 og første halvår 2016 utstedt og solgt flest aksjer til kurs NOK 20, men det er i perioden også omsatt betydelige volumer på andre kurser (fra NOK 7 til NOK 23). Basert på en aksjekurs på NOK 20 var TNG i første halvår 2016 verdsatt til rundt MNOK 500.

Verdsettelsen av TNG er ikke underbygget i presentasjonene benyttet i møter med potensielle investorer, og Finanstilsynet har ikke sett noen annen dokumentasjon som understøtter en verdsettelse av TNG på rundt MNOK 500.

Gitt Nordic-konsernets konsoliderte regnskapsmessige resultat og balanse, Foretakets historiske omsetnings- og resultatutvikling og fravær av et fungerende marked for TNG-aksjen og dermed også en uheldet veiledende markedskurs, var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at en prising av TNG på rundt MNOK 500 ikke med rimelighet kan forsvares, og at en slik verdsettelse representerer en grov overvurdering av TNGs verdi.

## Investorinformasjon

Finanstilsynet har gjennomgått ulike versjoner av investorpresentasjonen benyttet i forbindelse med salg av TNG-aksjer, samt etterfølgende aksjonærinformasjon. Finanstilsynet har i tillegg gjennomgått lydopptak av meglersamtaler, og har dessuten gjennomført telefonintervjuer med ni utvalgte kunder av Foretaket som også er aksjonærer i TNG. Basert på disse undersøkelsene var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at det ikke er gitt balanserte og fyllestgjørende opplysninger til potensielle investorer og aksjonærer i TNG. Blant annet er investorene ikke blitt informert om at Foretaket og Foretakets medarbeidere har mottatt godtgjørelse i forbindelse med omsetning av konsernaksjer. Denne godtgjørelsen utgjør som nevnt til sammen 15 % av transaksjonsbeløpet. Videre påpekte Finanstilsynet i Varselet en rekke andre mangler ved investorinformasjonen, blant annet at noe av den finansielle informasjonen var presentert på en villedende måte, og at det ikke forelå risikoinformasjon om usikker verddivurdering og fravær av et annenhåndsmarked. Finanstilsynet viste også til utdrag av meglersamtaler hvor megler kommenterte kundens investering i TNG eller presenterte TNG som en investeringsmulighet, uten noen kritiske vurderinger fra megler eller at det ble gitt opplysninger om risiko knyttet til en slik investering.

## Interessekonflikter

Foretakets ledelse og medarbeidere har hatt klare incentiver til å bistå i salget av konsernaksjer, og har slik Finanstilsynet ser det, hatt et klart interessefellesskap med Gründerne.

For det første har Gründerne siden etableringen i 2009 hatt betydelig innflytelse på Foretakets virksomhet. Deres investeringsselskaper er dominerende eiere i Foretakets morselskap TNG, og de har i lengre perioder sittet i sentrale posisjoner i styre og ledelse i både Foretaket og TNG. For det annet har som nevnt den enkelte medarbeider og Foretaket mottatt henholdsvis 10 % og 5 % av transaksjonsbeløpet i godtgjørelse for transaksjoner omfattet av tipsagentavtalen.

De åpenbare interessekonfliktene mellom, på den ene siden, Gründerne, TNG, Foretaket og Foretakets medarbeidere og, på den andre siden, Foretakets kunder, krever særskilt aktsomhet fra Foretaket. En høy og svært usikker verdsettelse av TNG-aksjen skjerper dette kravet. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket hverken har identifisert eller håndtert disse interessekonfliktene på en tilfredsstillende måte. For noen av investorene har Finanstilsynet mottatt en signert erklæring, hvor investoren blant annet erklærer å ha blitt informert om at Foretaket kontrolleres av TNG, og at det derfor foreligger en mulig interessekonflikt. Finanstilsynet bemerket i denne sammenheng at bruken av en slik erklæring etter forholdene fremsto som et klart utilstrekkelig tiltak.

## Foreløpig konklusjon

Med bakgrunn i ovenstående var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets befatning med salg av TNG-aksjer har utgjort et grovt misbruk av kundenes tillit, og at Foretaket i denne forbindelse har ignorert sin plikt til å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Det var i denne sammenheng Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket blant annet har unnlatt å gi relevante opplysninger, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko, og å sørge for at all informasjon er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3). Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering har Foretaket dessuten overfor mange kunder gitt investeringsråd om kjøp av TNG-aksjer uten å vurdere om disse investeringene er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4).

Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket ikke har identifisert eller håndtert den åpenbare interessekonflikten mellom Foretaket og dets hovedeiere og styremedlemmer på den ene siden og kundene på den andre siden, jf. vphl. §§ 10-10 (1) og 9-11 (1) nr. 2.

Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering hadde dette foregått i et så stort omfang og over en så lang periode at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på de ovennevnte bestemmelser i verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter.

## 5.5. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket anfører at Varselet inneholder feil om både faktiske og rettslige forhold når det gjelder ytelse av investeringsrådgivning, plikten til å gi korrekte og balanserte opplysninger og plikten til å identifisere og håndtere interessekonflikter.

### Foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer

Foretaket fremholder at det og dets ansatte i all hovedsak har opptrådt i henhold til tipsagentavtalen, altså ved at det kun har videreformidlet navn på potensielle investorer i TNG.

Foretaket er ikke enig i Finanstilsynets vurdering av meglersamtalene som Finanstilsynet har gjengitt utdrag fra, og knytter i Tilsvaret kommentarer til hver av disse. Videre er Foretaket ikke enig i at meglerne har gitt anbefalinger om kjøp av TNG-aksjer. Når det gjelder meglernes deltagelse i presentasjonsmøter, opplyser Foretaket om at Gründerne ved anledning har tillatt dette uten Foretakets kjennskap og samtykke, og at Foretaket synes deltagelsen har vært uheldig. Uansett er Gründernes rolle tydelig forklart i slike møter, og Foretakets ansatte har kun deltatt som observatører. Foretaket fremholder dessuten at møter i Bergen har foregått i morselskapets lokaler, som er adskilt fra Foretakets selv om de er på samme adresse.

Etter Foretakets vurdering er det ikke ytet investeringsrådgivning til investorer i TNG-aksjer. Foretaket anfører prinsipalt at det ikke har gitt anbefalinger om disse aksjene, og subsidiært at eventuelle anbefalinger ikke er presentert som egnet for kunden eller å være basert på kundens forhold. Foretaket bestrider i denne sammenheng at det finnes grunnlag for å identifisere Foretaket med Gründernes handlinger, og er dessuten uenig i Finanstilsynets konklusjon om at kunder har sett Nordic-konsernet og Gründerne under ett.

Foretaket er heller ikke enig i Finanstilsynets vurdering av at Foretaket har ivaretatt oppgjørsfunksjonen ved omsetning av TNG-aksjer. Foretaket medgir at opplysningene i aksjonæravtaler og tegningsblanketter gjør at kundene kanskje har hatt grunn til å oppfatte situasjonen slik, men mener at Foretaket ikke kan lastes for dette, da det skyldes at Foretakets regnskapsførerfirma feilaktig, og uten Foretakets vitende, har benyttet en "nedlagt" konto i Foretakets navn som oppgjørskonto.

### Investorinformasjon og verdsettelse av TNG

Når det gjelder plikten til å gi korrekte og balanserte opplysninger, er Foretakets overordnede vurdering at det, i lys av sin rolle som tipsagent, har gitt relevante opplysninger om TNG-aksjen, og at denne informasjonen har vært korrekt, klar og ikke villedende.



