



Comex Markets AS
Kongens Gate 12
0153 OSLO

VÅR REFERANSE
16/1968

DERES REFERANSE

DATO
10.10.2017

Merknader - endelig rapport

1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn hos Comex Markets AS (Foretaket) den 16. mars 2016. Under det stedlige tilsynet ble det ført samtaler med daglig leder, leder for investeringstjenester og complianceansvarlig, samt Foretakets eksterne juridiske rådgiver.

Foretaket ble etablert i februar 2012 og fikk konsesjon som verdipapirforetak i januar 2014, med tillatelse til å yte investeringstjenestene 1 og 5 som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1), samt tilknyttede tjenester 3 og 4 som nevnt i vphl. § 2-1 (2).

Foretaket var på tidspunktet for det stedlige tilsynet eiet 77,2 % av Norwegian Investment AS (Holdingselskapet). Holdingselskapet hadde fire hovedaksjonærer med til sammen 63,0 % eierandel. De resterende aksjene i Foretaket og Holdingselskapet var fordelt på til sammen 40 mindre aksjonærer.

På tidspunktet for det stedlige tilsynet hadde Foretaket 14 ansatte, alle ved hovedkontoret i Oslo. Foretakets virksomhet var spesialisert innen valutahandel/valutatjenester for bedrifter og privatmarkedet og tilbød kundene tjenester via andre foretak. Foretaket har også ytet investeringsrådgivning overfor kunder i unoterte produkter og bistått ved emisjoner.

Foretaket mottok varsel om tilbakekall av tillatelser i brev datert 29. mai 2017 (Varsalet) og avga sine kommentarer i brev datert 15. august 2017 (Tilsvaret).

I brev til Finanstilsynet av 27. september 2017 ga Foretaket avkall på sine tillatelser som verdipapirforetak. I tråd med dette fattet Finanstilsynet 2. oktober 2017 vedtak om tilbakekall av Foretakets tillatelser til å yte investeringstjenester, jf. vphl. § 9-4 (1) nr. 1. I henhold til vedtaket vil Foretaket opphøre som verdipapirforetak etter en avviklingsperiode som utløper 23. oktober 2017.

I Tilsvaret redegjorde Foretaket for en rekke endringer og forbedringstiltak som var iverksatt eller planlagt iverksatt i etterkant av det stedlige tilsynet. Da Foretaket i ettertid har gitt avkall på sine tillatelser, har Finanstilsynet ikke funnet grunn til å beskrive eller drøfte tiltakene i denne rapporten.

2. God forretningsskikk/håndtering av interessekonflikter – salg av aksjer i eget foretak

2.1. 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 verdipapirforskriften (vpf.) § 10-16.

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).

2.2. Aksjonærer og aksjeomsetning i Foretaket og Holdingselskapet

Aksjonærer i Foretaket og Holdingselskapet

På tidspunktet for det stedlige tilsynet eide Holdingselskapet 77,2 % av Foretaket. I Holdingselskapet eide fire enkeltpersoner (heretter omtalt som Hovedeierne) ca. 16 % hver, til sammen 63,0 %, hvilket tilsvarte en indirekte eierandel i Foretaket på 48,6 %. På tidspunktet for det stedlige tilsynet var tre av de fire Hovedeierne ansatt i Foretaket, hvorav to i ledelsen. I tillegg hadde tre av Hovedeierne styreverv i Foretaket eller Holdingselskapet.

De resterende aksjene i Foretaket og Holdingselskapet var fordelt på 40 mindre aksjonærer. Av disse var 35 fysiske personer, hvorav 18 var født i 1946 eller tidligere og 5 i 1936 eller tidligere. Omtrent halvparten av de mindre aksjonærene var også registrert som kunder i Foretaket.

Omsetning av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet

I perioden fra januar 2014 (konsesjonstidspunktet) til desember 2015 ble det gjennomført 25 annenhåndssalg av aksjer i Holdingselskapet og Foretaket, hvorav 22 var salg fra Hovedeierne til mindre aksjonærer. Samlet vederlag til Hovedeierne fra disse salgene var på NOK 10,1 millioner. I

tillegg ble det i perioden gjennomført tre emisjoner i Foretaket (én mot Hovedeierne og to mot mindre aksjonærer). Samlet ble det i den undersøkte perioden solgt og emittert aksjer fra Hovedeierne, Foretaket og Holdingselskapet til 21 mindre aksjonærer for NOK 13 millioner.

De aktuelle transaksjonene i Foretakets aksjer ble gjennomført til kurser som tilsvarer en verdsettelse av Foretaket på mellom NOK 40,3 millioner og NOK 42,6 millioner. I Holdingselskapet ble alle transaksjoner i den undersøkte perioden, med ett unntak, gjennomført til en kurs som tilsvarer en verdsettelse av Holdingselskapet på NOK 50,0 millioner.

2.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer

På forespørsel fra Finanstilsynet ga Foretaket både en generell redegjørelse for hvordan aksjonærene i Foretaket og Holdingselskapet fikk kjennskap til denne investeringsmuligheten, og individuelle redegjørelser rundt samme spørsmål for utvalgte aksjonærer. Foretaket opplyste samtidig om at det ikke forelå lydopptak, kopi av e-poster, referater eller andre former for dokumentasjon på kommunikasjonen mellom Foretakets ansatte og aksjonærene knyttet til disse transaksjonene, da Foretaket ikke hadde ytet investeringstjenester til aksjonærene i denne forbindelse. Finanstilsynet har imidlertid lyttet til opptak av enkelte telefonsamtaler med noen av aksjonærene som også er investeringsrådgivningskunder av Foretaket, gjennomført i andre sammenhenger enn kundens investering i Foretaket/Holdingselskapet.

I et vedlegg til Varselet beskrev og kommenterte Finanstilsynet sine observasjoner rundt ni utvalgte aksjonærer i Foretaket/Holdingselskapet som alle også var investeringsrådgivningskunder i Foretaket. Basert på tilgjengelig dokumentasjon for disse ni kundene/aksjonærene var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket hadde spilt en aktiv rolle i omsetningen av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet, herunder ved å yte investeringsrådgivning. Finanstilsynet uttalte i denne sammenheng at for flertallet av aksjonærene i Finanstilsynets utvalg fremsto salget av aksjer som en integrert del av Foretakets ordinære investeringsrådgivning. Blant annet fremgikk det av fremlagt dokumentasjon at flere av personene i utvalget var blitt invitert til initielle rådgivningsmøter med investeringsrådgiver i Foretaket, hvor de i løpet av møtet også ble gjort kjent med investeringsmuligheten i Foretaket eller Holdingselskapet. I tråd med dette viste dokumentasjonen at flere av kundeforholdene var blitt opprettet – og egnethetstest utført – rundt samme tid som kundens signering av tegningsblanketter for investering i Foretaket eller Holdingselskapet.

Foretaket fremholdt i sin redegjørelse at det hadde lagt stor vekt på å kommunisere til potensielle aksjonærer at investeringer i Foretaket/Holdingselskapet "*ikke er en del av investeringsrådgivningen og tilhørende konsesjon*", og at denne informasjonen fra 2015 var blitt formalisert gjennom en skriftlig erklæring i tegningsmaterialet. Til dette påpekte Finanstilsynet i Varselet at selv om det ved vurderingen av om en gitt investeringstjeneste (typisk investeringsrådgivning) er ytet, etter forholdene vil kunne ha betydning at verdipapirforetaket tydelig og lojalt har informert kunden om at det ikke har til hensikt å yte denne investeringstjenesten, er det ikke slik at et foretak gjennom å gi slik informasjon kan "definere seg ut av" en investeringstjeneste det faktisk yter.

Egnethet

Finanstilsynet påpekte i Varselet at basert på egnethetsskjemaer og lydopptak av kundesamtaler, fremsto investorene i Finanstilsynets utvalg gjennomgående som lite sofistikerte med hensyn til finansielle investeringer. Det fremsto videre som åpenbart at unoterte og fullstendig illikvide enkeltaksjer var et uegnet investeringsprodukt for en rekke av dem, på grunnlag av opplysninger i egnethetsskjemaet om kunnskap og erfaring og/eller om investeringsformål, risikoprofil mv. For enkelte av kundene fremsto i tillegg investerte beløp som uforholdsmessig høye tatt i betraktning den finansielle informasjonen som fremgikk av egnethetsskjemaet.

Finanstilsynet påpekte at det var påfallende mange eldre blant småaksjonærene i Foretaket og Holdingselskapet, både i Finanstilsynets utvalg og blant øvrige aksjonærer. En rekke av aksjonærene var over 70 år på investeringstidspunktet, og flere var rundt 80 år. Selv om det er store individuelle forskjeller innen alle aldersgrupper, uttalte Finanstilsynet at det på generelt grunnlag må antas at det blant eldre finnes forholdsvis mange med et særskilt høyt beskyttelsesbehov. Det generelle kravet til god forretningsskikk innebærer etter Finanstilsynets oppfatning derfor at verdipapirforetak må utvise særlig aktsomhet i sin håndtering av eldre kunder.

Verdsettelse av Foretaket og Holdingselskapet

I en redegjørelse til Finanstilsynet for grunnlaget for verdsettelsen av Foretaket uttalte Foretaket følgende: *"Prisen er satt ut fra en rekke faktorer. Eierne har bl.a. vurdert hva tilsvarende selskaper i markedet på de angjeldende tidspunkter priset seg til. Eiernes «egeninnsats» i selskapet direkte; herunder ved at eierne ved sin arbeidsinnsats ikke ville ta ut lønn fra selskapet før det gikk i pluss. I tillegg, utarbeidede budsjetter basert på en mindre egenutført markedsvurdering mv. Hva grunderne selv mente at prisen burde være før en var villig til å selge/emittere."*

Foretakets regnskaper viste driftsinntekter på NOK 1,8 millioner i 2013, NOK 3,4 millioner i 2014 og NOK 5,3 millioner i 2015, med tilhørende driftsunderskudd på henholdsvis NOK 3,7 millioner, NOK 0,8 millioner og NOK 0,4 millioner. Egenkapital var NOK 1,0 millioner ved utgangen av 2014 og NOK 2,4 millioner ved utgangen av 2015.

Finanstilsynet uttalte i Varselet at det ikke kunne se at det forelå dokumentasjon som understøttet en verdsettelse av Foretaket på over NOK 40 millioner. Basert på Foretakets regnskapsmessige resultater og balanse, omsetnings- og resultatutvikling og fravær av et fungerende marked for omsetning av aksjene (og dermed fravær av en uhildet veiledende markedskurs) var det Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet at en slik verdsettelse representerte en grov overvurdering av Foretakets verdi.

Investorinformasjon

Foretaket fremla prospekter utarbeidet i forbindelse med to emisjoner i Foretaket i 2014 og 2015. I prospektene oppgis tegningskurs uten nærmere begrunnelse eller underbyggelse gjennom verdsettelse av Foretaket eller på annen måte. I 2014-prospektet gjengis kort enkelte sentrale tall fra Foretakets årsregnskap for 2012 og 2013, uten nærmere kommentarer. I 2015-prospektet er innskutt egenkapital eneste regnskapstall som oppgis, i tillegg til at det kort nevnes at Foretaket ennå ikke har gått med overskudd. Begge prospekter inneholder en kortfattet presentasjon av risikofaktorer, som blant annet fastslår at investorer kan *"tape hele eller deler av sin investering"*. Videre sies følgende under overskriften *"Likviditet i investeringen"*: *"En investering i Comex er av langsiktig karakter. Markedet for salg av aksjer i andre hånd vil trolig være begrenset."* Ifølge Foretaket var

det ikke laget noen salgspresentasjoner utover emisjonsprospektene, og Foretaket fremla heller ikke dokumentasjon på eventuell annen informasjon som var gitt til investorer ved annenhåndssalg.

