



Christiania Securities AS  
C. J. Hambros Plass 2C  
0164 OSLO

VÅR REFERANSE  
16/10831

DERES REFERANSE

DATO  
22.11.2017

## Merknader - endelig rapport

### 1. INNLEDNING

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn hos Christiania Securities AS (Foretaket) den 25. november 2016.

Foretaket hadde på tilsynstidspunktet tillatelse til å yte investeringstjenestene 1, 2, 3, 4 og 5 som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1), og de tilknyttede tjenestene 1, 2, 3, 5 og 6 som nevnt i vphl. § 2-1 (2). I etterkant av det stedlige tilsynet har Foretaket avvirket sin virksomhet innen aktiv forvaltning (investeringstjeneste 4), og tilbakeleverte tillatelsen til å yte denne tjenesten i brev av 4. oktober 2017.

Foretaket har kontor i Oslo, og hadde på tilsynstidspunktet ni ansatte samt en tilknyttet agent, Vibrand Finans AS (Agenten). Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at avtalen med Agenten nylig var sagt opp, og agentforholdet opphørte i mai 2017.

Foretaket mottok foreløpig rapport etter det stedlige tilsynet i brev av 4. juli 2017 (Rapporten), og ga sitt tilsvaret til denne i brev av 31. august 2017, supplert av e-post av 16. oktober 2017 (Tilsvaret).

### 2. NÆRMERE OM FORETAKETS VIRKSOMHET

Foretakets hovedvirksomhet var på tilsynstidspunktet aktiv forvaltning og handel i børsnoterte aksjer gjennom samarbeidspartnerne Saxo Bank A/S (Saxo) og Neonet Securities AB. Videre var en stor del av Foretakets driftsinntekter knyttet til verdipapirfinansiering.

Den aktive forvaltningen var konsentrert rundt et utvalg standardiserte porteføljer. På tilsynstidspunktet tilbød Foretaket totalt åtte slike porteføljer, herunder fem som ble markedsført av Foretaket direkte og tre som ble markedsført gjennom Agenten. De fem porteføljene som ble markedsført av Foretaket direkte, var basert på norske, nordiske eller europeiske børsnoterte aksjer, mens de tre porteføljene som ble markedsført av Agenten var basert på henholdsvis utvalgte ETF'er, rentefond eller oljerelaterte papirer.

Foretakets kunder kunne alternativt velge å følge porteføljene, helt eller delvis, som aksjehandelskunder (dette gjaldt imidlertid ikke de porteføljene som ble markedsført av Agenten). Kundene som valgte å følge en standardisert portefølje som aksjehandelskunde ble kontaktet av

**FINANSTILSYNET**

Revierstredet 3  
Postboks 1187 Sentrum  
0107 Oslo

Telefon 22 93 98 00  
Telefaks 22 63 02 26

post@finansstilsynet.no  
www.finanstilsynet.no

**Saksbehandler**

Elise Ødegård  
Dir. tlf 22 93 97 70

megler ved endringer i porteføljen, og forespurt om de ønsket å gjennomføre disse. Endringer i samtlige porteføljer ble besluttet av Foretakets investeringskomité, på grunnlag av egenutviklede tekniske analysemetoder og data levert fra Investtech.com AS.

For kunder som ønsket å handle på egenhånd tilbød Foretaket en handelsplattform som ga tilgang til blant annet internasjonale aksjer, CFD'er, valuta og råvarer. Foretaket utarbeidet en ukentlig markedsrapport som inneholdt aktuelle tradingcase, oversikt over Foretakets standardiserte porteføljer og utvalgte nøkkeltall. Denne rapporten ble publisert på Foretakets nettsider, og var etter det opplyste primært beregnet på kunder som selv la inn ordre gjennom Foretakets handelsplattform. Foretakets meglere hadde ikke anledning til å gi investeringsråd utover Foretakets standardiserte porteføljer eller andre offisielle anbefalinger fra Foretaket.

### **3. ORGANISERING OG TILTAK FOR Å FORHINDRE INTERESSEKONFLIKTER**

#### **3.1 Rettslig utgangspunkt**

Verdipapirforetak plikter i henhold til vphl. § 10-10 (1) å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom. Videre følger det av vphl. § 9-11 (1) nr. 2 at verdipapirforetak skal være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum.

Det følger av verdipapirforskriften (vpf.) § 9-24 (1) at verdipapirforetak skal ha skriftlige retningslinjer for håndtering av interessekonflikter. Retningslinjene skal som et minimum angi de forhold som kan medføre interessekonflikter, samt angi rutiner som skal følges og tiltak som skal iverksettes for å håndtere slike interessekonflikter, jf. vpf. § 9-24 (2). Vpf. § 9-24 (3) inneholder en oppstilling av eksempler på ulike rutiner og tiltak som verdipapirforetak skal vurdere behovet for.

#### **3.2 Finanstilsynets vurderinger i Rapporten**

Finanstilsynet skrev i Rapporten at Foretaket var organisert slik at de samme ansatte drev virksomhet innenfor både aktiv forvaltning, megling og egenhandel, og videre at Foretakets kunder innenfor aktiv forvaltning og megling ofte handlet i de samme papirene. Dette gjaldt også Foretaket selv, som gjennom sin egenhandelsvirksomhet fulgte enkelte av de samme porteføljene som Foretakets kunder. Etter Finanstilsynets vurdering forelå det åpenbare interessekonflikter knyttet til en slik organisering og forretningsmodell.