Foretaket avviser i denne sammenheng blant annet at det har gitt villedende opplysninger om grunnlaget for verdivurderingene av TNG-aksjen, og bestrider Finanstilsynets vurdering av at TNG-aksjen har vært grovt overpriset. Foretaket anfører en rekke argumenter av ulik karakter for at verdivurderingen er forsvarlig, blant annet basert på sammenlignende analyser, alternativkostnadsanalyser, betraktninger rundt potensialet for fremtidig lønnsomhet og eksempler på at de relevante nivåene også er blitt akseptert av profesjonelle investorer. Foretaket fremholder videre at det i sin rolle som tipsagent uansett ikke kan stå ansvarlig for eventuelle feil i verdivurderingen. Foretaket viser dessuten til et møte mellom TNG og Finanstilsynet i januar 2015, hvor TNG ga en presentasjon som blant annet inneholdt informasjon om verdivurderinger i konsernet. At Finanstilsynet i forbindelse med dette møtet ikke ga til kjenne noen oppfatning om at disse verdivurderingene var problematiske, utgjør etter Foretakets syn et brudd på den forvaltningsrettslige veiledningsplikten og ga Foretaket grunn til å innrette seg etter Finanstilsynets taushet.

Foretaket gir dessuten en oversikt over informasjon som er gitt til investorer (av Gründerne) forut for transaksjoner, blant annet informasjon om at man må ha et langsiktig perspektiv for å være investert i aksjen, og at likviditeten er svak. Videre fremholdes det at potensielle investorer i presentasjonsmøtene er opplyst om grunnlaget for verdivurderingene.

### Interessekonflikter

Foretaket er enig i at vederlaget det mottar i henhold til tipsagentavtalen, samt Foretakets tilknytning til selgerne av TNG-aksjer, utgjør en interessekonflikt. Foretaket mener imidlertid at det har gjennomført de nødvendige tiltak for å begrense denne interessekonflikten til et minimum. Blant annet er denne interessekonflikten bakgrunnen for at Foretaket overfor samtlige potensielle investorer har opplyst om sin tilknytning til Gründerne og om rollen som tipsagent. Videre mener Foretaket at dets håndtering av interessekonflikten må sees i lys av Foretakets rolle under tipsagentavtalen.

### Oppsummering og konklusjon

Foretakets oppfatning er at Finanstilsynets foreløpige konklusjoner ikke kan opprettholdes, og at Tilsvaret *"viser at det er påvist langt færre brudd enn Finanstilsynet gir uttrykk for, at disse er langt mindre alvorlig enn Finanstilsynet synes å legge til grunn, og at bruddene som står igjen ikke er av en slik systematisk karakter som Finanstilsynet hevder"*. Foretaket mener dessuten at Finanstilsynet ikke har gitt tilstrekkelig begrunnelse for at overtredelsene har vært alvorlige og systematiske. Foretaket påpeker videre at Foretaket selv har avdekket at enkelte ansatte har overtrådt Foretakets rutiner på dette området, og at dette er blitt sanksjonert.

## 5.6. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet har vurdert samtlige av Foretakets opplysninger og anførsler i Tilsvaret knyttet til omsetningen av konsernaksjer. Finanstilsynet kan ikke se at disse opplysningene og anførslene rokker ved grunnlaget for Finanstilsynets foreløpige konklusjoner i Varselet.

### Foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer

Mye av argumentasjonen i Tilsvaret tar utgangspunkt i at Foretaket i all hovedsak har opptrådt i henhold til sin svært begrensede rolle under tipsagentavtalen. Finanstilsynet kan imidlertid ikke se at opplysningene i Tilsvaret er egnet til å tilbakevise Finanstilsynets foreløpige vurdering av at Foretakets faktiske rolle har vært langt mer omfattende enn forutsatt i avtalen. Blant annet kan Finanstilsynet ikke se at Foretakets kommentarer til samtaleutdragene i Varselet i særlig grad er relevante sett opp mot den uttrykte hensikten med utdragene, nemlig å vise at Foretakets rolle har omfattet mye mer enn kun å tipse om navn. Finanstilsynet registrerer dessuten at Tilsvaret er svært inkonsekvent i beskrivelsen av hva Foretakets rolle egentlig har bestått i. Mens det ett sted anføres at Foretaket *"i all hovedsak ... kun videreformidlet navn på potensielle investorer til TNG"*, drøfter Foretaket et annet sted i Tilsvaret *"tjenestene som Nordic utførte for potensielle investorer i henhold til tipsavtalen"*, som så beskrives på følgende måte: *"Foretakets rolle var*

*begrenset til å koble investorenes kjøpsinteresse til Gründernes ønske om å selge aksjer. Nordic skulle etter dette ivareta den potensielle investorens interesse i å kobles til en selger på et ønsket nivå". Et tredje sted påpekes det at honoraret på 10-15% under tipsagentavtalen etter Foretakets vurdering er "et markedsmessig nivå for innhenting av egenkapitalfinansiering for unoterte foretak. Foretaket har påtatt seg flere oppdrag for sammenlignbare utstedere hvor honorarstørrelsen har vært tilsvarende". Et fjerde sted fremholdes det at Foretaket "har, i lys av sin rolle som tipsagent, gitt relevante opplysninger [til investorer] om TNG-aksjen, og at denne informasjonen var korrekt, klar og ikke villedende". I tillegg vises det flere steder i Tilsvaret til en skriftlig erklæring som argument for at investorene har fått relevante opplysninger om blant annet interessekonflikter og investeringsrådgivning. Denne erklæringen innledes imidlertid med å opplyse investoren om at Foretakets oppdrag består i "å innhente kjøpsinteresse-/ordrer i aksjer i TNG".*

Det fremgår av både aksjekjøpsavtaler og tegningsblanketter at innbetaling skal skje til "oppgjørskonto hos Nordic Securities AS". Foretaket fremholder at dette skyldes at Foretakets regnskapsførerfirma på eget initiativ "i enkelte tilfeller" har benyttet en "nedlagt" konto i Foretakets navn som oppgjørskonto, og at Foretaket ikke kan holdes ansvarlig for dette. Dette har imidlertid vært oppgjørsmåten i alle transaksjoner i TNG-aksjen som Finanstilsynet har sett dokumentasjon på, både emisjoner og annenhåndssalg, over en lengre periode. Kontoen som er benyttet ved TNG-emisjoner, har i løpet av perioden også vært benyttet i en rekke andre typer transaksjoner hvor Foretaket har forestått oppgjør. Som det fremgikk av Varselet, har Finanstilsynets undersøkelser i tillegg avdekket en rekke tilfeller av at Foretakets ansatte på ulike måter er involvert i oppgjør, herunder enkelte tilfeller av at megleren ringer kunde for å etterlyse manglende innbetaling for kjøp av TNG-aksjer (presumptivt til den oppgjørskontoen som ifølge Tilsvaret er blitt benyttet uten Foretakets vitende). Finanstilsynet finner det ikke tvilsomt at Foretaket etter forholdene må anses for å ha forestått oppgjør i transaksjoner i TNG-aksjen. Når det gjelder Foretakets regnskapsførerfirma, merker Finanstilsynet seg for øvrig at Gründerne (gjennom ETGR) er majoritetseiere, at en av Gründerne er enestyre, og at firmaets daglige leder samtidig har hatt rollen som CFO for Foretaket (gjennom konsernavtalen med konsernets administrasjonsselskap NEX).