Finanstilsynet påpekte at opplysninger som gis til kunder og potensielle kunder, i form og innhold må tilpasses målgruppens kunnskap og erfaring. Som nevnt over fremsto investorene i Finanstilsynets utvalg gjennomgående som lite sofistikerte med hensyn til finansielle investeringer. Finanstilsynet uttalte i Varselet at de fremlagte prospektene etter Finanstilsynets vurdering ikke ga tilstrekkelig informasjon til at en slik målgruppe kunne forventes å være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning, særlig med hensyn til informasjon om grunnlaget for prisingen av aksjene (herunder den høye graden av usikkerhet rundt verdsettelsen av Foretaket), samt den vesentlige risikoen knyttet til fremtidige realisasjonsmuligheter.

Som nevnt forelå det ikke lydopptak av telefonsamtaler, referater fra kundemøter eller tilsvarende dokumentasjon knyttet til de aktuelle salg og tegninger. Imidlertid omtales Foretaket eller Holdingselskapet som investeringsobjekt i enkelte fremlagte investeringsrådgivningssamtaler gjennomført med de samme kundene i andre sammenhenger, og Finanstilsynet fant her klare eksempler, gjengitt i Varselet, på informasjon som fremsto som villedende.

Interessekonflikter

Selger i alle de aktuelle aksjetransaksjonene var Hovedeierne, Holdingselskapet eller Foretaket selv (sistnevnte i form av emisjoner). Tre av de fire Hovedeierne hadde sentrale roller i Foretaket og Holdingselskapet. Én av disse hadde dessuten vært investeringsrådgiveren til flere av kundene som har investert i Foretaket eller Holdingselskapet, og hadde i denne rollen blant annet gjennomført egnethetstest for syv av de ni kundene i Finanstilsynets utvalg. Vedkommende hadde solgt aksjer til flere av disse kundene fra sin egen og de andre Hovedeiernes private beholdning.

Finanstilsynet påpekte i Varselet at de ovennevnte forhold utgjorde åpenbare og sterke interessekonflikter. Imidlertid var det ingenting i dokumentasjonen som tydet på at Foretaket hadde identifisert og analysert disse interessekonfliktene, og det var heller ikke fremlagt dokumentasjon på at investorene var blitt informert om dem. Tvert imot var det ved annenhåndssalg benyttet "tegningsblanketter" hvor identiteten til selgerne (dvs. Hovedeierne) ikke fremgikk, hvilket bidro til å tilsløre en vesentlig interessekonflikt.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Varselet at Foretaket, gjennom sin befatning med salg av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet, hadde overtrådt sin plikt til å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Finanstilsynet mente videre at Foretaket hadde unnlatt å gi relevante opplysninger og å sørge for at all informasjon er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3). Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering hadde Foretaket i tillegg overfor en rekke kunder gitt investeringsråd om kjøp av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet uten å vurdere om disse investeringene var egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4). Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket i forbindelse med sin befatning med salg av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet ikke hadde identifisert eller håndtert de åpenbare interessekonfliktene, i strid med vphl. §§ 10-10 (1) og 9-11 (1) nr. 2.

2.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer

Foretaket anfører i Tilsvaret at det ikke har ytet investeringstjenester i tilknytning til omsetningen av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet. Videre fremholdes det at de av Hovedeierne som også arbeider i Foretaket, har vært oppmerksom på utfordringen som ligger i denne dobbeltrollen, og at det har vært viktig for dem å sikre at aksjonærene har vært klar over at Foretaket ikke har ytet investeringstjenester i denne forbindelse. Foretaket lister opp en rekke punkter som etter dets vurdering tilsier at aksjonærene ikke har vært i tvil om at Foretaket ikke har hatt noen rolle i de aktuelle aksjesalgene, herunder at mange av aksjonærene er lange personlige bekjentskaper av eksisterende aksjonærer og enkelte har kommet på eget initiativ på grunn av slike bekjentskaper, at de fleste transaksjonene er gjort utenfor Foretakets kontorer, at transaksjonene ikke er gjort på Foretakets brevark, og at alle kjøpere er informert om at Foretaket ikke er involvert i transaksjonene. Videre knytter Foretaket konkrete kommentarer til enkelte av aksjonærene/kundene i Finanstilsynets utvalg.

Foretaket fremholder at det ikke har kontaktet eksisterende kunder i forbindelse med emisjoner, og at de av Hovedeierne som jobber i Foretaket, heller ikke har gjort dette ved salg. Det har etter Foretakets oppfatning ikke skjedd en slik sammenblanding av roller ved salg av aksjer og emisjoner som Finanstilsynet har lagt til grunn i Varselet. Foretaket medgir imidlertid at slik sammenblanding har forekommet i den løpende kontakten med enkelte aksjonærer/kunder etter gjennomført investering.

Egnethet

Foretaket påpeker at plikten til å vurdere egnethet gjelder ved investeringsrådgivning, og fremholder at det i de aktuelle situasjonene som er beskrevet i Varselet, ikke har vært Foretakets intensjon å yte denne tjenesten.

Verdsettelse

Foretaket opplyser om at det gjennom hele perioden har vært lagt til grunn en verdsettelse av Foretaket som ble foretatt ved etablering av virksomheten i 2012. Ved verdsettelsen ble det benyttet en modell som estimerer selskapsverdi med utgangspunkt i forventet årlig omsetning basert på et "*rimelig anslag på forventet markedsandel*" for Foretaket av et nærmere bestemt marked, fratrukket forventede årlige kostnader. Foretakets beregninger ved bruk av denne modellen, som er nærmere beskrevet og tallfestet i Tilsvaret, tilsa en vurdert selskapsverdi av Foretaket (nåverdi ved oppstart i 2012) på ca. NOK 40 millioner.

Foretaket opplyser videre om at gründerne "*forhørte seg med private kontakter med betydelig verdsettelseserfaring, og sammelignet med antatt selskapsverdi for andre selskap med tilsvarende størrelse og markedsforutsetninger*". Foretaket medgir imidlertid at det "*ville vært en klar fordel om gründerne på det aktuelle tidspunktet hadde sørget for at verdsettelsen ble kvalitetssikret av en ekstern ressurs, og at forutsetningene ble dokumentert skriftlig på tidspunktet for verdsettelsen*".

Investorinformasjon

Foretaket opplyser om at informasjon har vært kommunisert dels skriftlig, dels muntlig i møter. Dette "*gjelder dessverre også sentrale elementer som risiko og verdsettelse*". Foretaket beklager at den skriftlige kommunikasjonen utarbeidet ved emisjoner ikke har holdt tilstrekkelig kvalitet.

Interessekonflikter

Foretaket er enig i at det foreligger en potensiell interessekonflikt, og opplyser om at denne har vært planlagt håndtert ved at Foretaket ikke yter investeringstjenester til de aktuelle kundene med hensyn til deres aksjer i Foretaket og Holdingselskapet. Ifølge Foretaket skal dessuten de aktuelle Hovedeierne ha vært nøye med å informere potensielle nye aksjonærer om at Foretaket ikke yter slike tjenester. Dette er siden 2015 nedfelt skriftlig på tegningsblankettene.

Videre peker Foretaket i Tilsvaret på de lange relasjonene som har eksistert i forkant av at nye aksjonærer har besluttet å investere, og at det har vært lange prosesser ved de fleste investeringene, slik at aksjonærene har hatt god tid til å fatte sine beslutninger. Foretaket har også fått opplyst av de aktuelle Hovedeierne at nye aksjonærer er blitt oppfordret til å diskutere den potensielle investeringen med tredjemann.

Foretaket erkjenner imidlertid *"at ovennevnte tiltak ikke sikrer tilstrekkelig dokumentasjon for håndteringen av potensielle interessekonflikter, og at det oppstår en særlig utfordring idet enkelte av aksjonærene enten før eller etter ervervet også har blitt rådgivningskunder av [Foretaket]"*.

2.5. Finanstilsynets endelige merknader

Foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer

Foretaket bestrider som nevnt Finanstilsynets foreløpige vurdering om at Foretaket har ytet investeringsrådgivning i forbindelse med salg av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet. Slik Finanstilsynet oppfatter det, hviler Foretakets argumentasjon i hovedsak på en anførsel om at Hovedeierne i disse tilfellene kun har representert seg selv – som aksjonærer i Holdingselskapet – og dermed ikke har representert Foretaket. I Tilsvaret uttaler Foretaket blant annet at det *"ikke har ansett disse transaksjonene som utført innenfor [Foretakets] virksomhetsområde, men som private transaksjoner"*, og at en av Hovedeierne, som samtidig er rådgiver i Foretaket, *"som øvrige aksjonærer [har] anledning til å snakke med sine medaksjonærer"*.

Finanstilsynet vil bemerke at det av legitimasjons- og tillitshensyn må ha formodningen for seg at kommunikasjon omkring finansielle instrumenter fra en investeringsrådgiver i et verdipapirforetak er gjort på vegne av foretaket. I denne saken foreligger det også konkrete holdepunkter som gjør det klart at Foretakets anførsel ikke kan føre frem. Som utdypet i vedlegget til Varselet, og kort gjengitt i punkt 2.3 over, fremstår det gjennomgående som at den aktuelle investeringsmuligheten er presentert som ledd i Foretakets øvrige investeringsrådgivning overfor den aktuelle kunden. Finanstilsynet kan ikke se at Foretaket i Tilsvaret har imøtegått Finanstilsynets konkrete observasjoner som lå til grunn for denne vurderingen. I slike tilfeller – for eksempel når investeringsmuligheten presenteres i et kundemøte med en lite sofistisert investor hvor det også gis annen investeringsrådgivning, men også ved mindre rendyrkede eksempler – finner Finanstilsynet at en eventuell erklæring eller annen muntlig eller skriftlig informasjon om at presentasjonen av investeringsmuligheten ikke inngår i Foretakets tjenesteytelse, ikke vil være tilstrekkelig til å frita Foretaket fra dets forpliktelser overfor kunden. For øvrig fremgår det av dokumentasjonen at ikke bare Hovedeierne, men også andre rådgivere i Foretaket, har vært aktivt involvert i den aktuelle omsetningen av aksjer, og disse rådgiverne kan åpenbart ikke anses å ha representert seg selv.

Egnethet

Foretaket fremholder at det ikke har vært forpliktet til å vurdere egnethet, fordi det ikke har ytet investeringsrådgivning. Finanstilsynet er uenig i dette og viser til drøftelsen over.

Finanstilsynet finner det oppsiktsvekkende at Foretaket tilsynelatende mener at det er greit for rådgivere i Foretaket å inngå "private transaksjoner" med egne kunder, selv når disse transaksjonene fremstår som åpenbart uegnet for kunden vurdert opp mot egnethetstesting som til overmål er gjennomført av rådgiveren selv.