Finanstilsynet kunne imidlertid ikke se at det var fremlagt dokumentasjon på at Foretaket hadde identifisert slike potensielle interessekonflikter, jf. vphl. § 10-10 (1). Videre syntes Foretaket ikke å ha vært organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum, jf. vphl. § 9-11 (1), nr. 2, herunder gjennom implementering av rutiner og tiltak som forutsatt i vpf. § 9-24. Finanstilsynet kommenterte særskilt at det ikke syntes å være etablert tilstrekkelige informasjonssperrer mellom Foretakets ulike virksomhetsområder.

#### **3.3 Foretakets kommentarer**

Foretaket skriver i Tilsvaret at det ved en feil ikke har oversendt alle relevante rutiner og instruksjoner til Finanstilsynet, og ettersender en "oversiktsrutine" som blant annet omhandler interessekonflikter og informasjonssperrer.

Foretaket redegjør i Tilsvaret for at det er iverksatt tiltak for å håndtere interessekonflikter som følger av ulike kundegrupper og Foretaket selv handler i de samme papirene. Foretaket beskriver i denne sammenheng sin praksis for gjennomføring av transaksjoner i etterkant av vedtatte endringer i modellporteføljene. Foretakets praksis har ikke vært nedfelt i skriftlig form, men er dokumentert gjennom ordre- og transaksjonsjournaler.

Foretaket opplyser videre at den ansvarlige for Foretakets virksomhet innen aktiv forvaltning har hatt hjemmekontor, og ikke har hatt innsyn i ordre som utføres på vegne av meglerbordets kunder. Det er dermed Foretakets syn at det var innført tilstrekkelige organisatoriske og faktiske informasjonssperrer.

I brev av 4. oktober 2017 opplyser Foretaket imidlertid at det i lys av Finanstilsynets kommentarer til Rapporten, og for å unngå de interessekonflikter som kan oppstå i tilknytning til aktiv forvaltning, har besluttet å rendyrke Foretakets profil som megler basert på anbefalte modellporteføljer. Foretaket har dermed avviklet virksomheten innen aktiv forvaltning, og tilbakeleverer sin konsesjon til å yte denne investeringstjenesten.

### **3.4 Finanstilsynets endelige merknader**

Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket i Tilsvaret fremla ytterligere rutiner knyttet til interessekonflikter og informasjonssperrer enn det som fremkom under det stedlige tilsynet.

Det er likevel Finanstilsynets syn at Foretaket ikke i tilstrekkelig grad hadde identifisert og håndtert konkrete interessekonflikter som fulgte av Foretakets forretningsmodell, jf. vphl. § 10-10 og vpf. § 9-24. Dette kommenteres nærmere i punkt 4 under. Finanstilsynet vil presisere at rutiner og retningslinjer for håndtering av interessekonflikter skal nedfelles skriftlig, jf. vpf. § 9-24 (1).

Finanstilsynet tar for øvrig til etterretning at Foretaket nå har gjennomført tiltak for redusere interessekonflikter ved å avvikle sin virksomhet innen aktiv forvaltning. Finanstilsynet legger til grunn at Foretakets rutineverk blir oppdatert og tilpasset Foretakets nåværende virksomhet.

## **4. FORETAKETS MODELL FOR AKTIV FORVALTNING**

### **4.1 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. Opplysningsplikten er nærmere presisert i vpf. § 10-15 (1) litra a, hvor det fastslås at verdipapirforetak plikter å opplyse om "de samlede kostnader kunden skal betale for det enkelte finansielle instrumentet, investeringstjenesten eller tilknyttet tjeneste [...] Dersom kostnadene ikke kan angis presist, skal grunnlaget for beregningen opplyses slik at kunden kan kontrollere

beregningen". Videre følger det av vphl. § 10-11 (3) at all informasjon gitt til kunder og potensielle kunder skal være korrekt, klar og ikke villedende.

Videre innebærer kravet til god forretningsskikk at verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning, skal gjennomføre egnethetstest av sine kunder. Egnethetstesten skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4).

Verdipapirforetak plikter i henhold til vphl. § 10-10 (1) å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom. Videre følger det av vphl. § 9-11 (1) nr. 2 at verdipapirforetak skal være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum.

## **4.2 Finanstilsynets vurderinger i Rapporten**

Finanstilsynet kommenterte i Rapporten følgende forhold knyttet til Foretakets forretningsmodell for aktiv forvaltning:

### **Foretakets kurtasjeinntekter fra aktiv forvaltning**

Foretakets aktiv forvaltningskunder ble belastet forvaltningshonorar, suksesshonorar og for noen porteføljer også tegningshonorar (satser og type honorar varierte noe mellom de ulike porteføljene).

I tillegg ble kundene belastet kurtasje for hver transaksjon som ble gjennomført i porteføljene. Kurtasjeinntektene tilfalt i hovedsak Foretaket selv – kun en mindre del gikk med til å dekke Foretakets kostnader til tredjepart. Finanstilsynet skrev i Rapporten at beregninger for utvalgte kunder viste at den samlede belastede kurtasjen utgjorde en betydelig større årlig kostnad for kunden enn selve forvaltningshonoraret, som for de fleste porteføljer var på 2 % per år. Finanstilsynet bemerket at en slik modell er svært uvanlig, og at forvalters egen godtgjørelse typisk dekkes inn av forvaltningshonoraret alene.