Finanstilsynet har avdekket at Foretakets rolle i salget av TNG-aksjer har gått langt utover å "tipse om navn" og har omfattet ytelse av investeringstjenester til investorer i forbindelse med deres investering i TNG. Foretaket har dermed blant annet hatt plikt til å påse at disse investorenes interesse ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1), til å sørge for at investoren gis opplysninger som tilfredsstillende kravene i vphl. § 10-11 (2) og (3), og til å rette seg etter begrensningene i vpf. § 10-8 på å motta vederlag fra andre enn kunden. Dette gjelder uavhengig av om Foretaket i tillegg har ytet investeringsrådgivning.

Det skal generelt svært lite til før en personlig henvendelse til en kunde om et konkret finansielt instrument anses som en personlig anbefaling, og følgelig et investeringsråd. I foreliggende sak er det i mange tilfeller til overmål snakk om en eksisterende rådgivningskunde som inviteres av sin faste rådgiver til et møte om en ny investeringsmulighet. I en slik kontekst skal det etter Finanstilsynets syn svært mye til for at presentasjonen av denne investeringsmuligheten ikke skal regnes som en personlig anbefaling. At den faste rådgiveren tar kunden med til et annet møtelokale i samme bygning hvor detaljene rundt investeringsmuligheten presenteres av en annen person, endrer ikke på dette. At kunden i tillegg bes om å signere et standardformular som blant annet gir uttrykk for at det ikke er ytet investeringsrådgivning, er etter forholdene heller ikke tilstrekkelig, jf. ESMA's Dokument 10-293<sup>3</sup> 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*". Finanstilsynet er for øvrig ikke enig i Foretakets anførsel i Tilsvaret om at ESMA's uttalelse ikke er dekkende for foreliggende sak. Finanstilsynet finner derfor at Foretaket overfor mange kunder har gitt investeringsråd om kjøp av TNG-aksjer uten å vurdere om disse investeringene er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4).

<sup>3</sup> Dokumentet er tilgjengelig på ESMA's hjemmeside <http://www.esma.europa.eu/documents/overview/10>

Ved kundemøter som er avholdt i en kontekst tilsvarende den som er beskrevet i foregående avsnitt, finner Finanstilsynet det klart at Foretaket har vært forpliktet til å sørge for at god forretningsskikk overholdes med hensyn til møtet som helhet, herunder Gründernes opptreden. At Gründerne på det aktuelle tidspunktet var styremedlemmer i Foretaket og av mange kunder med rimelighet ble oppfattet som den faste meglerens "leder" eller tilsvarende, har ikke vært utslagsgivende for denne vurderingen, men bidrar til å gjøre spørsmålet enda mindre tvilsomt. Finanstilsynet har etter forholdene ikke funnet det nødvendig å ta stilling til hvorvidt Foretaket også kan holdes ansvarlig for Gründernes opptreden i andre sammenhenger i forbindelse med salget av konsernaksjer.

### **Verdsettelse av TNG**

Foretaket har som nevnt anført en rekke argumenter for at verdivurderingen av TNG-aksjen er forsvarlig. Finanstilsynet har vurdert disse argumentene, men opprettholder sin vurdering av at en verdsettelse av TNG på rundt MNOK 500 fremstår som urealistisk høy, og at verdivurderingene uansett er beheftet med svært stor usikkerhet, jf. det som er sagt nedenfor om mangelfull investorinformasjon. Finanstilsynet finner imidlertid grunn til å presisere at selv om en urealistisk verdsettelse av TNG-aksjen er en skjerpene omstendighet, har dette elementet ikke vært utslagsgivende for Finanstilsynets overordnede konklusjoner. Det vises i denne sammenheng til de generelle betraktningene nedenfor om verdipapirforetaks bidrag til salg til ikke-profesjonelle av unoterte finansielle instrumenter utstedt av foretaket selv eller dets tilknyttede selskaper.

Finanstilsynet stiller seg uforstående til Foretakets påstand om at TNG hadde grunn til å innrette seg etter Finanstilsynets taushet omkring verdivurderinger under det nevnte møtet i januar 2015. Som det klart fremgår av presentasjonen det vises til i Varselet, var hovedfokus for dette møtet Nordic-konsernets evne til å oppfylle gjeldende kapitalkrav. Det kom ikke frem i møtet at konsernet henvender seg bredt mot et ikke-profesjonelt investormarked ved salg av konsernaksjer, og Finanstilsynet hadde derfor ingen foranledning til å vurdere TNGs verdivurderinger i et investorbekyttelsesperspektiv.

### **Investorinformasjon**

Den prinsipale argumentasjonen i Tilsvaret synes å være at Foretaket på grunn av sin rolle som tipsagent har begrenset ansvar for informasjon gitt til investorene, og det anføres blant annet at eventuelle feil i den presenterte verdivurderingen ikke kan "*henføres til Foretaket som tipsagent*". (Det er riktignok noe uklart hvor begrenset Foretaket mener dette ansvaret er, da det samtidig anføres som "*Foretakets overordnede vurdering*" at det "*i lys av sin rolle som tipsagent, [har] gitt relevante opplysninger om TNG-aksjen*".) Finanstilsynet har imidlertid som nevnt konkludert med at Foretaket har utøvet en rolle hvor det har vært fullt ut underlagt kravene i blant annet vphl. § 10-11 (2) og (3), noe som innebærer at Foretaket har hatt selvstendige informasjonsplikter overfor de aktuelle investorene.

Subsidiært argumenterer Foretaket med at opplysningene som er gitt (hovedsakelig av Gründerne), tilfredsstillende de relevante kravene. Foretaket unnlater imidlertid å kommentere en rekke av de konkrete eksemplene fra Varselet på mangelfull eller villedende informasjon. Blant annet bestrides det ikke i Tilsvaret at investorene ikke er blitt informert om at Foretaket og dets ansatte har mottatt vederlag fra TNG i forbindelse med omsetning av konsernaksjer (til sammen 15 % av transaksjonsbeløpet for omfattede transaksjoner). Tilsvarende er Finanstilsynets eksempler på villedende presentasjon av finansiell informasjon ikke kommentert. I Varselet ble det videre trukket frem at verdsettelsen av TNG ikke er begrunnet i de fremlagte investorpresentasjonene, og at den betydelige risikoen knyttet til verdivurdering og fravær av et annenhåndsmarked heller ikke er omtalt. Det ble også påpekt at telefonintervjuene med kunder og aksjonærer understøtter at det ikke er blitt gitt informasjon om grunnlaget for verdivurdering og prising, utover at det eventuelt er slått fast at den aktuelle kjøpsprisen uttrykker gjeldende kurs/pris for TNG-aksjen. I Tilsvaret fremholdes det at potensielle investorer "*er i presentasjonsmøtene opplyst om grunnlaget for verdivurderingene, og det er gjort klart at aksjen er unotert og at realisasjonsverdien av investeringen vil være avhengig av tilgjengelig kjøpsinteresse i markedet*" og at "*samtlig investorer får*

*informasjon om at en må ha et langsiktig perspektiv for å være investert i aksjen og at likviditeten er svak". Det er imidlertid ikke fremlagt noen form for dokumentasjon på at slik informasjon er gitt, og Finanstilsynet finner det påfallende at ingen slik informasjon fremkommer i noen av versjonene av den ellers detaljerte investorpresentasjonen benyttet i slike møter. Den høye graden av usikkerhet rundt vurderingen av nåværende verdi, og risikoen med hensyn til fremtidige realisasjonsmuligheter, vil etter Finanstilsynets oppfatning være helt sentrale momenter ved enhver investeringsbeslutning i en unotert og illikvid aksje.*

### **Interessekonflikter**

Foretakets interessekonflikter besto både i at selgerne av de aktuelle aksjene var tilknyttede personer (gjennom eierskap og styremedlemskap), med sterk innflytelse på Foretakets virksomhet, og at Foretaket og den enkelte ansatte mottok en betydelig provisjon fra mange av salgene. Foretaket viser til at dets håndtering av interessekonfliktene må sees i lys av dets rolle under tipsagentavtalen, som innebar at Foretaket skulle *"ivareta den potensielle investorens interesse i å kobles til en selger på et ønsket nivå. Gitt at det var en begrenset krets av selgere av TNG-aksjer, kan ikke interessekonflikten ha virket særlig negativt for aksjonærene"*. Denne anførselen fremstår etter Finanstilsynets vurdering som svært lite relevant, da den synes å forutsette at det gjennomgående forelå en forutgående, veldefinert kjøpsinteresse i markedet, som Foretaket påtok seg å koble til potensielle selgere. Den faktiske situasjonen var imidlertid motsatt: Det forelå en betydelig salgsinteresse (fra Foretakets tilknyttede personer), og Foretaket var en aktiv bidragsyter, mot god betaling, til å skape en motsvarende kjøpsinteresse.