Verdsettelse

Det fremgår av Tilsvaret at verdsettelsen av Foretaket til NOK 40 millioner ble gjort ved etableringen av Foretaket, basert på planer og forventninger før virksomhet var igangsatt. Denne verdsettelsen synes ikke å ha hensyntatt den vesentlige risikoen i alle nyoppstartede virksomheter knyttet til gjennomførbarhet av forretningsplanen. Perioden Finanstilsynet har undersøkt, ligger uansett 2-3 år etter etableringen av Foretaket, og på dette tidspunktet må det ha vært åpenbart for Foretaket at det ikke hadde lyktes med sin forretningsplan, hverken kvalitativt eller kvantitativt. Finanstilsynet registrerer at dette ikke hadde medført noen justering av verdsettelsen, og opprettholder sin vurdering av at verdsettelsen av Foretaket i perioden Finanstilsynet har undersøkt, fremstår som urealistisk høy.

Investorinformasjon

Finanstilsynet kan ikke se at det fremkommer nye opplysninger i Tilsvaret som er egnet til å rokke ved vurderingene i Varselet. Tvert imot er opplysningene i Tilsvaret omkring modellen som verdsettelsen av Foretaket er bygget på, sammenholdt med den faktiske etterfølgende utviklingen i Foretaket, egnet til å understreke det kritikkverdige i at investorene ikke er blitt gitt informasjon om grunnlaget for verdsettelsen, samt usikkerhet og risiko knyttet til dette. Finanstilsynet vil igjen påpeke at investorene i utvalget – basert på Foretakets egne egnethetstester og kundesamtaler – gjennomgående fremstår som lite sofistikerte med hensyn til finansielle investeringer.

Interessekonflikter

Også på dette punktet hviler Foretakets argumentasjon primært på anførselen om at Foretaket ikke har ytet investeringstjenester i forbindelse med den aktuelle aksjeomsetningen. Finanstilsynet er uenig i dette og viser til ovenstående drøftelser. Finanstilsynet vil i tillegg påpeke at verdipapirforetaks plikt til å identifisere og håndtere interessekonflikter ikke er begrenset til å gjelde kun ved ytelse av investeringstjenester.

Når det gjelder Foretakets henvisning til lange relasjoner og lange prosesser, vil Finanstilsynet bemerke at selv om dette kan være positivt på ulike måter, er det ikke nødvendigvis egnet til å dempe interessekonflikter. Tvert imot kan lange relasjoner og prosesser bidra til å øke tillitsforholdet – altså kundens forventning om at rådgiveren handler i kundens interesse – og dermed snarere skjerpe interessekonflikten. Det er dessuten eksempler i Finanstilsynets utvalg på investorer som tilsynelatende har investert etter en svært kort prosess uten forutgående relasjon.

Finanstilsynets endelige konklusjon

På grunnlag av ovenstående er Finanstilsynets konklusjon at Foretakets befatning med salg av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet har utgjort et grovt misbruk av kundenes tillit. Det fremstår som at Foretaket har ivaretatt Hovedeiernes, Holdingselskapets og Foretakets egne interesser på bekostning av kundenes, og at Foretaket dermed har tilsidesatt 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). Etter Finanstilsynets vurdering har Foretaket i tillegg overfor en rekke kunder gitt investeringsråd om kjøp av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet uten å vurdere om disse investeringene var egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4), og i flere av disse tilfellene må det ha fremstått som klart for Foretaket at de aktuelle investeringene ikke var egnet for kunden.

Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i forbindelse med sin befatning med salg av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet ikke har identifisert eller håndtert de åpenbare interessekonfliktene mellom, på den ene siden, Foretaket, Holdingselskapet og Hovedeierne og, på den andre siden, de aktuelle kundene, i strid med vphl. §§ 10-10 (1) og 9-11 (1) nr. 2.

Salget av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet til kunder av Foretaket og andre ikke-profesjonelle småaksjonærer har foregått over en lengre periode, dreier seg om betydelige beløp og fremstår som målrettet og planmessig. Finanstilsynet finner det derfor ikke tvilsomt at overtredelsene beskrevet over er både alvorlige og systematiske.

Finanstilsynet finner det lite tillitvekkende at Foretakets eneste strategi for å håndtere utfordringene knyttet til omsetningen av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet, har vært å forsøke å unngå at Foretaket anses for å yte investeringstjenester i denne forbindelse. Finanstilsynet har som nevnt kommet til at Foretaket faktisk har ytet investeringstjenester, men finner likevel grunn til igjen å presisere at det ikke er slik at Foretaket, når det ikke yter investeringstjenester, står fritt til å opptre som om det ikke var et verdipapirforetak. Blant annet er et verdipapirforetaks plikt til å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk hverken begrenset til å gjelde ytelse av investeringstjenester eller begrenset til å gjelde opptreden overfor kunder.

3. Ytelse av investeringstjenester knyttet til "valutaspotkontrakter"

3.1. Rettslig utgangspunkt

I henhold til vphl. § 9-1 (1) kan investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis, bare ytes av foretak som har tillatelse til dette. "Investeringstjenester" er definert i vphl. § 2-1 (1), med begrepet "finansielle instrumenter" som sentralt koblingsord. "Finansielle instrumenter" er definert i vphl. § 2-2 (1) og omfatter blant annet derivater. "Derivater" er definert i vphl. § 2-2 (5) og omfatter blant annet "opsjoner, terminer, bytteavtaler, fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta ..." og "finansielle differansekontrakter".

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1). De øvrige bestemmelsene i vphl. § 10-11, samt utfyllende bestemmelser i verdipapirforskriften, gir anvisning på enkelte av de konkrete forpliktelsene som følger av dette overordnede prinsippet. Ved ytelse av investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning skal foretaket gjennomføre egnethetstest, jf. vphl. § 10-11 (4). Ved ytelse av andre investeringstjenester skal foretaket gjennomføre hensiktsmessighetstest, jf. vphl. § 10-11 (5). Vphl. § 10-11 (2) pålegger verdipapirforetaket visse opplysningsplikter overfor kunder og potensielle kunder, og vphl. § 10-11 (3) stiller krav om at all informasjon til kunder og potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende.

3.2. Om "valutaspotkontrakter"

Som nærmere beskrevet i punkt 3.3 under har Foretaket hatt omfattende befatning med såkalte "valutaspotkontrakter" tilbudt gjennom den elektroniske handelsplattformen til det danske verdipapirforetaket Saxo Bank A/S. Av Saxo Banks hjemmesider fremgår blant annet følgende opplysninger om dette produktet:

- Kunden oppretter konto kun i den valutaen kunden skyter inn (kundens kontovaluta). Det opprettes ikke ytterligere kontoer for kunden i andre valutaer, og det er derfor ikke tilrettelagt for at kunden skal kunne ta levering i fremmede valutaer som det investeres i.
- Valutaspotkontraktene er ikke avtaler om kjøp av et visst beløp av en fremmed valuta mot betaling av et visst beløp i kundens kontovaluta, men avtaler om å ta posisjoner i valutakryss. Kunden kan ta en slik posisjon selv om ingen av de to valutaene i det aktuelle valutakrysset er kundens kontovaluta.
- De aktuelle posisjonene gjøres ikke opp. I stedet blir åpne posisjoner som holdes på slutten av en handelsdag, "rullet over" til neste dag (såkalt "tom/next rollover"), ved at åpningskursen for posisjonen justeres basert på en nærmere angitt utregningsmetodikk. Denne prosedyren gjentas daglig frem til posisjonen innløses.
- Innløsning av posisjonene skjer ved at kursutviklingen i det aktuelle valutakrysset reflekteres i et finansielt oppgjør i kundens kontovaluta. Ingen veksling finner med andre ord sted, og det er som nevnt heller ikke lagt til rette for at veksling skal være mulig.
- Valutaspotkontraktene handles på margin og kan "geares" opp til 100 ganger.

Valuta er ikke definert som et finansielt instrument. Tjenester knyttet til ren spothandel av valuta (veksling) utgjør derfor ikke investeringstjenester. På grunnlag av beskrivelsen gjengitt over av de aktuelle "valutaspotkontraktene" er det imidlertid klart at disse ikke er kontrakter for ren spothandel av valuta, men derimot kontrakter med en fluktuerende verdi som reflekterer kursutviklingen i et underliggende som investor ikke eier, i dette tilfellet et "valutakryss". Finanstilsynet finner det derfor ikke tvilsomt at disse kontraktene er derivater. Derivater med valuta som underliggende er finansielle instrumenter, som eksplisitt fastslått i vphl. § 2-2 (5).

Kategorisering av "rullerende" valutaspotkontrakter som derivater er også i samsvar med EU-kommisjonens Q&A til MiFID (ID 982, publisert 22. juli 2013), hvor det på spørsmålet "*Does a rolling spot Foreign Exchange on margin take the form of a derivative contract or contract for difference to be considered financial instrument under MiFID?*" gis følgende svar: "*As opposed to spot trading where there is immediate delivery, a rolling spot FX contract can be indefinitely renewed and no currency is actually delivered until a party affirmatively closes out its position. This exposes both parties to fluctuations in the underlying currencies. Hence rolling spot foreign exchange contracts are a type of derivative contract (i.e. either a forward or a financial contract for difference) relating to currencies and are considered financial instruments as defined under MiFID (see Section C(4) or (9) of Annex I of Directive 2004/39/EC).*"

3.3. Foretakets virksomhet knyttet til "valutaspotkontrakter"

Foretaket har som nevnt tillatelse til å yte investeringstjenestene ordreformidling og investeringsrådgivning. Disse tjenestene ytes blant annet til kunder som handler ulike produkter gjennom Saxo Banks handelsplattform. Foretaket har opplyst om at enkelte av disse kundene utelukkende handler valutaspotkontrakter, og at Foretaket derfor har lagt til grunn at det ikke yter investeringstjenester til disse kundene. Foretaket har videre opplyst om at det med enkelte kunder

har inngått avtaler som gir Foretaket mandat til diskresjonær handel av valutaspotkontrakter gjennom Saxo Bank.

Foretaket ble som nevnt etablert i februar 2012 og fikk konsesjon som verdipapirforetak i januar 2014. Foretaket har opplyst om at virksomheten i to-årsperioden før konsesjonstidspunktet blant annet besto av ulike aktiviteter knyttet til valutatrading. Foretakets klart største inntektskilde i perioden var utbetalinger fra Saxo Bank. Basert på fremlagt dokumentasjon legger Finanstilsynet til grunn at disse utbetalingene var returprovisjoner knyttet til valutaspotkontrakter. Noe av returprovisjonen fra Saxo Bank i nevnte periode knytter seg til et investeringsselskap som ble etablert av Foretaket i 2012 "*utelukkende for å investere i valuta spot via Saxo Bank sin handelsplattform*". Foretaket forvaltet investeringsselskapets portefølje i henhold til en forvaltningsavtale inngått i forbindelse med etableringen, og investorer ble invitert inn i investeringsselskapet gjennom et indre selskap.

Foretaket har videre opplyst om at en av dets kunder handler valutaspotkontrakter på vegne av en rekke andre personer, som også er registrert som kunder av Foretaket. Førstnevnte kundes handel på vegne av de andre kundene skjer på grunnlag av fullmakt gitt av den enkelte kunde.