Foretakets kurtasjemodell utgjorde etter Finanstilsynets syn en åpenbar interessekonflikt, da den ga Foretaket incentiver til å øke transaksjonshyppigheten for å øke egne inntekter. Slike incentiver er problematiske også i andre sammenhenger – for eksempel ved investeringsrådgivning – men settes helt på spissen ved aktiv forvaltning, hvor Foretaket har full kontroll på transaksjonshyppigheten. Finanstilsynet skrev i Rapporten at det ikke kunne se at denne grunnleggende interessekonflikten var identifisert eller håndtert av Foretaket.

### **Foretakets suksesshonorar**

For syv av de åtte standardiserte porteføljene ble det beregnet et suksesshonorar, som for de fleste av porteføljene utgjorde 20 % av avkastning etter kostnader som oversteg den aktuelle referanseindeksen.

Denne typen suksesshonorar er asymmetrisk, i den forstand at økningen i forvaltningshonorar når porteføljens avkastning overstiger referanseindeksen ikke gjenspeiles i en tilsvarende reduksjon av forvaltningshonoraret når porteføljens avkastning er lavere enn referanseindeksen. Asymmetrisk forvaltningshonorar gir verdipapirforetaket incentiver til å følge en investeringsstrategi med høyere forventet avkastning og dermed også høyere risiko, og en slik honorarmodell vil derfor kunne bidra

til en interessekonflikt mellom verdipapirforetaket og kundene. Finanstilsynet skrev i Rapporten at det ikke kunne se at Foretaket hadde identifisert eller håndtert denne interessekonflikten.

### **Opplysninger gitt til kunder om kostnader**

Basert på en gjennomgang av den informasjonen som var gitt kunder om kostnadene forbundet med aktiv forvaltning, var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at kundene i flere henseende ikke hadde fått opplysninger som har vært tilstrekkelig utfyllende, klare og presise.

Det var Finanstilsynets vurdering at det ikke var gitt tilstrekkelige opplysninger om at hoveddelen av kurtasjen tilfalt Foretaket, mens kun en mindre del gikk med til å dekke Foretakets transaksjonsutgifter til tredjepart. Dette er informasjon som etter Finanstilsynets oppfatning vil være relevant for å gjøre kunden i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning, herunder for å sammenligne Foretakets kostnadsmodell med andre tilbydere. At kurtasjen utgjorde en betydelig andel av kundenes totale omkostninger, forsterket etter Finanstilsynets syn betydningen av slik informasjon.

Det var videre Finanstilsynets vurdering at Foretaket ikke hadde gitt tilstrekkelige opplysninger til sine kunder om vilkår og beregningsmetode for suksesshonoraret. For at kundene skal ha forutsetninger til å forstå kostnadsstrukturen og ettergå beregningene, må Foretaket redegjøre for alle forhold ved den resultatavhengige forvaltningsgodtgjørelsen.

### **Alternative betjeningskonsepter for Foretakets porteføljer**

Foretakets kunder kunne velge å følge de standardiserte porteføljene enten som aktiv forvaltningskunde, eller som meglingskunde. Det var store forskjeller i kostnadsstruktur for de ulike kundegruppene, mens selve investeringen (porteføljen) i utgangspunktet var lik. Finanstilsynet skrev i Rapporten at en forretningsmodell med alternative betjeningskonsepter fordrer en høy grad av bevissthet hos verdipapirforetaket, og krever at det gjennomføres nødvendige vurderinger og analyser for å oppnå tilstrekkelig forståelse av konseptene, ikke minst med hensyn til kostnader for kunder i ulike scenarier. Dernest må denne forståelsen både brukes som grunnlag for å gi potensielle kunder relevante opplysninger som setter dem i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning, jf. vphl. § 10-11 (2), og inngå som grunnlag i egnethetsvurderinger som skal foretas i henhold til vphl. § 10-11 (4). Finanstilsynet stilte spørsmål ved om Foretaket hadde oppfylt disse forpliktelsene.

### **Uplasserte midler i porteføljene**

I henhold til forvaltningsavtalen som inngås mellom Foretaket og dets kunder, samt Foretakets instruksverk, skal det opprettes separat bankkonto for den aktive forvaltningen. Kontoen skal opprettes i kundens navn, men med disposisjonsrett for Foretaket. Finanstilsynet skrev i Rapporten at dette ikke var gjennomført i praksis. Isteden var kontante midler satt inn på klientkonto i Foretakets navn. Renteinntekter på denne kontoen tilfalt Foretaket, og var etter det opplyste ikke viderebetalt fra Foretaket til den enkelte kunde.

Under ordningen det var lagt opp til i forvaltningsavtalen, skulle kontante midler stå på bankkonto i kundens navn, og eventuelle renteinntekter ville da automatisk tilfalle kunden. Etter Finanstilsynets oppfatning var det dessuten – uavhengig av den rent praktiske organiseringen av konti – naturlig å tolke forvaltningsavtalen dithen at alle inntekter fra kundens portefølje (som er definert til å inkludere kontante midler) skal tilfalle kunden.

For en av porteføljene, Oil Rebound, ble det over en lengre periode i 2016 oppbevart uplasserte kundemidler på Foretakets klientkonto. Dette er nærmere beskrevet under.