Foretaket fremholder videre at det har iverksatt adekvate tiltak for å håndtere de foreliggende interessekonfliktene. Finanstilsynet er ikke enig i dette. Foretaket har blant annet ikke analysert hvilke problematiske utslag disse interessekonfliktene kan ha til ulempe for kunden, og har dermed heller ikke vurdert hvordan disse eventuelt kan håndteres. Etter Finanstilsynets syn må det for eksempel ha vært helt påregnelig for Foretaket at omstendigheter som blant annet uheldige incentiver for ansatte som har utsikter til å motta 10 % provisjon ved gjennomført salg, og lojalitetskonflikter de ansatte potensielt kan oppleve når kundens transaksjonsmotpart er de ledende personene i Foretakets konsern, lett vil kunne resultere i den type adferd som er avdekket under tilsynet og beskrevet i det foregående.

Foretaket har som nevnt benyttet en standarderklæring hvor det blant annet fremgår at Foretaket kontrolleres av TNG, og at det derfor *"foreligger en mulig interessekonflikt"* mellom TNG og kunden, samt at Foretaket *"har påtatt seg tipsoppdrag"* for TNG. Denne erklæringen gir etter Finanstilsynets vurdering ikke en dekkende og detaljert beskrivelse av de foreliggende interessekonfliktene. Slik forholdene ligger an i denne saken, stiller Finanstilsynet seg dessuten tvilende til om bruken av en slik erklæring, uansett innhold, ville kunne være tilstrekkelig for å avhjelpe de omfattende interessekonfliktene.

### **Konklusjon**

Finanstilsynet har vurdert Foretakets omfattende anførsler i Tilsvaret, men har kommet til at de foreløpige konklusjonene fra Varselet må opprettholdes. Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretakets befatning med salg av TNG-aksjer utgjør et grovt misbruk av kundenes tillit. Det fremstår som at Foretaket har ivaretatt Gründernes og Nordic-konsernets interesser på bekostning av kundenes, og at Foretaket dermed har ignorert sin plikt til å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Finanstilsynet har videre kommet til at Foretaket har unnlatt å gi relevante opplysninger, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko, og å sørge for at all informasjon er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3). Finanstilsynet har dessuten kommet til at Foretaket i forbindelse med ytelse av investeringstjenester har mottatt vederlag fra andre enn kunden uten at kunden er gitt informasjon om vederlagets art og verdi, i strid med vpf. § 10-8 (1). Etter Finanstilsynets vurdering har Foretaket i tillegg overfor mange kunder gitt investeringsråd om kjøp av TNG-aksjer uten å vurdere om disse investeringene er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4).

Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i forbindelse med sin befatning med salg av TNG-aksjer ikke har identifisert eller håndtert de åpenbare interessekonfliktene mellom, på den ene siden, Foretaket og dets medarbeidere, hovedeiere og styremedlemmer og, på den andre siden, Foretakets kunder, jf. vphl. §§ 10-10 (1) og 9-11 (1) nr. 2.

De ovenstående bruddene på sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter er, etter Finanstilsynets vurdering, både alvorlige og systematiske. Ved å stille til rådighet sitt megler- og rådgiverkorps, sitt langvarige kundeforhold til en stor kundemasse, og sitt opparbeidede renommé som et større fullskala verdipapirforetak for privatmarkedet, har Foretaket over lengre tid vært en avgjørende bidragsyter i Nordic-konsernets omfattende og målrettede arbeid med å hente inn egenkapital og muliggjøre Gründernes betydelige aksjesalg til Foretakets kunder og andre eksterne personer. Foretaket har i denne sammenheng tilsidesatt kundenes interesser og ignorert fundamentale interessekonflikter som blant annet har gitt Foretakets ansatte åpenbare incentiver til uheldig adferd. Finanstilsynet finner dette sterkt kritikkverdige. At Foretaket selv har avdekket og sanksjonert enkeltstående overtredelser kan ikke tillegges vekt, da slike episoder ikke har resultert i iverksettelse av mer generelle tiltak for å håndtere de grunnleggende interessekonfliktene. Tipsagentavtalen ble sagt opp først i etterkant av det stedlige tilsynet, mer enn to år etter at den ble inngått (se avsnitt 7).

Finanstilsynet har i denne saken foretatt en konkret vurdering av Foretakets rolle i salget av TNG-aksjer, som gjengitt i det foregående. Finanstilsynet vil imidlertid på generelt grunnlag legge til at det gjennomgående vil være svært krevende for et verdipapirforetak å yte investeringstjenester, eller bidra på annen måte, i forbindelse med salg til ikke-profesjonelle av unoterte finansielle instrumenter utstedt av foretaket selv eller dets tilknyttede selskaper, uten å komme i konflikt med verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk og interessekonflikter. I denne sammenheng finner Finanstilsynet grunn til å presisere at også Foretakets tiltenkte begrensede rolle som "tipsagent" i salget av TNG-aksjer lett ville ha vært problematisk, særlig i den utstrekning det tipses om Foretakets kunder. Siden det er avdekket at Foretakets faktiske rolle har vært langt mer omfattende enn kun å "tipse om navn", har Finanstilsynet imidlertid ikke funnet det nødvendig å vurdere dette nærmere. Finanstilsynet finner også grunn til å påpeke at reglene om god forretningsskikk gjelder tilsvarende for styremedlemmer i verdipapirforetak og for morselskap for verdipapirforetak, jf. vphl. § 10-11 (11).

## **6. Compliancefunksjonen**

### **6.1. Rettslig utgangspunkt**

Det følger av vphl. § 9-11 (1) nr. 5 at verdipapirforetak skal ha gode kontroll- og sikkerhetsordninger. Foretaket plikter å ha en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon (compliancefunksjon) med nødvendig autoritet, ekspertise og ressurser. Compliancefunksjonen skal gjennom løpende kontroll, regelmessige vurderinger, iverksetting av eventuelle tiltak og løpende råd og veiledning sikre at foretaket oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter, jf. vphl. § 9-11 og vpf. § 9-8.

### **6.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet**

Finanstilsynet påpekte i Varselet at det foreløpig har konkludert med at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven, i tilknytning til kunders handel i CFD og børsnoterte aksjer og til Foretakets rolle ved Nordic-konsernets og Gründernes salg av konsernaksjer. De fleste kundene har tapt til dels betydelige beløp på sin CFD-/aksjetrading som følge av Foretakets investeringsrådgivning. Mange kunder har også investert betydelige beløp i TNG-aksjer. Finanstilsynet har i denne forbindelse avdekket alvorlige svakheter ved: (i) Foretakets markedsføring og opplysninger til kunder og potensielle kunder, (ii) Foretakets gjennomføring av egnethetsvurdering, og (iii) Foretakets uttalte strategi om å begrense rollen som tipsagent til kun å opplyse om navn på mulige investorer.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets compliancefunksjon ikke har sikret effektiv kontroll på disse områdene. Finanstilsynet beskrev i Varselet flere konkrete forhold som grunnlag for denne vurderingen.