3.4. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Foretaket har siden 2012 hatt omfattende virksomhet knyttet til valutaspotkontrakter tilbudt gjennom Saxo Bank. Denne delen av Foretakets virksomhet har vært basert på en forutsetning om at slike kontrakter ikke er finansielle instrumenter, og at tjenester knyttet til slike kontrakter (heretter omtalt som valutaspottjenester) derfor ikke utgjør investeringstjenester. Finanstilsynet finner det imidlertid ikke tvilsomt at de aktuelle kontraktene er derivater og dermed finansielle instrumenter, jf. punkt 3.2 over, og at valutaspottjenester dermed er investeringstjenester.

Finanstilsynet uttalte i Varselet at dette for det første innebærer at Foretaket overfor en rekke kunder har ytet investeringstjenestene ordreformidling og eventuelt investeringsrådgivning, men feilaktig lagt til grunn at det ikke har ytet investeringstjenester, og at en rekke av bestemmelsene i verdipapirlovgivningen derfor ikke kommer til anvendelse. Kundene har dermed ikke fått den beskyttelsen de har hatt rett på, blant annet gjennom Foretakets plikt til å vurdere hensiktsmessighet eller egnethet. For det annet innebærer det at Foretaket overfor enkelte kunder har ytet investeringstjenesten aktiv forvaltning ved å inngå mandatavtaler med kunder om diskresjonær handel i valutaspotkontrakter. Foretaket har ikke tillatelse til å yte denne investeringstjenesten. For det tredje innebærer det at Foretakets ytelse av valutaspottjenester i 2012 og 2013 (altså før konsesjonstidspunktet i januar 2014) utgjorde ytelse av investeringstjenester uten tillatelse.

I tillegg har en av Foretakets kunder hatt fullmakt fra en rekke andre kunder til å drive diskresjonær handel i valutaspotkontrakter på disse kundenes vegne. Nevnte kunde har ikke tillatelse til å drive aktiv forvaltning eller yte andre investeringstjenester, og Finanstilsynet uttalte i Varselet at det dermed fremstår som at Foretaket har tilrettelagt for en kundes ulovlige virksomhet.

Videre uttalte Finanstilsynet at det fremstår som at Foretakets kunder har mottatt svært begrenset – og til dels motstridende – informasjon om skillet Foretaket har lagt til grunn mellom valutaspottjenester og investeringstjenester, herunder hva dette skillet innebærer med hensyn til rettigheter og plikter under verdipapirhandelloven og på annen måte.

I tråd med ovenstående vurderinger var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Varselet at Foretaket både hadde ytet investeringstjenester uten tillatelse, i strid med vphl. § 9-1 (1), og overtrådt verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11.

3.5. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket fremholder i Tilsvaret at det ikke har vært klar over at de aktuelle valutaspotkontraktene klassifiseres som finansielle instrumenter, og at de ulike overtredelsene påpekt i Varselet utgjør "følgefeil" av Foretakets uriktige rettsoppfatning.

Når det gjelder mandathandel, viser Foretaket til at denne har hatt begrenset omfang med hensyn til så vel antall kunder som porteføljens størrelse, og at dette ikke har utgjort noen dominerende del av Foretakets virksomhet eller inntektsgrunnlag. Foretaket har undersøkt om selve forvaltningen har vært kritikkverdig, men har ikke funnet belegg for dette.

Foretaket mener at kundene har fått tydelig informasjon om Foretakets oppfatning om at valutaspotkontraktene ikke er omfattet av definisjonen av finansielle instrumenter, og at virksomheten knyttet til slike kontrakter følgelig ikke har vært del av den konsesjonspliktige virksomheten. Foretaket bekrefter at det har lagt til grunn at det ikke har vært forpliktet etter loven til å gi valutaspotkunder samme beskyttelse som kunder som mottar investeringstjenester, blant annet gjennom egnethetstesting. Foretaket opplyser om at dets rutiner til tross for dette har vært at verdipapirhandellovens investorbeskyttelsesregler bør gis tilsvarende anvendelse overfor Foretakets valutakunder. Når enkelte kunder (herunder mandathandelskunder) likevel ikke er blitt egnethetstestet, skyldes dette rutinebrudd, som er blitt påtalt internt.

Foretaket fremholder videre at virksomheten knyttet til valutaspotkontrakter har vært drevet i god tro, og at Foretaket ikke har forsøkt å legge skjul på sin rettsoppfatning. Foretaket erkjenner at det er dets ansvar å holde seg oppdatert på relevant regelverksutvikling, men gir uttrykk for at rettskildet er komplekst, og at klassifiseringen av de aktuelle kontraktene som finansielle instrumenter har vært vanskelig tilgjengelig. Foretaket påpeker at det ikke har lagt kun sin egen forståelse til grunn, men har konsultert både advokat og samarbeidspartner. Foretaket medgir at det beklageligvis ikke har fanget opp opplysningene i den aktuelle Q&A, og påpeker at denne presiseringen av rettstilstanden heller ikke ble kommunisert til Foretaket av dets samarbeidspartner eller rådgivere.

3.6. Finanstilsynets endelige merknader

Som det fremgår over, erkjenner Foretaket at deler av dets virksomhet har vært bygget på en uriktig rettsoppfatning. Slik Finanstilsynet oppfatter det, bestrider Foretaket dermed ikke at det objektivt har overtrådt flere bestemmelser i verdipapirhandelloven. Finanstilsynet er ikke uenig i at de ovennevnte overtredelsene kan anses som "følgefeil", men kan ikke se at dette etter forholdene er av vesentlig betydning ved vurderingen. Utover de strenge krav som generelt gjelder for verdipapirforetaks kjennskap til og etterlevelse av lovregler, jf. blant annet vphl. § 9-11 (1) nr. 1, må det legges til grunn at Foretaket i denne saken har hatt sterk foranledning til å gjøre særlig grundige vurderinger av spørsmålet om hvorvidt det aktuelle produktet er et finansielt instrument, noe som nettopp illustreres av de mange "følgefeilene". Foretaket har hatt omfattende og langvarig virksomhet knyttet til produktet, og det har til overmål etablert en tjeneste (aktiv forvaltning) knyttet til produktet som Foretaket ikke har tillatelse til å yte med hensyn til finansielle

instrumenter. Videre dreier det seg om et investeringsprodukt som er komplekst og svært risikofylt, noe som ytterligere øker konsekvensene av en feilkategorisering.

Når det gjelder grunnlaget for Foretakets uriktige rettsoppfatning, registrerer Finanstilsynet at drøftelsen i Tilsvaret hovedsakelig fokuserer på tilgjengeligheten av en bestemt Q&A omtalt i Varselet. Finanstilsynet deler ikke Foretakets oppfatning av at denne har vært utilgjengelig, men finner uansett ikke dette avgjørende, da et verdipapirforetak på selvstendig grunnlag må være i stand til å vurdere aktuelle produkters egenskaper opp mot definisjonen av finansielle instrumenter, jf. Finanstilsynets vurderinger i Varselet, gjengitt i punkt 3.2 over. Basert på disse vurderingene fremstår det som nevnt som utvilsomt for Finanstilsynet at de aktuelle valutaspotkontraktene er derivater og dermed finansielle instrumenter.

Finanstilsynet har etter dette kommet til at Foretaket har ytet investeringstjenesten omtalt i vphl. § 2-1 (1) nr. 4 (aktiv forvaltning) uten tillatelse, i strid med vphl. § 9-1 (1). Videre er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har overtrådt verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk, ved å legge til grunn at det ikke har vært krav om hensiktsmessighetstest eller egnethetstest av kunder ved ytelse av valutaspottjenester, i strid med vphl. § 10-11 (4) og (5), samt ved å gi kunder mangelfull og villedende informasjon om produktet valutaspotkontrakter og Foretakets tjenester knyttet til dette, i strid med vphl. § 10-11 (2) og (3).

Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i 2012 og 2013 ytet investeringstjenester uten tillatelse, i strid med vphl. § 9-1 (1).

Finanstilsynet har dessuten kommet til at Foretaket har lagt til rette for at en av dets kunder ulovlig har ytet investeringstjenesten aktiv forvaltning, og at dette innebærer brudd på god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1), som blant annet fastslår at verdipapirforetak skal påse at markedets integritet ivaretas på beste måte.

Forholdene beskrevet over innebærer omfattende brudd på sentrale bestemmelser i verdipapirlovgivningen, nemlig forbudet mot å yte investeringstjenester uten tillatelse og kravet om å utøve virksomheten i samsvar med god forretningsskikk. Overtredelsene har pågått over flere år, og deler av Foretakets tjenestespekter har i praksis vært basert på dem. Finanstilsynet finner det videre skjerpene for ovennevnte brudd at de er knyttet til et investeringsprodukt som er komplekst og svært risikofylt, blant annet ved at det handles på margin. Finanstilsynet finner det ikke tvilsomt at overtredelsene har vært både alvorlige og systematiske.

4. Ytelse av investeringstjenester i tilknytning til emisjoner

4.1. Rettslig utgangspunkt

I henhold til vphl. § 9-1 (1) kan investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis, bare ytes av foretak som har tillatelse til dette. Av vphl. § 2-1 (1) nr. 6 fremgår det blant annet at plassering av emisjoner er en konsesjonspliktig investeringstjeneste.

4.2. Foretakets rolle i aksjeemisjoner

Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet om at "kapitalinnhenting" var et av Foretakets fire virksomhetsområder. Foretaket har fremlagt diverse dokumentasjon knyttet til gjennomførte aksjeemisjoner i 2015 i to selskaper (heretter omtalt som A og B) og har opplyst om at Foretaket i

tilknytning til disse emisjonene har ytet begrenset bistand på grunnlag av sin tillatelse til å yte investeringstjenesten ordreformidling. Foretaket har videre opplyst om at det har gjort forsøk på å skaffe flere tilsvarende oppdrag, og dette fremgår også av annen fremlagt dokumentasjon.

Emisjonen i selskap A

I avtale mellom Foretaket og selskap A fremgår blant annet følgende: *"Bistanden fra Comex vil bestå av å sette opp investormøter hvor [A] presenterer selskapet og transaksjonen. I tillegg kan Comex avholde møter på egen hånd. ... Comex er ikke å anse som tilrettelegger i noen henseende som beskrevet i Verdipapirloven. ... Dersom en eller flere av investorene som Comex bidrar med, tegner aksjer i emisjonen og blir innbetalt, skal Comex ha 7% av innbetalt kapital i provisjon."* Av vedlegg til avtalen fremgår det at selskap A har inngått avtale med et annet verdipapirforetak (heretter omtalt som C) om tilrettelegging av emisjonen og at *"[C] har alt ansvar som naturlig følger med tilretteleggingsoppdraget, herunder rådgivning knyttet til strukturering av emisjonen samt utarbeidelse av informasjonsmateriell og tegningsmateriell etter loven"*. Videre fremgår det at *"Comex skal bistå [A] i markedsføringen av Emisjonen, basert på sin konsesjon etter verdipapirhandelloven § 9-1 jf. § 2-1 første ledd nr. 1 (ordreformidling), og skal søke å generere ordre for tegning i Emisjonen. Comex skal sørge for at tegningsmateriell utarbeidet ifm Emisjonen benyttes av potensiell investor, og at tegninger formidles i tråd med tegningsvilkårene for Emisjonen"*.