### **Porteføljen Oil Rebound**

Finanstilsynet kommenterte i Rapporten spesielt den aktive forvaltningsporteføljen Oil Rebound, som ble solgt gjennom Agenten. Porteføljen var satt opp for å investere i oljerelaterte papirer, men det var også nedfelt i porteføljens mandat at midlene kunne plasseres mer defensivt, herunder i kontanter, i perioder hvor det var vanskelig å finne teknisk gode trender. Ved investering i porteføljen ble kundene belastet 1,5 % i tegningshonorar, 2 % i årlig forvaltningshonorar, samt eventuelt 20 % suksesshonorar. I tillegg kom kurtasje og/eller spread ved kjøp og salg av verdipapirer.

Mange av kundene investerte i denne porteføljen våren 2016, i forbindelse med at Foretaket inngikk avtale med Agenten. Finanstilsynet kommenterte i Rapporten at Foretaket i første omgang kun gjorde én plassering i porteføljen, tilsvarende 25 % av de innskutte midlene. På tilsynstidspunktet 25. november i 2016 var 65 % av kundenes midler fortsatt uplassert. Foretaket opplyste under tilsynet at det ikke hadde fullinvestert innskutte midler i Oil Rebound da det ikke hadde sett de rette tekniske kjøpssignalene i markedet.

Kundene i porteføljen Oil Rebound ble belastet tegnings- og forvaltningshonorar for hele sitt investerte beløp, mens Foretaket i en periode på over 7 måneder kun investerte en mindre del av dette beløpet (25-35 %). Status på innskuddstidspunktet for disse kundene var da i praksis at på 65-75 % av de innskutte midlene (etter fratrukk av tegningshonorar) påløp en "negativ rente" tilsvarende forvaltningshonoraret på 2 %, uten noen oppsidemulighet før en eventuell investering. Det var Finanstilsynets syn at det ikke fremgikk av mottatt dokumentasjon at kundene fikk informasjon om at store deler av de investerte midlene ville bli plassert på ikke-rentebærende konto, og ville bli stående der på ubestemt tid, dersom man ikke fant kjøpssignaler i markedet.

Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at et verdipapirforetak plikter å gi relevante opplysninger som setter en kunde eller potensiell kunde i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning, jf. vphl. § 10-11 (2). Det var Finanstilsynets vurdering at Foretaket (herunder Agenten på Foretakets vegne), gjennom å unnlate å gi potensielle kunder i Oil Rebound utfyllende, konkret informasjon om den faktiske situasjonen i porteføljen, har overtrådt denne opplysningsplikten. Det var Finanstilsynets syn at det etter omstendighetene var utilstrekkelig å kun gi informasjon i form av generelle formuleringer i produktarket, som at "I perioder hvor det er vanskelig å finne teknisk gode trender kan man søke mere defensive markeder/sektorer, obligasjoner, pengemarkedsfond eller kontanter".

Kravet til god forretningsskikk innebærer videre at foretak som yter aktiv forvaltning har plikt til å gjennomføre egnethetstest av sine kunder, jf. vphl. § 10-11 (4). Dette innebærer en vurdering av hvilke investeringstjenester og finansiell instrumenter som egner seg for kunden. På grunn av omstendighetene beskrevet ovenfor – som innebar at det på hoveddelen av investert beløp i praksis løp en fast "negativ rente" på 2 %, på ubestemt tid – hadde Finanstilsynet vanskelig for å se hvordan en investering i porteføljen Oil Rebound i den nevnte perioden kan ha fremstått som egnet for noen kunde, uavhengig av kundenes individuelle forhold. Det var derfor Finanstilsynets vurdering at Foretaket hadde overtrådt sin plikt etter vphl. § 10-11 (4).

### **Foretakets løpende evaluering**

Det følger av kravet til god forretningsskikk at et verdipapirforetak skal påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). På et overordnet nivå fordrer dette blant annet at foretaket løpende evaluerer hvorvidt de tjenester det tilbyr er lagt opp på en måte som synes å tjene kundene. Hvilke nærmere vurderinger og analyser foretaket må gjennomføre for å tilfredsstillende dette kravet, vil variere med forretningsmodellen.

Når det gjaldt Foretakets ytelse av tjenesten aktiv forvaltning basert på standardiserte porteføljer, la Finanstilsynet til grunn i Rapporten at en tilfredsstillende evaluering blant annet vil omfatte analyser og vurderinger av handelsmønstre, kostnader og faktiske resultater (avkastning) i de ulike porteføljene. Finanstilsynet la videre til grunn at de iboende interessekonfliktene i Foretakets kostnadsmodell, som beskrevet over, skjerper kravene til en slik løpende evaluering.

Det fremgår av Foretakets instruksverk at kontrollfunksjonen månedlig blant annet skal vurdere verdiutviklingen i modellporteføljene opp mot transaksjonshyppighet og transaksjonskostnader. Finanstilsynet kommenterte imidlertid at det ikke fremgikk av mottatt dokumentasjon at slike vurderinger faktisk ble gjennomført på regelmessig basis. Basert på dokumentasjonen som var fremlagt i forbindelse med det stedlige tilsynet var det Finanstilsynets vurdering i Rapporten at Foretaket ikke hadde hatt en tilfredsstillende løpende evaluering av sin virksomhet innenfor aktiv forvaltning.