Finanstilsynet pekte særskilt på at Foretakets compliancefunksjon i enkelte compliancerapporter sporadisk har omtalt enkeltstående brudd på god forretningsskikk som har gitt grunnlag for intern kritikk, men ser ikke ut til å ha utført mer overordnede strukturerte kontroller av kunders handelsmønster og transaksjonshyppighet. Finanstilsynet var også kritisk til at compliancefunksjonen primo 2015 avbrøt de tidligere gjennomførte beregninger av kundenes tradingresultater, tilsynelatende på grunn av problemer med beregningsmodellen – og at compliancefunksjonen, i den perioden disse beregningene faktisk ble foretatt, ikke har stilt kritiske spørsmål ved kundenes sterkt negative resultatutvikling. Endelig var Finanstilsynet svært kritisk til at compliancefunksjonen ikke ser ut til å ha vært bevisst Foretakets rolle i forbindelse med salg av konsernaksjer, og det omfanget dette har hatt, og at compliancefunksjonen dermed ikke ser ut til å ha foretatt noen kontroller av Foretakets håndtering av de åpenbare interessekonfliktene. Compliancefunksjonen ser heller ikke ut til å ha fungert som et reelt korrektiv til Foretakets manglende evne til å operere i tråd med god forretningsskikk på virksomhetskritiske områder som markedsføring og opplysninger til kundene, samt gjennomføring av egnethetsvurderinger.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket ikke har sørget for å ha en compliancefunksjon med nødvendig autoritet, ekspertise og ressurser til å sikre effektiv kontroll, jf. vpf. § 9-8.

### **6.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret**

Foretaket avviser i Tilsvaret all kritikk fra Finanstilsynet vedrørende compliancefunksjonens kontroll med Foretakets virksomhet innen CFD-/aksjehandel, og fremfører i denne forbindelse flere argumenter. Foretaket konkluderer med at "*Selv om det kan identifiseres enkeltstående tilfeller hvor handelsmønster og transaksjonshyppighet ikke har vært i tråd med anbefalinger og interne rutiner, kan det ikke hevdes at dette har vært et overordnet problem i Nordic*". Foretaket kommenterer ikke direkte Finanstilsynets kritikk av compliancefunksjonens manglende kontroll med Foretakets rolle i tilknytning til Nordic-konsernets og Gründernes salg av konsernaksjer.

### **6.4. Finanstilsynets endelige merknader**

Finanstilsynet kan ikke se at Foretakets anførsler og kommentarer vedrørende compliancefunksjonens kontroll med Foretakets virksomhet innen CFD-/aksjehandel har tilført noen nye momenter som er egnet til å rokke ved Finanstilsynets foreløpige konklusjoner.

Med bakgrunn i ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har sørget for å ha en compliancefunksjon med nødvendig autoritet, ekspertise og ressurser til å sikre effektiv kontroll, jf. vpf. § 9-8. Finanstilsynet finner det særlig kritikkverdige at compliancefunksjonen ikke har utført hensiktsmessige kontroller av Foretakets investeringsrådgivning, og kunders handelsmønster og tradingresultater, på CFD og børsnoterte aksjer, eller av Foretakets rolle som tipsagent. Et verdipapirforetaks compliancefunksjon må være rustet til å identifisere slike konsesjonskritiske forhold, og ha tilstrekkelig autoritet til å iverksette adekvate tiltak. Finanstilsynet er også kritisk til at compliancefunksjonen heller ikke har fungert som et reelt korrektiv til Foretakets manglende evne til å operere i tråd med god forretningsskikk på kritiske områder som markedsføring og opplysninger til kundene, samt gjennomføring av egnethetsvurderinger.

## **7. Styrets og ledelsens ansvar**

### **7.1. Rettslig utgangspunkt**

Det overordnede ansvaret for selskapets virksomhet tilligger styret allerede etter aksjeloven, jf. aksjeloven § 6-12. Det følger videre av vpf. § 9-12 at Foretakets styre og ledelse har ansvar for at Foretaket overholder

sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter. Dette er også presisert i forskrift om risikostyring og internkontroll. Styrets og ledelsens ansvar innebærer en løpende vurdering fra deres side av hvorvidt Foretaket til enhver tid oppfyller sine forpliktelser. Foretakets ledelse skal vurdere og regelmessig gjennomgå de ordninger og prosedyrer som er iverksatt for å oppfylle foretakets forpliktelser, samt iverksette tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler, jf. vpf. § 9-12 (1).

## **7.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet**

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets styre og ledelse ikke ser ut til å ha håndtert Foretakets virksomhet knyttet til kunders handel i CFD og børnoterte aksjer, og til rollen som tipsagent i forbindelse med Nordic-konsernets og Gründernes salg av konsernaksjer, på en tilfredsstillende måte.

### **Foretakets virksomhet knyttet til CFD og børnoterte aksjer**

Finanstilsynet skrev at Foretakets styre og ledelse har mottatt kvartalsvise compliancerapporter i 2013, 2014 og første kvartal 2015 som har vist stadig økende akkumulerte tradingtap for kunder, på til sammen ca. MNOK 100. Finanstilsynet bemerket at beregningene ikke har vært tilstrekkelig som styringsverktøy, og videre at Foretakets styre og ledelse ikke ser ut til hverken å ha forholdt seg til de enkle beregningene som faktisk ble rapportert, eller å ha etterspurt mer hensiktsmessig og utfyllende informasjon. Etter at compliancerapportene fra primo 2015 heller ikke inneholdt de enkle beregningene av aggregerte kundetap, tilsynelatende på grunn av problemer med beregningsmodellen, ser styret og ledelsen over en lang periode ut til – etter å ha behandlet kunders tradingresultater ved kun ett tilfelle, i desember 2014, uten at dette resulterte i noen konkrete tiltak – å ha inntatt en svært passiv holdning til dette og slått seg til ro med at compliancefunksjonen "jobber med saken". Finanstilsynet bemerket at fravær av tematikk i styreprotokoller i 2015 og Foretakets opplysninger under det stedlige tilsynet gir klare indikasjoner på at dette har vært tilfelle. Finanstilsynet så svært alvorlig på styrets og ledelsens tilsynelatende passive håndtering av denne åpenbare og vedvarende mangelen på styringsverktøy for å sikre ivaretagelse av god forretningsskikk på et sentralt virksomhetsområde.

Finanstilsynet presiserte at verdipapirforetak må ha et system for å kontrollere at de transaksjoner som omfattes av foretakets investeringsrådgivning er egnet for kunden, og viste til Finansdepartementets "Vedtak i klagesak vedrørende tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester – Agilis Group AS" av 1. november 2011, hvor departementet uttaler at "*krav til effektiv compliance-funksjon, 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 forretningsskikk. Dette inkluderer blant annet informasjon om den enkelte kundes handlemønster og kostnader, samt informasjon som gjør at foretaket i rimelig utstrekning kan vurdere hvordan investeringsrådgivningen påvirker kundens forventede avkastning*".