Det fremgår av fremlagte oversikter at Foretaket i denne emisjonen genererte tegninger for til sammen NOK 3,6 millioner, fordelt på 18 investorer, og mottok totalt vederlag på NOK 250 000.

Emisjonen i selskap B

I "Mandatavtale" mellom Foretaket ("Ordreformidler") og selskap B ("Oppdragsgiver") fremgår det at *"Ordreformidler skal bistå Oppdragsgiver i markedsføringen av Emisjonen ("Oppdraget"), basert på sin konsesjon etter verdipapirhandelloven § 9-1 jf. §2-1 første ledd nr. 1 (ordreformidling), og skal søke å generere ordre for tegning i Emisjonen. Ordreformidler skal sørge for at tegningsmateriell utarbeidet ifm Emisjonen benyttes av potensiell investor, og at tegninger formidles i tråd med tegningsvilkårene for Emisjonen."* Selve oppdraget er beskrevet slik: *"Ordreformidler skal søke å finne tegnere i Emisjonen, blant annet ved å gjennomføre investorpresentasjoner..."*, samt *"Gi innspill til utarbeidelsen av nødvendig materiale på vegne av Oppdragsgiver, herunder utarbeide evt. prospekt/informasjonsmemorandum og tegningsinnbydelse som tilfredsstillende krav som stilles av relevant lovgivning"*. Mandatavtalen slår videre fast at oppdraget er eksklusivt for Foretaket, og at Foretaket er berettiget til *"honorar på 8% av de tegninger som Ordreformidler klarer å frembringe fra investorer i Emisjonen"*.

Det fremgår videre av mandatavtalen at selskap B bistås av et advokatfirma (heretter omtalt som D) i forbindelse med emisjonen. I oppdragsbekreftelse fra advokatfirma D til selskap B, under beskrivelsen av oppdragets omfang, står blant annet følgende: *"Ettersom vi vil bistå dere med all juridisk rådgivning knyttet til Emisjonen vil vi også kunne påta oss å stå som formell tilrettelegger for Emisjonen siden vi gjør dette som et unntakstilfelle og som ledd i annen lovregulert yrkesvirksomhet"*.

Det fremgår av fremlagte oversikter at Foretaket i denne emisjonen genererte tegninger for til sammen NOK 4,3 millioner, fordelt på 17 investorer, og mottok totalt vederlag på NOK 350 000.

4.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet påpekte i Varselet at Foretaket i begge de aktuelle emisjonene har hatt en avtale med utsteder om å utøve en mellommannsfunksjon mellom utsteder og potensielle investorer, i form av et oppdrag om å "*søke å generere ordre for tegning*" i emisjonen. Finanstilsynet uttalte at dette utgjør kjernen i investeringstjenesten plassering av emisjoner. Finanstilsynet påpekte videre at det fremgikk av øvrig dokumentasjon at Foretaket ved begge emisjoner også faktisk hadde utført oppdraget som var beskrevet i de respektive avtalene, og at arbeidet hadde hatt et betydelig omfang.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon var at Foretaket ved emisjoner i selskap A og selskap B hadde ytet investeringstjenesten plassering av emisjoner, jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 6, uten tillatelse, i strid med vphl. § 9-1 (1).

Finanstilsynet bemerket at forholdene rundt emisjonen i selskap B fremsto som særlig påfallende. Utsteders juridiske rådgiver påtok seg i sin oppdragsavtale "*å stå som formell tilrettelegger*" for emisjonen, med henvisning til unntaket fra konsesjonsplikt i vphl. § 9-2 (2) nr. 1. Av opplistingen av konkrete oppgaver (i hovedsak juridisk due diligence og utarbeidelse/gjennomgang av ulike typer dokumentasjon) syntes det imidlertid ikke som om advokatfirmaet var tiltenkt noen form for mellommannsfunksjon mellom utsteder og investor. Mellommannsfunksjonene – med andre ord rollen som den reelle yter av investeringstjenesten "plassering" – var isteden tillagt Foretaket. Finanstilsynet fant i denne sammenheng ikke grunn til å vurdere rekkevidden av det nevnte unntaket fra konsesjonsplikt.

4.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket fremholder at det er akseptert at et foretak som tilbyr ordreformidling kan "*bistå med markedsføring og mottak og formidling av ordre i førstehåndsmarkedet*". Foretaket påpeker videre at det i emisjonene i både selskap A og selskap B har vært "*andre aktører som har påtatt seg tilretteleggerfunksjonen, og som dermed har påtatt seg de arbeidsoppgaver som følger av et tilretteleggeroppdrag*", nærmere bestemt verdipapirforetak C og advokatfirma D. Foretaket medgir at "*avtalene om distribusjon burde vært inngått med tilrettelegger, som underleverandør, men antar at det ikke har betydning for vurdering av selve bistanden hvem som var [Foretakets] kontraktsmotpart ved ordreformidlingen*".

Når det gjelder emisjonen i selskap A, anfører Foretaket at beskrivelsen i avtalen av Foretakets tjenester er konsistent med ordreformidling, ved at Foretakets rolle "*er begrenset til markedsføring og formidling av tegninger, mens øvrige oppgaver, herunder ansvar for investormaterialet, tilligger [C]*". Med hensyn til emisjonen i selskap B, medgir Foretaket at oppdragsbeskrivelsen i mandatavtalen er videre, blant annet ved at Foretaket har påtatt seg å utarbeide investorinformasjon, og at det derfor kan stilles spørsmål ved om det beskrevne oppdraget er "*for omfattende til at det kan utføres innenfor ordreformidlingskonsesjonen*". Foretaket fremholder imidlertid at det i praksis var selskap B og advokatfirma D som sto for utarbeidelse av investorpresentasjonen og annen relevant dokumentasjon, og at mandatavtalen derfor ikke reflekterer de faktiske forhold.

Foretaket trekker videre frem at advokatfirma Ds rolle har bidratt til at Foretaket har vært trygg på at dets bistand har vært "*innenfor de korrekte rettslige rammer*". Foretaket erkjenner at det er dets eget ansvar å drive virksomheten innenfor gjeldende konsesjoner, men mener det bør være forsvarlig å legge til grunn de råd Foretaket får "*fra et anerkjent advokatfirma som har dette området som ett av sine virksomhetsområder*".

Foretaket er uenig i Finanstilsynets foreløpige konklusjon om at Foretaket har ytet investeringstjenesten omtalt i vphl. § 2-1 (1) nr. 6 uten tillatelse.

4.5. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet deler ikke Foretakets forståelse av hvilke aspekter ved et tilretteleggingsoppdrag som utgjør den konsesjonspliktige tjenesten plassering av emisjoner, jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 6.

"Plassering" innebærer utøvelsen av en mellommannsfunksjon mellom emisjonsutsteder og investor, primært i form av formidling av tilbud om tegning til potensielle investorer på vegne av utsteder, ofte i kombinasjon med formidling av aksepter tilbake til utsteder. Foretakets rolle, som beskrevet i de respektive oppdragsavtalene, ligger dermed helt i kjerneområdet av denne investeringstjenesten, jf. at Foretaket *"skal bistå ... i markedsføringen av Emisjonen ... og skal søke å generere ordre for tegning i Emisjonen"*, og sørge for *"at tegninger formidles i tråd med tegningsvilkårene for Emisjonen"*. Finanstilsynet vil videre bemerke at når oppdraget som beskrives, faktisk utgjør investeringstjenesten plassering av emisjoner, kan det ikke tillegges betydning at det samtidig er slått fast i avtalene at Foretaket skal utføre oppdraget *"basert på sin konsesjon etter verdipapirhandelloven § 9-1 jf. § 2-1 første ledd nr. 1 (ordreformidling)"*.

Derimot er det andre oppgaver som typisk utføres av en tilrettelegger i forbindelse med en emisjon, som faller utenfor den konsesjonspliktige tjenesten "plassering", og som derfor kan utføres uten tillatelse til å yte investeringstjenester, eventuelt i medhold av den tilknyttede tjenesten nevnt i vphl. § 2-1 (2) nr. 3 (selskapsrådgivning). Eksempler på slike ikke-konsesjonspliktige tilretteleggingsoppgaver er utarbeidelse av prospekt og annen dokumentasjon, samt rådgivning til utsteder om kapitalstruktur og andre aspekter ved emisjonen. Det er nettopp slike oppgaver Foretaket i Tilsvaret argumenterer med at verdipapirforetak C og advokatfirma D har utført, jf. opplysningen i oppdragsavtalen om at verdipapirforetak C *"har alt ansvar som naturlig følger med tilretteleggingsoppdraget, herunder rådgivning knyttet til strukturering av emisjonen samt utarbeidelse av informasjonsmateriell og tegningsmateriell"*.

Foretaket påpeker at Finanstilsynet i Varselet har lagt vekt på at Foretakets oppdragsavtaler var inngått direkte med utsteder, og anfører i denne sammenheng at det ikke bør ha *"betydning for vurdering av selve bistanden hvem som var [Foretakets] kontraktsmotpart ved ordreformidlingen"*. Som nevnt er kjernen i tjenesten "plassering" av emisjoner at verdipapirforetaket opptrer på vegne av utsteder overfor potensielle investorer. Dette innebærer normalt at det foreligger et formelt avtaleforhold direkte mellom verdipapirforetaket og utsteder. Da slike avtaler forelå i begge de aktuelle emisjonene, har Finanstilsynet ikke funnet grunn til å vurdere i hvilken utstrekning Foretaket, innenfor rammen av sin ordreformidlingskonsesjon, som alternativ kunne ha påtatt seg en begrenset rolle som "underleverandør" til en tilrettelegger. På generelt grunnlag vil Finanstilsynet imidlertid anta at et foretak som ved en emisjon reelt utøver den type mellommannsfunksjon som er beskrevet i det foregående, vil kunne anses for å yte tjenesten "plassering" selv om det formelt ikke skulle foreligge noen avtale direkte med utsteder. Finanstilsynet antar at en slik synsmåte vil være særlig aktuell i tilfeller som bærer preg av forsøk på omgåelse av konsesjonsreglene.

Videre anfører Foretaket at det bør være forsvarlig å legge til grunn de råd Foretaket får *"fra et anerkjent advokatfirma som har dette området som ett av sine virksomhetsområder"*. Til dette vil Finanstilsynet bemerke at verdipapirforetak er fullt ut ansvarlig for alle aspekter ved egen virksomhet, og at mottatt rådgivning fra tredjemann ikke endrer dette utgangspunktet. Et tilsvarende

prinsipp gjelder for øvrig ved utkontraktering, jf. vpf. § 9-14 (1), hvor det fremgår at det utkontrakterende verdipapirforetaket "*beholder det fulle ansvaret for virksomheten*".

Det er etter dette Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i forbindelse med emisjoner i selskap A og selskap B har ytet investeringstjenesten omtalt i vphl. § 2-1 (1) nr. 6 uten tillatelse, i strid med vphl. § 9-1 (1). Disse emisjonene synes i kortere perioder å ha utgjort hovedfokus for Foretaket og en rekke av dets medarbeidere. Foretaket har i denne sammenheng henvendt seg til mange potensielle investorer, og har også generert en rekke tegninger. De to emisjonene Foretaket har plassert, har vært ledd i Foretakets forretningsplan, og Foretaket har til overmål definert "kapitalinnhenting" som et av sine virksomhetsområder og har forsøkt å generere ytterligere oppdrag av tilsvarende karakter. Finanstilsynet finner det ikke tvilsomt at overtredelsene er både alvorlige og systematiske.