## **4.3 Foretakets kommentarer**

### **Foretakets kurtasjeinntekter fra aktiv forvaltning**

Foretaket redegjør i Tilsvaret nærmere for avansen på kurtasje fra aktiv forvaltningskunder. Videre skriver Foretaket at dets forretningsmodell innebærer at de tekniske analysesignalene må være tilstede for at det skal utføres handel. Foretaket erkjenner likevel at det har medført interessekonflikter at Foretaket har hatt kurtasjeinntekter ved aktiv forvaltning, men mener disse er identifisert og søkt håndtert i "Instruks om utøvelse av internkontroll osv" hvor det fremkommer at kontrollfunksjonen skal vurdere modellporteføljenes verdiutvikling mot transaksjonshyppighet og kostnader. Foretaket skriver at dette skal gjennomføres nettopp for å forhindre overdrevent hyppig handel.

For å fjerne denne interessekonflikten ble det, i forkant av avviklingen av virksomheten innen aktiv forvaltning, besluttet å endre kurtasjesatsen slik at belastet kurtasje heretter skulle tilsvare Foretakets transaksjonskostnader til tredjepart.

### **Foretakets suksesshonorar**

Foretaket ser at dets asymmetriske suksesshonorar i teorien kan medføre interessekonflikter, ved at det kan gi incentiver til å ta høyere risiko. Foretaket vil i denne sammenheng påpeke at forvaltningskundene har fulgt de samme porteføljene som også Foretakets meglerkunder og Foretaket selv er eksponert i. Foretaket har ingen interesse av å eksponere verken meglerkundene eller seg selv for overdreven risiko, og siden alle følger samme modellporteføljer oppveier dette etter Foretakets mening for den interessekonflikten som honorarmodellen isolert sett medfører.

I forkant av avviklingen av virksomheten innen aktiv forvaltning ble det likevel besluttet å endre Foretakets honorarmodell slik at suksesshonoraret gjøres symmetrisk gjennom en reduksjon av fast

forvaltningshonorar dersom verdiutviklingen er dårligere enn referanseindeks. I tillegg ble det besluttet å endre strukturen for suksesshonorar i fallende marked, slik at det kun skulle beregnes suksesshonorar dersom kunden hadde hatt positiv avkastning.

### **Opplysninger gitt til kunder om kostnader**

Foretaket skriver i Tilsvaret at i tillegg til at kundene mottok et "kostnadsskriv" der kurtasje skulle fremgå, så ble det også gitt opplysninger om transaksjonskostnader i Foretakets Alminnelige Forretningsvilkår, samt på Foretakets hjemmeside. Transaksjonskostnadene, og øvrige kostnader ved produktet, ble også trukket frem som eget punkt i Foretakets kundepresentasjon. Foretaket viser også til at samtlige kunder mottok sluttsetter ved endringer i porteføljen, og at kurtasje fremgikk av disse.

Hva gjelder suksesshonorar redegjør Foretaket for ulike tiltak som var gjennomført etter det stedlige tilsynet for å klargjøre beregningsmåten overfor kundene. Blant annet var det i forkant av avviklingen av virksomheten innen aktiv forvaltning innført at det skulle fremgå av månedrapportene hvordan beregningen av suksesshonorar var gjennomført.

### **Alternative betjeningskonsepter for Foretakets porteføljer**

Foretaket opplyste i Tilsvaret at det hadde gjort en vurdering av hvilke tjenester som passet for den enkelte kunde. I følge Foretakets beregninger ville kunden kostnadmessig komme ganske likt ut uavhengig av betjeningskonsept. Det avgjørende for valg av tjeneste ble derfor hvor involvert kunden ønsket å være i den daglige oppfølgingen av porteføljen.

### **Uplasserte midler i porteføljene**

Når det gjelder Finanstilsynets kommentarer knyttet til uplasserte midler i porteføljene, erkjenner Foretaket at det ikke har vært samsvar mellom forvaltningsavtalens og instruksverkets opplysninger om plassering av kunders kontante midler, og måten dette faktisk har blitt gjort på. Foretaket skriver at dette burde vært oppdaget av Foretaket selv, men vil påpeke at informasjon om renten som godskrives kunders midler på Foretakets klientkonto er gitt på Foretakets hjemmeside (gjeldende rentesats er her opplyst å være 0 %). Foretaket opplyser at det har vært etablert praksis å gi slik informasjon på nettsiden. Foretaket påpeker forøvrig at det normalt ikke skulle være kontanter i porteføljene.

Det er videre Foretakets oppfatning at kundene har forstått og akseptert Foretakets praksis. Foretaket har ikke mottatt innsigelser eller klager fra kunder i denne forbindelse.

I lys av at Foretakets praksis på dette området har avveket fra den skriftlige avtalen Foretaket har inngått med sine aktiv forvaltningskunder, har Foretaket likevel besluttet at forvaltningskundene skal stilles som om kontante midler hadde vært godskrevet bankkonto i kundenes navn. De berørte forvaltningskundene vil dermed få overført sin andel av de rentene som er godskrevet Foretakets klientkonto.