Finanstilsynet bemerket at Foretakets langvarige mangel på slikt måleverktøy blir spesielt kritisk når styret og ledelsen samtidig (basert på Foretakets styreprotokoller og regnskaper, og mottatte beskrivelser av bonusordning og diverse salgskampanjer) ser ut til å bevisst ha bygget en offensiv intern salgskultur: med høy grad av ledelsesfokus på kortsiktig inntjening og resultat, en godtgjørelsesordning for meglerne basert på inntjening snarere enn resultat – og med kvartalsvise bonusutbetalinger – samt diverse salgskampanjer med premiering (i form av reiser, gavekort, etc.) av beste selger eller kundeetablerer i en gitt periode eller for et gitt produkt.

### **Foretakets rolle som tipsagent**

Finanstilsynet påpekte at Foretakets inngåelse av tipsagentavtalen med morselskapet TNG ikke er omtalt i noen av de gjennomgåtte styreprotokollene. Finanstilsynet fant det oppsiktsvekkende at styret ikke fikk eller krevde fremlagt tipsagentavtalen med TNG for vurdering før signering, gitt de åpenbare interessekonfliktene. Foretakets rolle som tipsagent er heller ikke omtalt i noen styreprotokoller etter

inngåelse. Styret og ledelsen må, etter Finanstilsynets vurdering, ha vært klar over omfanget av salget av aksjer (både i Foretaket, i NIM og i TNG) til kunder og andre eksterne personer. Da tipsagentavtalen opprinnelig ble inngått i oktober 2013, var de to Gründerne henholdsvis daglig leder og styremedlem i Foretaket. Samtidig var de samme personene henholdsvis styreleder og styremedlem i avtalemotparten, dvs. morselskapet TNG.

Finanstilsynet bemerket at oppsigelsen av tipsagentavtalen i april 2016 kom mer enn to år etter at tipsagentavtalene ble inngått og mer enn fire måneder etter det stedlige tilsynet. Finanstilsynet stilte under det stedlige tilsynet en rekke spørsmål om Nordic-konsernets omsetning av konsernaksjer generelt og om Foretakets rolle som tipsagent spesielt, og ba i etterkant i flere runder om omfattende dokumentasjon knyttet til dette. Finanstilsynet skrev at det således er nærliggende å anta at Foretakets oppsigelse av tipsagentavtalen kom som en direkte følge av det stedlige tilsynet.

Finanstilsynet påpekte at Foretakets styre og ledelse ser ut til å ha hatt svært lav bevissthet omkring Foretakets konserninterne rolle som tipsagent. Finanstilsynet uttalte at det ser svært alvorlig på at styret og ledelsen ikke har sørget for grundig intern kontroll av Foretakets rolle som tipsagent, med de åpenbare interessekonfliktene denne rollen innebar, og at "tipsaktiviteten" ikke på noe tidspunkt ser ut til å være behandlet av styret. At Gründerne selv satt i styret i den aktuelle perioden, og som nevnt utgjorde styrets flertall fra august 2014 til september 2015, skjerper etter Finanstilsynets syn plikten til å håndtere de åpenbare interessekonfliktene. Finanstilsynet skrev at det ser ut til at Foretakets styre og ledelse over lang tid har ivarettat Gründernes og Nordic-konsernets interesser på bekostning av kundenes.

#### **Finanstilsynets foreløpige konklusjon**

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets styre og ledelse ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med sentrale områder av Foretakets virksomhet, jf. vpf. § 9-12.

#### **7.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret**

Foretaket avviser i Tilsvaret all kritikk fra Finanstilsynet vedrørende styrets og ledelsens manglende kontroll.

Når det gjelder Foretakets virksomhet knyttet til handel i CFD og børsnoterte aksjer, gjentar Foretaket deler av sin tidligere redegjørelse omkring dette i Tilsvaret, og bemerker at "*Nordic har en diametralt motsatt virkelighetsoppfatning av handelen i CFD'er enn Finanstilsynet. Vår redegjørelse for dette tidligere i disse kommentarene er bevis for dette*". Vedrørende Foretakets rolle som tipsagent i tilknytning til Nordic-konsernets og Gründernes salg av konsernaksjer, viser Foretaket også til sin tidligere redegjørelse omkring dette i Tilsvaret, og bemerker at det er "*av den oppfatning at man har vært tilstrekkelig varsom i sin rolleutførelse*". Videre fremholder Foretaket i sine avsluttende kommentarer i Tilsvaret at "*transaksjonene som [ETGR] har foretatt i 2016 er foregått uten verken daglig leder eller styret i [Foretakets] vitende*".

#### **7.4. Finanstilsynets endelige merknader**

Finanstilsynet kan ikke se at Foretakets anførsler og kommentarer vedrørende styrets og ledelsens manglende kontroll har tilført noen nye momenter som er egnet til å rokke ved Finanstilsynets foreløpige konklusjoner.

Med bakgrunn i ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretakets styre og ledelse ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med sentrale områder av Foretakets virksomhet, jf. vpf. § 9-12. Finanstilsynet finner det sterkt kritikkverdigg at styret og ledelsen ikke har sørget for hensiktsmessige kontroller av Foretakets investeringsrådgivning, og kunders handelsmønster og tradingresultater, på CFD og børsnoterte aksjer. Foretakets styre har inntatt en svært passiv rolle til Foretakets investeringsrådgivning, til tross for den særskilte foranledningen gjennom nevnte compliancerapport fra desember 2014 til å foreta en kritisk vurdering av dette. Finanstilsynet finner det også sterkt kritikkverdigg at styret og ledelsen overhodet ikke



synes å ha vurdert Foretakets rolle som tipsagent. Foretakets styre hadde også her en særskilt foranledning til å foreta en grundig vurdering, all den tid Gründerne selv satt i styret i den aktuelle perioden, og utgjorde styrets flertall fra august 2014 til september 2015. Videre fremstår anførselen om at daglig leder og styre har vært uvitende om ETGRs transaksjoner i TNG-aksjer i 2016, som oppsiktsvekkende, blant annet på bakgrunn av at ETGR eies 100 % av Gründerne, som begge satt i Foretakets styre frem til medio 2016, og at Foretaket har mottatt tipsagenthonorar for en rekke av ETGRs transaksjoner i 2016 (frem til oppsigelsen av tipsagentavtalen i april 2016).

Foretakets styre og ledelse har på disse områdene grovt forsømt sin plikt til å sørge for at Foretakets virksomhet drives i tråd med lov og forskrift. Dette blir spesielt kritisk når styret og ledelsen heller ikke har sørget for å ha en compliancefunksjon som har sikret effektiv intern kontroll.

## **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 tillatelser til å yte investeringstjenester er til stede, jf. vphl. § 9-4 (1) nr. 4. Finanstilsynet har i denne vurderingen lagt særlig vekt på at overtredelsene representerer en alvorlig svekkelse av den tillit markedsaktører generelt, og forbrukere spesielt, skal kunne ha til verdipapirforetak.

### **8.2. Nærmere begrunnelse**

Finanstilsynet har i avsnitt 2 konkludert med at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk ved å være pådriver for, herunder gi investeringsråd som har ledet kundene til, overdreven verdipapirhandel i CFD og børsnoterte aksjer. Videre har Finanstilsynet i avsnitt 5 konkludert med at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk og interessekonflikter gjennom sin rolle ved salg av aksjer i Foretakets morselskap TNG.

Finanstilsynet har dessuten i avsnitt 3 og 4 konkludert med at Foretakets markedsføring og opplysninger til kunder og potensielle kunder samt Foretakets gjennomføring av egnethetsvurdering også har vært i strid med god forretningsskikk. Endelig har Finanstilsynet i avsnitt 6 og 7 konkludert med at Foretaket ikke har sørget for å ha en compliancefunksjon med nødvendig autoritet, ekspertise og ressurser til å sikre effektiv kontroll, og at Foretakets styre og ledelse ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med sentrale områder av Foretakets virksomhet.