5. Dokumentasjon av investeringsrådgivning

5.1. Rettslig utgangspunkt

Det følger av vphl. § 9-11 (1) nr. 7 at verdipapirforetak skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt.

Ved ytelse av investeringsrådgivning skal verdipapirforetak blant annet vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av rådgivningen, er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4) og vpf. § 10-16. For at Finanstilsynet skal kunne kontrollere om dette kravet er oppfylt, må foretaket kunne dokumentere både konklusjonene som er trukket vedrørende egnethet, og begrunnelsen for disse konklusjonene. Det vises i denne sammenheng til General guideline 9, med tilhørende supporting guidelines, i "Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements" (ESMA/2012/387), publisert av European Securities and Markets Authority (ESMA).

5.2. Foretakets rutiner

Foretaket har forklart at all rådgivning skal dokumenteres på et skjema utarbeidet av Foretaket, som skal fylles ut for hvert investeringsråd. Dette skjemaet inneholder blant annet et felt kalt "*Løsningsforslag og begrunnelse*", som er nærmere beskrevet slik: "*(herunder korte, grunngitte betraktninger om egnethet, risiko, likviditet og kostnader for hvert produkt og samlet, samt om kundens evne til å håndtere risikoen gitt finansiell informasjon)*". I skjemaet opplyses kunden videre om at "*Anbefalingen er utarbeidet av [Foretaket] etter faglig skjønn, på bakgrunn av investeringsprofil og opplysninger gitt foretaket av kunden i "Kundeprofil" og samtaler, samt foretakets / investeringsrådgivers kunnskap om kunden*".

5.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet gjennomgikk kundedokumentasjon for et utvalg på 67 av Foretakets kunder, som har mottatt ulike typer tjenester og produkter. Kundedokumentasjonen inkluderer kundeavtaler og egnethetstester, samt lydopptak og elektronisk dokumentasjon på ordre og rådgivning.

Finanstilsynet påpekte i Varselet at Foretaket ikke hadde fremlagt dokumentasjon på investeringsrådgivning overfor en rekke kunder som hadde solgt unoterte aksjer gjennom Foretaket. Det forelå da hverken skriftlig dokumentasjon på rådgivning eller opptak av telefonsamtaler.

Finanstilsynet ga videre uttrykk for at investeringsrådgivning knyttet til omsetning av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet skulle ha vært dokumentert, som nærmere drøftet i punkt 2 over.

Videre påpekte Finanstilsynet at i de tilfeller hvor dokumentasjon på rådgivning forelå, var den i mange tilfeller svært mangelfull. Som eksempler på gjennomgående svakheter nevnte Finanstilsynet blant annet mangel på dokumentasjon av hvilke begrunnelser som er gitt for investeringsråd og hvorfor Foretaket har funnet investeringsrådene egnet for kunden basert på innhentet kundeinformasjon. I skjemaet for investeringsrådgivning var det ofte kun vist til at kunden "ønsker" et gitt investeringsprodukt og/eller at kunden forstår risikoen.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Varselet var at Foretakets dokumentasjon av investeringsrådgivning ikke tilfredstilte de relevante krav i lov og forskrifter.

5.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

I Tilsvaret erkjennes det at dokumentasjon "*har vært en gjennomgående svakhet*" i Foretaket. Det påpekes at Foretaket har hatt få ansatte og et begrenset virksomhetsområde og ikke har hatt nødvendig fokus på å sikre god skriftlig dokumentasjon.

Når det gjelder manglende dokumentasjon av omsetning av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet, viser Foretaket til sine kommentarer gjengitt i punkt 2.4 over.

5.5. Finanstilsynets endelige merknader

Da Foretaket i hovedsak ikke synes å bestride Finanstilsynets vurderinger i Varselet, som gjengitt i punkt 5.3 over, nøyer Finanstilsynet seg med å henvise til disse. Finanstilsynet er i tråd med dette kommet til at Foretakets dokumentasjon av investeringsrådgivning ikke tilfredsstillende de relevante krav i lov og forskrifter, jf. punkt 5.1 over. Når det gjelder Foretakets begrunnelse for manglende dokumentasjon av omsetning av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet, viser Finanstilsynet til drøftelsen i punkt 2.5 over.

6. Dokumentasjon av kommunikasjon

6.1. Rettslig utgangspunkt

Det følger av vpf. § 10-31 at verdipapirforetak skal foreta lydopptak av alle telefonsamtaler i tilknytning til ytelse av investeringstjenester og etablere betryggende rutiner for dokumentasjon av kommunikasjon gjennom andre kommunikasjonskanaler når disse benyttes i tilknytning til ytelse av investeringstjenester. Slike opptak og annen dokumentasjon skal oppbevares, på betryggende måte, i minst tre år, jf. vpf. § 10-33.

6.2. Foretakets rutiner

Av Foretakets rutine for lydopptak og dokumentasjon fremgår det blant annet at kommunikasjon i tilknytning til ytelse av investeringstjenester som skjer gjennom andre tekniske kommunikasjonskanaler enn telefon, herunder e-post, skal "*lagres elektronisk eller i papirkopi*". Rutinen gir ingen nærmere anvisning på hvordan elektronisk lagring skal foregå, utover ren gjengivelse av verdipapirforskriftens generelle krav.

6.3. Tapte e-poster

Under tilsynsprosessen opplyste Foretaket om at det ikke var i stand til å etterkomme enkelte av Finanstilsynets forespørsler om dokumentasjon på Foretakets kommunikasjon med bestemte kunder. Dette ble blant annet begrunnet med at Foretaket ikke lenger hadde tilgang til e-posten til en tidligere rådgiver i Foretaket, som avsluttet sitt arbeidsforhold i 2016.

6.4. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at Foretaket hadde overtrådt kravet om å etablere betryggende rutiner for dokumentasjon av kommunikasjon.

6.5. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket erkjenner i Tilsvaret at dets lagringsrutiner kunne ha vært mer presise og utfyllende. Foretaket mener imidlertid at det ikke er noen tvil om at dets ansatte har vært fullt klar over at kommunikasjon med kunder skal lagres, og den tidligere ansattes manglende lagring representerte dermed et brudd på Foretakets rutiner.

6.6. Finanstilsynets endelige merknader

I tråd med de foreløpige vurderingene i Varselet er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har overtrådt kravet i vpf. § 10-31 (2) om å etablere betryggende rutiner for dokumentasjon av kommunikasjon gjennom andre kommunikasjonskanaler enn telefon. Etter Finanstilsynets vurdering er Foretakets rutiner mangelfulle ved at de begrenser seg til å gjengi de helt generelle kravene i verdipapirforskriften. Det er ikke tilstrekkelig at Foretakets ansatte er "*fullt klar over at kommunikasjon med kunder skal lagres*". For at rutinene skal kunne anses tilfredsstillende, må de operasjonalisere de generelle kravene i form av konkrete prosedyrer for hvordan lagring av e-post og annen relevant kommunikasjon rent faktisk skal foregå, på en måte som medarbeiderne enkelt kan forholde seg til og compliancefunksjonen kan etterprøve.

Etter Finanstilsynets oppfatning illustrerer forholdet beskrevet i punkt 6.3 over – som i seg selv utgjør et konkret brudd på oppbevaringsplikten i vpf. § 10-33 – at det ikke kun dreier seg om svakheter i Foretakets formelle, nedskrevne rutiner, men at Foretaket heller ikke i praksis har hatt fungerende prosedyrer på dette området.

7. Opprettelse av filial

7.1. Rettslig utgangspunkt

Et verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet før det oppretter filial i Norge, jf. vphl. § 9-22 (1). Det følger også av samme bestemmelse at filialen skal ha en leder som oppfyller kravene i vphl. § 9-9 (1).

I henhold til vphl. § 9-11 (1) nr. 1 skal et verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at det har tilstrekkelige og betryggende rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter.

7.2. Foretakets lokaler i Sarpsborg

Foretaket inngikk i april 2015 en avtale om leie av "kontorlokale" i Sarpsborg. Bakgrunnen for avtalen var at representant for Foretakets avtalemotpart var blitt ansatt som investeringsrådgiver i Foretaket.

I sine svar til Finanstilsynet i tilsynsprosessen omtalte Foretaket gjennomgående disse lokalene som "møtelokaler" og opplyste blant annet om at *"Tanken bak dette var at Comex kunne ta møter på et mer tilgjengelig sted og ikke minst mer praktisk for potensielle kunder i Østfold. Østfold ble sett av Foretaket som et interessant området utenfor Oslo."*

Det er ikke fremlagt interne rutiner eller retningslinjer for Foretakets bruk av disse lokalene spesielt, eller mer generelt for Foretakets bruk av andre lokaler enn hovedkontoret.

7.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at Foretakets lokaler i Sarpsborg utgjorde en filial, jf. vphl. § 9-22 (1). Denne vurderingen var basert på omtaler av lokalene i dokumentasjonen innhentet som ledd i tilsynet, hvor det blant annet fremgikk at det var en høyt prioritert oppgave for Foretaket å *"Få fart på Sarpsborgkontoret og få dette profitabelt innen utgangeng av året"*. Videre påpekte Finanstilsynet at det i dokumentasjonen fremkom opplysninger som tilsa at lokalene i Sarpsborg var primær arbeidsplass for nevnte investeringsrådgiver, og at vedkommende jevnlig ytet investeringstjenester derfra.

På grunnlag av dette var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket hadde overtrådt bestemmelsene i vphl. § 9-22 (1). Videre var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at fraværet av rutiner og retningslinjer knyttet til bruk av lokalene innebar brudd på vphl. § 9-11 (1) nr. 1.

7.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket fremholder i Tilsvaret at dets lokaler i Sarpsborg ikke var ment som en filial, men at de derimot *"var tenkt benyttet som faste møtelokaler i forbindelse med markedsføring mot potensielle nye kunder i Østfold"*. Foretaket opplyser i denne sammenheng om at lokalene ikke har vært kontinuerlig bemannet, og heller ikke har vært brukt som en fast besøksadresse for Foretaket. Lokalene har heller ikke vært eksklusive for Foretaket, men har parallelt vært benyttet av et nærmere angitt advokatfirma.

Foretaket medgir at lokalene omtales på en uheldig måte i interne referater, men fremholder at de aktuelle kommentarene gjengitt i Varselet *"var basert på at [Foretaket] vanskelig kan forsvare å betale løpende leie for møtelokaler i Sarpsborg, dersom det rent faktisk ikke er noen møtevirksomhet der, og [Foretaket] ikke får noen vekst i kundemassen som følge av at de kan avholde introduksjonsmøter lokalt"*.