### **Porteføljen Oil Rebound**

Med hensyn til Finanstilsynets kommentarer om Foretakets forvaltning av porteføljen Oil Rebound, skriver Foretaket at porteføljens mandat var å "time" en vending i oljesektoren. Det stod klart beskrevet i produktarket som følger forvaltningsavtalen at porteføljens mål var å avdekke og utnytte en eventuell vending i oljesektoren. Foretaket presiserer at det kom klart frem i produktarket at det,



i perioder hvor det var vanskelig å finne teknisk gode trender, kunne bli aktuelt å søke mer defensive markeder/sektorer, obligasjoner, pengemarkedsfond eller kontanter. Foretaket viser også til at porteføljen var beregnet på kunder som ønsket en høy risikoprofil. Bakgrunnen for mandatet var for øvrig et ønske fra Agenten, som hadde hatt en lignende portefølje tidligere, og mange av Agentens kunder ønsket å videreføre dette. Ved avslutning av agentforholdet ble denne porteføljen avvirket, da Foretaket selv ønsket å markedsføre bredere mandater.

Foretaket understreker at det ikke hadde sett for seg at porteføljen skulle bli stående i kontanter så lenge som den faktisk ble, men at dette var et resultat av markedsutviklingen i den bestemte sektoren. Foretaket fulgte mandatet tett og var flere ganger nær ved å investere, men markedet utviklet seg ikke i riktig retning. Hadde Foretaket forutsett denne situasjonen ville midlene blitt investert i andre instrumenter.

Foretaket viser videre til at snittet av indeksene som porteføljen følger utviklet seg negativt i den perioden da kun 25 % av kapitalen i porteføljen var investert, og mener derfor at kundene isolert sett tjente på at Foretaket var avventende til investering. Foretaket ser imidlertid det uheldige i at det ble lansert et produkt med fast, løpende honorarbelastning hvor det samtidig var usikkerhet knyttet til når midlene kunne plasseres i markedet.

#### **Foretakets løpende evaluering**

Foretaket opplyser at det har blitt gjennomført regelmessige vurderinger av verdiutvikling på modellporteføljer mot transaksjonshyppighet og kostnader. Eksempler på slike gjennomganger er vedlagt Tilsvaret. Foretaket skriver videre at utregning av utvikling i egenkapital sett opp mot kostnader og transaksjonshyppighet også har blitt gjennomført ved utarbeidelse av rapporter til kundene, samt at investeringskomiteen har fullt fokus på transaksjonskostnader.

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

Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at agentavtalen var under avvikling. Etter det stedlige tilsynet har Foretaket som nevnt over også avvirket all virksomhet innen aktiv forvaltning og tilbakelevert sin tillatelse til å yte denne investeringstjenesten. Dette er etter det opplyste gjort for å unngå interessekonflikter som kan oppstå i tilknytning til denne investeringstjenesten, herunder de interessekonflikter knyttet til kostnadsmodell og alternative betjeningskonsepter som Finanstilsynet kommenterte i Rapporten. Foretaket har videre vedtatt å overføre de renteinntekter som stammer fra kundemidler som har vært plassert på Foretakets klientkonto, til de berørte kundene.

Finanstilsynet har merket seg Foretakets kommentarer og supplerende dokumentasjon i Tilsvaret. Finanstilsynet kan imidlertid ikke se at dette gir grunnlag for noen vesentlig endring i Finanstilsynets foreløpige vurderinger omkring Foretakets tidligere virksomhet innen aktiv forvaltning. Det er Finanstilsynets vurdering at det var en rekke betydelige og grunnleggende svakheter ved Foretakets virksomhetsområde aktiv forvaltning, og at Foretaket på dette området har overtrådt verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11. Slik Finanstilsynet ser det har Foretaket heller ikke overholdt sine forpliktelser med hensyn til å identifisere og håndtere konkrete interessekonflikter som følger av Foretakets forretningsmodell, jf. vphl. § 10-10 og 9-11 (1) nr. 2. Finanstilsynet ser alvorlig på dette.

## 5. KUNDEDOKUMENTASJON OG DOKUMENTASJON AV VIRKSOMHETEN

### 5.1 Rettslig utgangspunkt

Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning skal innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, kundens finansielle situasjon og kundens investeringsmål, jf. vphl. § 10-11 (4) og vpf. §§ 10-16 og 10-18. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4).

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 eller rådgivning knyttet til inngåelse av avtale om aktiv forvaltning må dokumentasjonen dekke både grunnlaget for rådgivningen, innholdet av rådgivningen og (i den grad det ikke fremgår av sammenhengen) begrunnelsen for det rådet som gis, herunder de vurderingene foretaket har gjort vedrørende egnethet, jf. vphl. § 10-11 (4). Dokumentasjonen må være tilstrekkelig detaljert og forståelig til at den kan kontrolleres av Finanstilsynet og foretakets compliancefunksjon. Finanstilsynet viser i denne sammenheng til ESMA's "Guideline on certain aspects of the MiFID suitability requirements" av 6. juli 2012, guideline 9 punkt 61-63, hvor det blant annet heter at "Record-keeping arrangements adopted by investment firms must be designed to enable firms to track ex-post why an investment was made. [...] Therefore, an investment firm is required to record all relevant information about the suitability assessment, such as information about the client (including how that information is used and interpreted to define the client's risk profile) and information about financial instruments recommended to the client or purchased on the client's behalf. Those records should include [...] (b) the types of financial instruments that fit that profile and the rationale for such an assessment [...]".