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretakets brudd på (i) verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk knyttet til kundenes handel i CFD og børsnoterte aksjer og (ii) verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk og interessekonflikter knyttet til Foretakets rolle ved salg av TNG-aksjer, hver for seg oppfyller vilkårene for å tilbakekalle Foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. vphl. § 9-4 (1) nr. 4. Finanstilsynet ser svært alvorlig på Foretakets manglende omsorg for kundenes interesser og finner at de grove bruddene på reglene om god forretningsskikk og interessekonflikter utgjør en grunnleggende svikt i Foretakets forståelse og løpende prosess for å sikre at virksomheten til enhver tid drives i henhold til verdipapirhandelloven.

Foretaket har vært en aktiv pådriver for kundenes kortsiktige og tapsbringende trading i CFD og børsnoterte aksjer. Det ser ut til at Foretaket utelukkende har vurdert sine egne interesser i å etablere og opprettholde kundenes overdrevne verdipapirhandel, og derved maksimere sine egne inntekter. Foretakets

meglere og kundekonsulenter ser ut til å løpende ha skaffet et tilfang av nye kunder. Mange av disse er blitt kunder tilsynelatende basert på Foretakets uriktige markedsføring. Mange av kundene ser også ut til å ha blitt værende hos Foretaket på grunn av Foretakets løpende tilsløring av risiko og aggregert negativ resultatutvikling og fremhevelse av positive enkeltresultater. Dertil kommer at Foretakets egnethetsvurdering har vært mangelfull med hensyn til å vurdere kundenes kunnskap om og erfaring med produktet CFD. En stor andel av de undersøkte kundene har opplyst til Foretaket å ikke ha erfaring med CFD. Det er også Finanstilsynets inntrykk at mange av kundene forstår svært lite av CFDers egenskaper og risiko. Finanstilsynet vurderer både Foretakets uriktige markedsføring og ubalanserte opplysninger, og Foretakets mangelfulle egnethetsvurdering, som skjerpene.

Foretaket har overfor Finanstilsynet tonet ned sin rolle som konsernintern tipsagent, og har ved flere anledninger fremholdt at rollen utelukkende har gått ut på å foreslå navn på mulige investorer. Dette er etter Finanstilsynets vurdering en grov tilsløring av faktum. Foretaket ser snarere ut til å ha vært en avgjørende og aktiv bidragsyter i Nordic-konsernets omfattende og langvarige arbeid med å hente inn ekstern egenkapital fra, og muliggjøre Gründernes betydelige aksjesalg til kunder og andre personer, ved å stille til rådighet sitt megler- og rådgiverkorps, sitt langvarige kundeforhold til en stor kundemasse, og sitt opparbeidede renommé som et større fullskala verdipapirforetak for privatmarkedet – en samlet posisjon Foretaket har bygget over tid basert på sine tillatelser til å yte investeringstjenester. Det ser også her ut til at Foretaket har satt sine egne interesser i å maksimere Gründernes og egne inntekter fra salg av konsernaksjer foran kundenes interesser. Det fremstår i denne sammenheng som at mange av kundene har kjøpt TNG-aksjer basert på ufullstendige og villedende opplysninger, og at Foretaket gjennomgående har unnlatt å foreta egnethetsvurderinger i forbindelse med sine investeringsråd om TNG.

Det vurderes som skjerpene at Foretaket ikke har sørget for en effektiv kontrollfunksjon på de ovennevnte områdene. Finanstilsynet finner det videre lite tillitsskapende at Foretakets øverste ledelse ikke synes å ha et tilstrekkelig bevisst forhold til dets ansvar for at Foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter. Finanstilsynet kan vanskelig se dette som noe annet enn uttrykk for manglende kjennskap til og/eller forståelse for det regelverk og konsesjonsregime som Foretakets virksomhet er underlagt.

### 8.3. Finanstilsynets forvaltningspraksis

Finanstilsynet har gjennom vedtak og offentlige merknader de senere årene gitt klar og tydelig tilbakemelding til aktørene i verdipapirmarkedet om Finanstilsynets forståelse og praksis knyttet til verdipapirforetaks pådriverrolle for kortsiktig og hyppig handel i finansielle instrumenter. Det vises til Finanstilsynets vedtak om tilbakekall av tillatelser og merknader etter stedlig tilsyn hos: Agilis Group AS (vedtak 2011), Terra Markets AS (vedtak 2012), Atlas Securities AS (vedtak 2013), Apollo Markets AS (merknader 2013), Moore Securities AS (merknader 2015), Trendtech AS (vedtak 2016) og Global Markets AS (vedtak 2016)<sup>4</sup>.

I nevnte vedtak og merknader har Finanstilsynet uttalt at en handelsstrategi som innebærer kortsiktig og hyppig handel mest sannsynlig ikke vil være lønnsom over tid når det tas hensyn til transaksjonsomkostninger, og at foretak som er aktiv pådriver for en slik strategi raskt vil opptre i strid med god forretningsskikk.

Når det gjelder salg av konsernaksjer, har Finanstilsynet ikke tidligere i forbindelse med stedlig tilsyn kommet over verdipapirforetak som har deltatt i salg av unoterte finansielle instrumenter i egen virksomhet eller tilknyttede selskapers virksomhet i den målestokk det her er snakk om. Det kan imidlertid vises til merknader etter stedlig tilsyn i OX Norge AS datert 4. april 2013, hvor et av temaene var en av

<sup>4</sup> Samtlige nevnte vedtak og merknader er tilgjengelig på Finanstilsynets nettsider: <http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapirromradet/Verdipapirforetak/Informasjon/Offentlige-brev/>

foretakets tilknyttede agents investeringsrådgivning omkring salg av egne aksjer til kunder. Finanstilsynet skrev i denne forbindelse blant annet at *"det [er] etter Finanstilsynets syn sterkt kritikkverdig at Foretakets compliancefunksjon ikke avdekket omfanget av kunder som hadde deltatt i emisjoner i ett av Foretakets tilknyttede agentselskap [...] Finanstilsynet ga i Rapporten uttrykk for at rådgivingen knyttet til investering i agentselskapet synes å ha vært innrettet for å tjene eksisterende aksjonærer i agentforetaket, og ikke kundenes, interesser [...] Foretaket har foretatt alvorlige og systematiske overtredelser av verdipapirhandelloven med forskrifter. Særlig alvorlig finner Finanstilsynet de brudd på god forretningsskikk som er utført av ett av Foretakets tilknyttede agenter hvor det er ytt investeringsrådgiving om investering i agentforetaket selv [...] Det er imidlertid ikke aktuelt med noen reaksjon overfor Foretaket fra Finanstilsynets side, da Foretaket som nevnt har tilbakelevert sine tillatelser til å drive investeringstjenester"*.

#### **8.4. 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. 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 hvorvidt Foretakets tillatelser skal tilbakekalles, har Finanstilsynet vurdert om tilbakekall av alle Foretakets tillatelser 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 markedsaktørernes tillit til verdipapirforetak generelt blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold, samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i denne vurderingen.

Finanstilsynet har som nevnt konkludert med at Foretaket over lang tid har overtrådt verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk og interessekonflikter, og at overtredelsene har vært både alvorlige og systematiske. Det er videre Finanstilsynets vurdering at overtredelsene har vært egnet til å svekke kunders og andre markedsaktørers tillit til verdipapirforetak generelt. Kunder som mottar tjenester fra et verdipapirforetak, har en berettiget forventning om at deres interesser vil bli ivaretatt på beste måte. Disse forventningene har Foretaket etter Finanstilsynets vurdering ikke innfridd. Foretakets kundemasse består nesten utelukkende av ikke-profesjonelle kunder, og Finanstilsynet legger til grunn at det overveiende flertall av disse må karakteriseres som forbrukere. Foretakets overtredelser er etter Finanstilsynets oppfatning av en karakter som er særlig egnet til å ramme kunder som er forbrukere.