7.5. Finanstilsynets endelige merknader

Basert på dokumentasjonen fra det stedlige tilsynet, sammenholdt med opplysningene i Tilsvaret, finner Finanstilsynet det overveiende sannsynlig at Foretakets bruk av lokalene i Sarpsborg har utgjort en filialetablering, blant annet ved at en av Foretakets rådgivere jevnlig har ytet investeringstjenester derfra. Dette innebærer at Foretaket har overtrådt vphl. § 9-22 (1) første

punktum, ved at det har unnlatt å gi melding om opprettelse av filial i Sarpsborg, og vphl. § 9-22 (1) annet punktum, ved at det ikke har hatt en egnethetsvurdert filialleder tilstedeværende i filialen.

Uavhengig av spørsmålet om lokalene faktisk utgjorde en filial, er det dessuten Finanstilsynets konklusjon at det burde foreligget rutiner og retningslinjer som tar høyde for at Foretaket benytter andre lokaler i tillegg til sitt hovedkontor – eventuelt spesifikke rutiner og retningslinjer for Foretakets bruk av lokalet i Sarpsborg – jf. vphl. § 9-11 (1) nr. 1.

8. Organisering – annen virksomhet

8.1. Rettslig utgangspunkt

I henhold til vphl. § 9-11 (1) nr. 1 skal et verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at det har tilstrekkelige og betryggende rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter.

8.2. Foretakets virksomhetsområder

Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet om at det opererte med følgende fire forretningsområder: kommersiell valutahandel, egenhandel/trading, investeringsrådgivning og kapitalinnhenting. Slik Finanstilsynet forstår det, har Foretaket regnet all virksomhet knyttet til valutaspotkontrakter (herunder mandathandelen), jf. punkt 3 over, som del av virksomhetsområdet egenhandel/trading, sammen med investeringstjenestevirksomhet bestående av handel gjennom Saxo Bank i andre produkter, som CFD og aksjer.

Foretaket opplyste om at virksomheten på området kommersiell valutahandel ikke innebar ytelse av investeringstjenester. Videre har Foretaket som nevnt lagt til grunn at tjenester i tilknytning til valutaspotkontrakter ikke er investeringstjenester.

8.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet påpekte i Varselet at det faktum at Foretaket har drevet omfattende virksomhet som Foretaket selv ikke har definert som investeringstjenestevirksomhet, i liten eller ingen grad hadde kommet til uttrykk i Foretakets rutineverk og annen dokumentasjon. Det var derfor uklart hvilke regler – så vel lovbestemmelser som interne retningslinjer – Foretaket har ment at disse delene av virksomheten var underlagt.

Finanstilsynet påpekte at det ikke var fremlagt rutiner eller retningslinjer overhodet for virksomhetsområdet kommersiell valutahandel. Når det gjaldt Foretakets befatning med valutaspotkontrakter, påpekte Finanstilsynet at det var uenig med Foretakets vurdering av at tjenester i tilknytning til disse ikke utgjør investeringstjenester, jf. punkt 3 over. Dersom man likevel skulle ha lagt Foretakets vurdering til grunn, ville det etter Finanstilsynets oppfatning ha vært påkrevet med klare interne rutiner for ytelse av "valutaspottjenester". Finanstilsynet påpekte at slike rutiner ikke syntes å foreligge, herunder for eksempel retningslinjer for hvordan Foretakets medarbeidere skal håndtere kunder som kun mottar valutaspottjenester, og kunder som mottar både valutaspottjenester og investeringstjenester. Det syntes heller ikke å foreligge noen rutiner knyttet til mandatavtalene og handlene Foretakets medarbeidere utfører i henhold til disse, til tross for at denne tjenesten skiller seg klart fra annen virksomhet Foretaket driver.

Videre påpekte Finanstilsynet at det ikke syntes å foreligge retningslinjer for ulike former for intern kontroll av de delene av virksomheten som Foretaket ikke regner som investeringstjenestevirksomhet. I interne kontrollrutiner som eksplisitt nevner Foretakets virksomhetsområder, var det tvert imot kun investeringstjenestevirksomheten som var beskrevet.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon var at Foretaket ikke hadde hatt tilstrekkelige og betryggende rutiner for å sikre etterlevelse av sine forpliktelser etter lov og forskrifter, jf. vphl. § 9-11 (1) nr. 1, med hensyn til de delene av virksomheten som Foretaket hadde lagt til grunn ikke utgjorde investeringstjenestevirksomhet.

8.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket opplyser i Tilsvaret om at det har lagt til grunn at alle kunder, uavhengig av produkt, skal ha samme kundebeskyttelse, med unntak av kunder innenfor kommersiell valutahandel, hvor Foretakets virksomhet er begrenset til å være "introducing broker".

Foretaket gir uttrykk for at Foretakets tjenester knyttet til spothandel i valuta ligger så nært opp til investeringstjenestene ordreformidling og investeringsrådgivning at det ikke har vært påkrevet med særskilte rutiner spesielt for dette. Foretaket tar imidlertid selvkritikk på at det ikke er utviklet rutiner for mandathandelen.

8.5. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet registrerer Foretakets opplysninger i Tilsvaret om at det har ment å gi alle kunder, uavhengig av produkt, samme kundebeskyttelse, samt at Foretakets ytelse av "valutaspottjenester" (som Foretaket har lagt til grunn ikke er investeringstjenester) er ment å skulle underlegges de samme rutiner som Foretakets ytelse av investeringstjenester. Finanstilsynet kan imidlertid ikke se at dette er reflektert i rutinene selv, og opprettholder følgelig sin vurdering om at rutinene fremstår som mangelfulle. Finanstilsynet kan heller ikke se at øvrige opplysninger i Tilsvaret tilfører nye momenter som gir grunnlag for å endre Finanstilsynets vurderinger fra Varselet, jf. punkt 8.3 over.

Finanstilsynets konklusjon er at Foretaket ikke har hatt tilstrekkelige og betryggende rutiner for å sikre etterlevelse av sine forpliktelser etter lov og forskrifter, jf. vphl. § 9-11 (1) nr. 1, med hensyn til de delene av virksomheten som Foretaket har lagt til grunn ikke utgjør investeringstjenestevirksomhet. Det fremstår for Finanstilsynet som at Foretaket har hatt manglende bevissthet omkring de utfordringer som ligger i å drive annen virksomhet parallelt med investeringstjenestevirksomhet.

9. Compliancefunksjonen

9.1. 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.

9.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

På tidspunktet for det stedlige tilsynet ble Foretakets compliancefunksjon ivaretatt av én medarbeider i deltidsstilling. Finanstilsynet gjennomgikk diverse dokumentasjon knyttet til compliancefunksjonen, herunder compliancerapporter, -logger og -planer. Det var Finanstilsynets klare inntrykk at compliancefunksjonen i liten eller ingen grad hadde identifisert en rekke av forholdene omtalt i Varselet.

Finanstilsynet ga uttrykk for at de forholdene compliancefunksjonen hadde identifisert og påpekt, i stor grad dreide seg om konkrete mangler knyttet til dokumentasjon. Finanstilsynet påpekte at selv om dette er forhold som det er viktig å ha fokus på, er slike konkrete mangler relativt enkle å identifisere og håndtere sammenlignet med mer komplekse utfordringer ved et verdipapirforetaks virksomhet. Et for ensidig fokus på å avdekke denne typen mangler kan derfor tyde på en compliancefunksjon med utilstrekkelig ekspertise og/eller ressurser. Videre fremgikk det av dokumentasjonen at de manglene som ble avdekket, var blitt påpekt en rekke ganger over en lengre periode, noe som kan tyde på en compliancefunksjon med utilstrekkelig autoritet i organisasjonen.

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

9.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket erkjenner og beklager at det ikke tidligere hatt en tilstrekkelig sterk compliancefunksjon, særlig når det gjelder forholdene omtalt i punkt 2 over. Foretaket uttrykker noe større forståelse for at complianceansvarlig ikke har fanget opp korrekt klassifisering av valutapotkontraktene omtalt i punkt 3 over. Foretaket påpeker i denne sammenheng blant annet at klassifiseringen ikke kan ha vært kjent for den juridiske rådgiver som bisto med oppsett av mandatavtalene. Foretaket tar imidlertid selvkritikk på at hverken compliancefunksjonen eller ledelse og styre har adressert mangel på rutiner på dette virksomhetsområdet. Når det gjelder forholdene omtalt i punkt 4 over, er Foretaket som nevnt uenig med Finanstilsynet i at Foretaket har ytet investeringstjenesten plassering av emisjoner uten tillatelse, og mener det er relevant å se hen til at Foretaket, *"i det oppdraget som fremstår som det mest tvilsomme, har fått juridisk veiledning av kompetent advokat"*.

9.4. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet kan ikke se at det fremkommer opplysninger i Tilsvaret som er egnet til å rokke ved Finanstilsynets foreløpige vurderinger. Finanstilsynet vil presisere at det er et verdipapirforetaks eget ansvar å organisere compliancefunksjonen på en hensiktsmessig måte, herunder med hensyn til valg mellom interne ressurser og ekstern bistand. I den utstrekning foretaket velger å basere seg på ekstern bistand – enten dette skjer i form av rådgivning eller utkontraktering – vil foretaket identifiseres med denne bistanden ved vurderingen av compliancefunksjonens effektivitet. Det er etter dette 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.

10. Internkontroll

10.1. Rettslig utgangspunkt

Det følger av forskrift om risikostyring og internkontroll (internkontrollforskriften) § 6 annet ledd at verdipapirforetak minst én gang årlig skal foreta en gjennomgang av vesentlige risikoer, hvor det for alle virksomhetsområder skal foretas en systematisk vurdering av om foretakets risikostyring og internkontroll er tilstrekkelig for å håndtere foretakets identifiserte risikoer på en forsvarlig måte. I henhold til § 7 annet ledd skal verdipapirforetak dessuten minst én gang årlig foreta en oppsummerende vurdering av om internkontrollen har vært gjennomført på en tilfredsstillende måte. Vurderingene etter § 6 annet ledd og § 7 annet ledd skal dokumenteres, jf. § 8 første ledd. Daglig leder skal, minst én gang årlig, utarbeide en samlet vurdering av risikosituasjonen som skal forelegges styret til behandling, jf. § 8 annet ledd.

I henhold til internkontrollforskriften § 10 skal styret i foretak som ikke har etablert internrevisjon, sørge for at foretakets valgte revisor avgir en årlig bekreftelse til styret, som blant annet skal bekrefte om det er foretatt vurderinger i henhold til § 6 annet ledd og § 7 annet ledd, og om det foreligger dokumentasjon i samsvar med § 8.

10.2. Foretakets internkontroll

Finanstilsynet ba i forkant av det stedlige tilsynet Foretaket om dokumentasjon knyttet til internkontroll for 2014 og 2015. Foretaket fremla blant annet en rapport fra faktisk leder datert 31. desember 2015 (i det følgende omtalt som kontrollrapporten). Det ble ikke fremlagt noen tilhørende revisorbekreftelse, men etter at Finanstilsynet etterlyste dette, oversendte Foretaket revisorbekreftelse av internkontroll for 2015, datert etter datoen for tilsynet. For 2014 fremla Foretaket hverken årlig rapport fra daglig leder eller revisorbekreftelse.