### 5.2 Finanstilsynets vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har vurdert Foretakets kundedokumentasjon for et utvalg kunder, og kommenterte i Rapporten enkelte mangler ved den mottatte dokumentasjonen.

Foretaket benytter et standardisert kundeprofilskjema for å innhente kundeopplysninger som omtalt i vpf. §§ 10-16 og 10-18. Finanstilsynet skrev i Rapporten at dette skjemaet manglet for enkelte kunder, og at det for enkelte andre kunder forelå ulike mangler i det utfylte skjemaet, herunder mangler knyttet til finansielle opplysninger.

Det var videre Finanstilsynets vurdering i Rapporten at det for flere kunder forelå mangelfull dokumentasjon knyttet til rådgivning i forbindelse med inngåelse eller endring av aktiv forvaltningsmandater. Flere av de mottatte sammendrag/referater fra kundemøter avholdt av Agenten var slik Finanstilsynet så det ikke tilstrekkelig utfyllende med hensyn til grunnlaget for rådgivningen, innholdet av rådgivningen, eller begrunnelsen for det rådet som gis, herunder de vurderinger som er gjort med hensyn til egnethet.

Foretaket gjennomførte etter det opplyste møter med kunder/potensielle kunder for å gjennomgå ulike investeringsløsninger, uten at det ble ført møtereferat eller lignende fra disse møtene. Finanstilsynet skrev at det hadde oppfattet Foretaket slik at det kunne ytes investeringstjenester i

disse møtene, og at det dermed syntes å foreligge en risiko for at investeringstjenester ikke ble dokumentert, i strid med vphl. § 9-11 (1) nr. 7.

### 5.3 Foretakets kommentarer

Foretaket erkjenner at kundedokumentasjonen har noen mangler hva gjelder finansiell informasjon, men Foretaket har etter det opplyste gjennomført en kredittsjekk av de aktuelle kundene. Dette gjelder imidlertid kunder som har opprettet kundeforhold for lang tid tilbake, og manglende innhenting av finansiell informasjon er ikke representativt for Foretakets praksis i dag.

Foretaket vil uansett innskjerpe rutinene for kundedokumentasjon og sørge for at alt er fylt ut før kunde kan registreres. Foretaket vil også gjennomgå kundepapirene for alle aktive kunder for å forsikre seg at dokumentasjonen er komplett. Eventuelle mangler vil bli utbedret.

Foretaket opplyser videre at det ikke har blitt ytt investeringsrådgivning i møter med kunder og potensielle kunder. Møtene er kun brukt til markedsføring av porteføljene som tidligere kunne følges som meglingskunde eller aktiv forvaltningskunde, samt Foretakets tilbud til kunder som ønsker å handle på egenhånd. Foretakets markedsføringspresentasjon, som er grunnlaget for avholdte møter, er oversendt Finanstilsynet.

Foretaket skriver videre at dersom det fremover blir aktuelt å yte investeringsrådgivning i kundemøter vil Foretaket sikre at det blir ført møtereferat.

### 5.4 Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet tar Foretakets opplysninger om innskjerping av rutiner for kundedokumentasjon til etterretning.

Finanstilsynet tar også til etterretning Foretakets opplysning om at det ikke yter investeringsrådgivning i kundemøter hvor Foretakets produkter og tjenester markedsføres. Finanstilsynet vil imidlertid påpeke på generelt grunnlag at det skal lite til før en individuell samtale med en kunde om ulike investeringsporteføljer eller andre investeringsprodukter må anses som investeringsrådgivning overfor denne kunden.

Videre registrerer Finanstilsynet at den foreløpige vurderingen i Rapporten av dokumentasjonen av den rådgivningen som var ytt av Agenten, ikke er kommentert i Tilsvaret. Finanstilsynet tar til etterretning at agentforholdet nå er avsluttet, men vil likevel presisere at et verdipapirforetak er ansvarlig for all virksomhet en tilknyttet agent forestår på foretakets vegne, jf. vphl. § 10-16 (2), samt viktigheten av at samtlige investeringstjenester som ytes blir dokumentert. Dokumentasjonen skal vise hvordan virksomheten utøves, og at rådgivningen er i samsvar med kravene til god forretningsskikk. Dokumentasjonen må derfor være av en slik kvalitet at rådgivningsprosessen kan etterprøves. Dette har en side både mot Foretakets internkontroll og mot Finanstilsynets mulighet til å etterprøve rådgivningen. Når det gjelder egnethetstesting, vil Finanstilsynet presisere at det i utgangspunktet ikke er tilstrekkelig å kun dokumentere at Foretaket har innhentet opplysninger som i henhold til vpf. §§ 10-16 og 10-18 skal ligge til grunn for en egnethetsvurdering. Selve vurderingen som er foretatt på grunnlag av de innhentede opplysningene må også kunne dokumenteres.

## 6. KUNDEKLASSIFISERING

### 6.1 Rettslig utgangspunkt

Verdipapirforetaket skal klassifisere sine kunder som henholdsvis ikke-profesjonelle kunder, profesjonelle kunder eller kvalifiserte motparter, jf. vpf. § 10-1 (1). Kundene skal informeres skriftlig om hvilken kategori de tilhører, om adgangen til å be om en annen kategorisering og om hvilken betydning kategoriseringen har for graden av investorbeskyttelse, jf. vpf. § 10-1 (2).