Når det gjelder subjektive forhold, har Finanstilsynet som nevnt konkludert med at Foretakets styre og ledelse grovt har forsømt sin plikt til å sørge for at Foretakets virksomhet drives i tråd med lov og forskrift. Denne kritikken rammer ikke minst de to Gründerne, som har hatt en langvarig og betydelig formell og reell innflytelse på Foretakets virksomhet, herunder som styremedlemmer (frem til medio 2016) og som hovedaksjonærer.

Foretaket fremholder i Tilsvaret at det i "*vesentlige henseender [har] endret virksomheten*". Foretaket beskriver i Tilsvaret blant annet følgende tiltak:

- Foretaket har besluttet at det vil tilby investeringsrådgivning knyttet til CFD kun til profesjonelle kunder.
- Foretaket har sagt opp tipsagentavtalen med TNG, slik at Foretaket ikke lenger har noen rolle i salget av konsernaksjer.
- Foretaket har redusert antall meglere betydelig og sitter kun igjen med de mest erfarne meglerne. Samtidig vil kvalifikasjonskravet ved eventuell nyrekruttering til megleravdelingen økes, ved at det vil kreves dokumentasjon på erfaring fra bransjen samt forhold knyttet til overholdelse av god forretningsskikk.
- Foretaket arbeider aktivt med å forbedre og forenkle struktur og prosesser for både kunder og meglere, med hensyn til blant annet valg av handelsplattformer, rapporteringsløsninger og håndtering av produkter som tilbys kunder.
- Foretaket har utbedret sitt system for å måle kundeavkastning.
- Foretaket vil gå over til en EBITDA-basert bonusmodell.
- Foretaket har lenge arbeidet aktivt med å diversifisere sitt produkttilbud for å spre risikoen for kundene.

Felles for de fleste av de ovennevnte tiltakene er at de er gjennomført etter det stedlige tilsynet. Dette gjelder blant annet tiltakene beskrevet i de to første kulepunktene, som ble gjennomført i henholdsvis mars og april 2016, altså på et tidspunkt det må ha vært åpenbart for Foretaket at hovedfokus for tilsynet var på CFD-handel og salg av konsernaksjer. Det er Finanstilsynets klare holdning at reaksjoner som følge av alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandelloven ikke generelt kan unngås ved å vise til forbedringstiltak som er gjennomført eller planlagt i etterkant av stedlig tilsyn. En annen vurdering kunne lede til at enkelte verdipapirforetak vil kunne se seg tjent med, bevisst eller gjennom manglende aktsomhet og prioritering av internkontroll, å drive lovstridig virksomhet frem til forholdet blir avdekket av Finanstilsynet, for deretter å innrette seg etter regelverket.

Foretaket viser også til en rekke personellendringer:

- Daglig leder er byttet ut.
- Styret er byttet ut.
- Alle ansatte i kontrollfunksjonen er nye.
- Foretaket vil styrke personalfunksjonen med ett årsverk, som blant annet vil ha ansvar for å videreutvikle og profesjonalisere Foretakets interne opplæring.

De tre siste kulepunktene beskriver tiltak som er gjennomført i etterkant av det stedlige tilsynet, og Finanstilsynet viser i denne sammenheng til den ovenstående drøftelsen av betydningen av etterfølgende forbedringstiltak. Finanstilsynet vil dessuten påpeke at selv om begge Gründerne trådte ut av styret medio 2016, utøver de fortsatt kontroll gjennom eierskap (herunder kontroll over styresammensetning), noe som illustreres ved at en av Gründerne fortsatt sitter som styreleder i morselskapet TNG. Når det gjelder første kulepunkt, ble nåværende daglig leder ansatt i denne stillingen allerede primo 2015, og han hadde inntil dette vært Foretakets meglersjef siden 2011. Finanstilsynet kan på bakgrunn av dette vanskelig se at utskiftningen av daglig leder kan anses som et relevant og effektivt forbedringstiltak.

Foretaket påpeker også at et vedtak om tilbakekall vil medføre stor risiko for at samtlige ansatte i Foretaket mister jobben. Finanstilsynet er klar over at et tilbakekall og eventuell virksomhetsnedleggelse vil medføre midlertidige eller varige negative konsekvenser for både ansatte og andre, herunder potensielt kunder, leverandører og andre forretningsforbindelser. Finanstilsynet har imidlertid kommet til at disse negative konsekvensene ikke kan tillegges avgjørende vekt i denne saken målt opp mot momentene som trekker i motsatt retning, herunder særlig hensynet til tilliten til markedet og verdipapirforetakene generelt.

Foretaket anfører til slutt i Tilsvaret at et vedtak om tilbakekall vil redusere verdien av TNG-aksjene betydelig, og at man dermed oppnår det "*paradoksale resultat at det tiltak man implementerer nettopp pålegger en ekstra straff overfor de investorer som Finanstilsynet mener ikke har fått ivaretatt sine interesser ved kjøp av aksjer i TNG*". Finanstilsynet mener aksjeeiernes økonomiske interesser som et klart utgangspunkt ikke kan tillegges avgjørende vekt i spørsmålet om sanksjoner mot et foretak. Det er et grunnleggende prinsipp at aksjeeiere må være forberedt på at det investerte beløpet kan gå helt eller delvis tapt, enten dette skyldes forhold ved selskapets drift eller andre forhold. At mange av aksjeeierne i TNG etter Finanstilsynets vurdering dessverre har gjort sin investering som en direkte konsekvens av brudd på god forretningsskikk, kan ikke være tilstrekkelig til å sette dette prinsippet til side. Finanstilsynet vil imidlertid presisere at dette prinsippet selvsagt ikke er til hinder for at aksjeeiere som mener at omstendighetene rundt deres investering gir grunnlag for sivile rettskrav, velger å forfølge slike krav.

Sett hen til overtredelsen karakter, subjektive forhold og omstendighetene rundt Foretakets forbedringstiltak, har Finanstilsynet etter dette kommet til at hensynet til tilliten til markedet og verdipapirforetakene generelt, samt forbrukerhensyn, tilsier at tilbakekall av alle Foretakets tillatelser er en nødvendig reaksjon, herunder at alternative reaksjonsformer ikke vil være tilstrekkelige.

### 8.5. Vedtak

I medhold av verdipapirhandeloven (vphl.) § 9-4 (1) nr. 4 kaller Finanstilsynet herved tilbake Nordic Securities AS' tillatelser til å yte investeringstjenestene 1, 2, 5 og 6 som nevnt i vphl. § 2-1 (1), samt tilknyttede tjenester 3 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (2).

Følgende vilkår gjelder:

1. Frem til 7. april 2017 (avviklingsperioden) kan Nordic Securities AS likevel yte investeringstjenestene 1, 2 og 5 i den utstrekning det er nødvendig for en forsvarlig avvikling av kundeforhold, og investeringstjeneste 6 i den utstrekning det er nødvendig for å fullføre eksisterende tilretteleggingsoppdrag.
2. Nordic Securities AS kan i avviklingsperioden ikke etablere nye kundeforhold eller påta seg nye tilretteleggingsoppdrag.
3. Nordic Securities AS kan i avviklingsperioden ikke yte tjenester til eksisterende kunder utover hva som er nødvendig for en forsvarlig avvikling av kundeforhold eller en forsvarlig fullføring av tilretteleggingsoppdrag.

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