10.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet mente at hverken kontrollrapporten eller annen fremlagt dokumentasjon dokumenterte oppfyllelse av kravene om å gjennomføre årlig gjennomgang av vesentlige risikoer og årlig vurdering av internkontrollen, jf. internkontrollforskriften § 6 annet ledd og § 7 annet ledd. Videre ga Finanstilsynet uttrykk for at kontrollrapporten etter sitt innhold heller ikke var egnet til å tilfredsstille kravet i internkontrollforskriften § 8 annet ledd om en samlet vurdering av risikosituasjonen i Foretaket.

Det fremsto videre som at den fremlagte revisorbekreftelsen for 2015, jf. internkontrollforskriften § 10, først ble innhentet som en følge av Finanstilsynets forespørsler i forbindelse med det stedlige tilsynet.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket ikke hadde oppfylt kravene i internkontrollforskriften §§ 6, 7, 8 og 10.

10.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket medgir at "*den årlige internkontrollgjennomgangen har vært av varierende kvalitet*". Foretaket erkjenner videre at det skulle ha fanget opp revisors manglende deltagelse i den årlige internkontrollgjennomgangen, men påpeker at revisor også selv burde ha vært oppmerksom på forpliktelsen.

10.5. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet henviser til sine vurderinger i Varselet, gjengitt i punkt 10.3 over. Foretaket synes ikke å bestride disse. Det er følgelig Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har overtrådt bestemmelsene i internkontrollforskriften §§ 6, 7, 8 og 10.

11. Styre og ledelse

11.1. 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 ledelse og styre 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).

11.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Som ledd i tilsynsprosessen gjennomgikk Finanstilsynet dokumentasjon knyttet til Foretakets styre og ledelse. Finanstilsynet påpekte i Varselet at det i 2014 og 2015 ble avholdt påfallende få styremøter i Foretaket, og flere av møtene synes å ha vært avholdt kun for å fatte formelle styrevedtak, for eksempel knyttet til kapitalforhøyelser. Utover formalia er styreprotokollene gjennomgående lite fylldige, og i to-årsperioden er det svært få tilfeller hvor det fremgår av protokollen at styret har drøftet kritiske forhold ved virksomheten eller spørsmål knyttet til internkontroll og compliance.

Finanstilsynet mente at det ikke var noe i fremlagt dokumentasjon som tydet på at det på noe tidspunkt var satt spørsmålsteget ved Foretakets rolle i den omfattende omsetningen av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet, til tross for at denne omsetningen – og de tilhørende interessekonfliktene – åpenbart må ha vært kjent for både ledelsen og styret. Det var heller ikke fremlagt dokumentasjon på at styret i det hele tatt hadde behandlet spørsmål omkring Foretakets befatning med emisjoner, Foretakets tilbud om mandathandel av valutaspotkontrakter eller Foretakets overtagelse og bruk av kontorlokaler i Sarpsborg.

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

11.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket erkjenner "*at det ikke har vært en ideell styresammensetning historisk*", noe som blant annet har medført potensielle interessekonflikter. Foretaket medgir videre at omfattende og detaljerte styreprotokoller ikke har vært tilstrekkelig høyt prioritert.

Med hensyn til valutaspotkontrakter viser Foretaket til at alle involverte har vært i villfarelse om korrekt klassifisering, og at dette er årsaken til at lovligheten av virksomhetsområdet ikke har vært problematisert. Når det gjelder Foretakets bistand ved emisjoner, mener Foretaket at administrasjonen har foretatt de avklaringer som kan forventes, jf. punkt 4 over.

Videre opplyses det i Tilsvaret om at compliancerapporteringen til styret tidligere i hovedsak var muntlig. Foretaket viser til at de rapporterte compliancefunnene var av bagatellmessig art, og at styret fant dette betryggende. Da complianceansvarlig bekreftet at det ikke forelå andre omstendigheter styret burde ha kjennskap til, la styret dette til grunn.

11.4. Finanstilsynets endelige merknader

Styret i et verdipapirforetak må besitte tilstrekkelig kompetanse til å sette seg inn i virksomheten og, på grunnlag av dette, stille konkrete og relevante spørsmål til foretakets administrasjon angående potensielle risikoer og andre vesentlige forhold ved foretakets ulike virksomhetsområder. Dette gjelder generelt, men er særlig kritisk i tilknytning til endringer i virksomheten, for eksempel ved etablering av nye tjenester.

Opplysningene i Tilsvaret er ikke egnet til å endre Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet av at Foretakets styre i 2014 og 2015 i svært liten utstrekning drøftet kritiske forhold ved virksomheten eller spørsmål relatert til internkontroll og compliance. Riktignok fremholdes det i Tilsvaret at drøftelsene i styret har vært noe mer omfattende enn hva som fremgår av protokollene, men Foretaket synes ikke å bestride Finanstilsynets vurderinger i Varselet om at det er vesentlige forhold ved Foretakets virksomhet som styret enten ikke har behandlet overhodet eller har behandlet uten å stille kritiske spørsmål. Med hensyn til compliance og internkontroll fremstår det for Finanstilsynet som at styret for enkelt har slått seg til ro med en generell bekreftelse på at *"det ikke forelå andre omstendigheter styret burde ha kjennskap til"*.

Det er heller ingenting i dokumentasjonen eller i Tilsvaret som tilsier at Foretakets daglige ledelse har hatt den nødvendige kontroll med Foretakets virksomhet for å sikre at Foretaket oppfyller sine forpliktelser. Tvert imot må det legges til grunn at ledelsen har vært direkte involvert i en rekke av overtredelsene avdekket av Finanstilsynet. Med hensyn til omsetningen av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet, jf. punkt 2 over, vil Finanstilsynet påpeke at flere av Hovedeierne i den aktuelle perioden hadde sentrale posisjoner i både ledelsen og styret.

Det er etter dette Finanstilsynets konklusjon at Foretakets styre og ledelse ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med sentrale områder av Foretakets virksomhet, jf. vpf. § 9-12. Under punkt 10 over har Finanstilsynet også konkludert med at Foretaket har overtrådt en rekke bestemmelser i forskrift om risikostyring og internkontroll. Finanstilsynet bemerker at forskriften legger ansvaret for å overholde disse bestemmelsene direkte til styret og daglig leder.

12. Opplysningsplikt overfor Finanstilsynet

12.1. Rettslig utgangspunkt

I henhold til finanstilsynsloven § 3 annet ledd plikter foretak under tilsyn, herunder verdipapirforetak, når som helst å gi alle opplysninger som Finanstilsynet måtte kreve og å la Finanstilsynet få innsyn i blant annet foretakets dokumenter og datamaskiner. Tilsvarende regler om opplysningsplikt følger også av vphl. § 15-2 (1).

12.2. Foretakets svar på Finanstilsynets forespørsler

I tråd med vanlig prosedyre ved stedlige tilsyn i verdipapirforetak sendte Finanstilsynet etter tilsynet en detaljert forespørsel til Foretaket om diverse utfyllende dokumentasjon. Da Foretakets svar på både denne forespørselen og en oppfølgingsforespørsel var svært mangelfulle, fant

Finanstilsynet det nødvendig med ytterligere oppfølging i form av et formelt brev til Foretaket, hvor Finanstilsynet blant annet minnet om verdipapirforetaks lovpålagte opplysningsplikter. Heller ikke svaret på dette brevet var tilfredsstillende. Finanstilsynet fant det derfor påkrevet med ytterligere oppfølging, i form av nok et brev til Foretaket, hvor Finanstilsynet blant annet gjorde oppmerksom på at overtredelser av opplysningsplikten kan gi grunnlag for endring eller tilbakekall av et verdipapirforetaks tillatelser.

12.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet uttalte i Varselet at det fant det sterkt kritikkverdig at Foretaket gjentatte ganger hadde gitt mangelfulle svar på Finanstilsynets forespørsler. Finanstilsynet la i denne sammenheng særlig vekt på at Foretakets svar på det første brevet nevnt ovenfor var svært mangelfullt, til tross for de sterke oppfordringene i dette brevet om å gi fullstendige opplysninger.

12.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket beklager i Tilsvaret "*den svake kvaliteten på de løpende spørsmålene Finanstilsynet har stilt*". Foretaket fremholder at det ikke har forsøkt å holde tilbake informasjon, men medgir at svarene fremsto som mangelfulle.

12.5. Finanstilsynets endelige merknader

Verdipapirforetaks opplysningsplikt overfor Finanstilsynet utgjør en vesentlig forutsetning for effektivt tilsynsarbeid. Finanstilsynet ser svært alvorlig på overtredelser av denne plikten og finner det derfor sterkt kritikkverdig at Foretaket gjentatte ganger ga mangelfulle svar på Finanstilsynets forespørsler. Finanstilsynet vil i tillegg bemerke at dette føyer seg inn i et overordnet bilde av gjennomgående svak dokumentasjon av Foretakets virksomhet. Både Foretakets mangelfulle svar og svakhetene i dokumentasjonen mer generelt har vanskeliggjort Finanstilsynets arbeid med det stedlige tilsynet og bidratt til at tilsynet har trukket kraftig ut i tid.

13. Oppsummering

Finanstilsynet har i punkt 2 over konkludert med at Foretakets befatning med salg av aksjer i Foretaket og Holdingselskapet har utgjort et grovt misbruk av kundenes tillit, og at Foretaket gjennom dette har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk og interessekonflikter.

Videre har Finanstilsynet i punkt 3 over konkludert med at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandelloven ved at det over lengre tid har ytet tjenester som Foretaket feilaktig har lagt til grunn ikke har vært investeringstjenester, i tilknytning til derivatproduktet valutaspotkontrakter. De aktuelle bruddene omfatter blant annet ytelse av investeringstjenester over en lengre periode før Foretaket fikk konsesjon som verdipapirforetak, ytelse av en investeringstjeneste som Foretaket ikke har tillatelse til å yte, og brudd på bestemmelsene om god forretningsskikk.

Finanstilsynet har videre i punkt 4 over konkludert med at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandelloven ved at det har ytet investeringstjenesten omtalt i vphl. § 2-1 (1) nr. 6 uten tillatelse.

Finanstilsynet anser at de grove bruddene på konsesjonsreglene, reglene om god forretningsskikk og reglene om interessekonflikter har utgjort en grunnleggende svikt i Foretakets forståelse og

løpende prosess for å sikre at virksomheten til enhver tid drives i henhold til verdipapirhandelloven. Det vurderes som skjerpene at Foretaket ikke har sørget for effektiv internkontroll og risikostyring. Finanstilsynet finner det videre lite tillitvekkende at det gjennomgående er store mangler i Foretakets dokumentasjon av sin virksomhet. Det er også alvorlig at Foretakets styre og ledelse ikke synes å ha hatt et bevisst forhold til sitt ansvar for at Foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter.

I henhold til vphl. § 9-4 (1) nr. 4 kan Finanstilsynet tilbakekalle et verdipapirforetaks tillatelse til å yte investeringstjenester dersom foretaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretakets overtredelser beskrevet i punktene 2, 3 og 4 over hver for seg oppfyller vilkårene for tilbakekall i vphl. § 9-4 (1) nr. 4. Som beskrevet i punkt 1 over har Foretaket imidlertid gitt avkall på sine tillatelser til å yte investeringstjenester, og Finanstilsynet har derfor allerede fattet vedtak om slikt tilbakekall med hjemmel i vphl. § 9-4 (1) nr. 1.

For Finanstilsynet

Geir Holen
seksjonssjef

Fredrik Skribeland
spesialrådgiver