### 6.2 Finanstilsynets vurderinger i Rapporten

Under det stedlige tilsynet stilte Finanstilsynet spørsmål ved at det i fremlagte avtalemal for Foretakets "Avtale om aktiv forvaltning" var fastslått – som en standardformulering – at kunden var klassifisert som profesjonell kunde. Foretaket opplyste at dette skyldtes en feil i malen som Foretaket ikke hadde vært oppmerksom på, samt at kundene ikke på annen måte hadde blitt gjort kjent med sin kundeklassifisering. Foretaket opplyste i etterkant av tilsynet at velkomstbrev med informasjon om klassifisering vil sendes alle nye kunder fremover.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at dets gjennomgang av kundedokumentasjon for en rekke kunder avdekket at den feilaktige standardformuleringen om at kunden er klassifisert som profesjonell kunde gjenfinnes i en rekke utfylte avtaler om aktiv forvaltning helt tilbake til 2013.

### 6.3 Foretakets kommentarer

Foretaket skriver i Tilsvaret at de forhold Finanstilsynet påpeker i Rapporten er korrigert. I forkant av Foretakets beslutning om å avvikle virksomhetsområdet aktiv forvaltning ble feilen i standardteksten rettet opp, og samtlige avtaler med forvaltningskunder ble gjennomgått for å sikre korrekte opplysninger til kunder om kundeklassifisering.

### 6.4 Finanstilsynets endelige merknader

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket over lang tid har overtrådt kravet i vpf. § 10-1 (2) om å opplyse kundene om deres klassifisering. Kunder som ikke har inngått avtale om aktiv forvaltning har ikke mottatt informasjon om klassifisering, mens kunder som har inngått slik avtale har mottatt feilaktig informasjon om at de er klassifisert som profesjonelle, mens de rent faktisk er klassifisert som ikke-profesjonelle kunder av Foretaket. Finanstilsynet finner det kritikkverdig at dette har pågått over lang tid uten at Foretaket selv har oppdaget forholdet.

## 7. KUNDEKONTROLL OG TILTAK MOT HVITVASKING MV.

### 7.1 Rettslig utgangspunkt

Det følger av lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering mv. (hvv.) § 5 at de i loven definerte rapporteringspliktige, herunder verdipapirforetak, skal foreta kundekontroll etter hvv. §§ 6 til 13 og løpende oppfølging etter hvv. § 14.

I henhold til hvv. § 7 første ledd omfatter kundekontrollen (i) registrering av kundeopplysninger som nevnt i hvv. § 8, (ii) bekreftelse av kundens identitet på grunnlag av gyldig legitimasjon, (iii) bekreftelse av identiteten til reelle rettighetshavere på grunnlag av egnede tiltak, og (iv) innhenting av opplysninger om kundeforholdets formål og tilsiktede art.

Kopier av fremlagte legitimasjonsdokumenter for fysiske og juridiske personer skal påføres "rett kopi bekreftes" med signaturen til den personen som har foretatt kundekontrollen samt dato for kontrollen, jf. forskrift om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering mv. (hvvf.) § 17.

## **7.2 Finanstilsynets vurderinger i Rapporten**

Finanstilsynet har gjennomgått Foretakets kundedokumentasjon for totalt 56 utvalgte kunder. Finanstilsynet kommenterte i Rapporten enkelte mangler knyttet til Foretakets kundekontroll, herunder manglende datering og/eller attestering og dårlig kvalitet på enkelte legitimasjonskopier.

## **7.3 Foretakets kommentarer**

Foretaket opplyser i Tilsvaret at det vil innskjerpe rutiner for kundekontroll, herunder datering og attestering, samt scanning av legitimasjon og øvrig dokumentasjon, slik at dette blir korrekt for alle kunder.

## **7.4 Finanstilsynets endelige merknader**

Attesterte og daterte legitimasjonsdokumenter er viktig dokumentasjon på gjennomført og rettidig identifikasjonskontroll. Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket vil innskjerpe sine rutiner for å sikre korrekt og fullstendig identifikasjonskontroll for sine kunder.

# **8. FORETAKETS COMPLIANCEFUNKSJON**

## **8.1 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, ressurser og tilgang til relevant informasjon. Compliancefunksjonen skal gjennom løpende kontroll, regelmessige vurderinger og løpende råd og veiledning sikre at foretaket oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter, jf. vpf. § 9-8.

For å sikre at compliancefunksjonen skal kunne ivareta sine arbeidsoppgaver på en effektiv og uavhengig måte, slås det i vpf. § 9-8 (3) litra c fast at personer som er involvert i compliancefunksjonen, ikke skal involveres i utøvelsen av de tjenester eller funksjoner de skal kontrollere.

## **8.2 Finanstilsynets vurderinger i Rapporten**

Det kom under det stedlige tilsynet frem at Foretakets complianceansvarlige også var tillagt oppgaver i forbindelse med kundeetablering, herunder gjennomføring av egnethetsvurderinger, utarbeidelse av eventuelle handelsrestriksjoner på enkeltkunder og registrering av kunder i Foretakets kunderegister. Den complianceansvarlige hadde også rollen som Foretakets oppgjørssjef, og var således ansvarlig for å håndtere kundemidler og utarbeide porteføljerapporter til Foretakets aktiv forvaltningskunder. Disse rapportene, inkludert beregning av avkastning, honorarer, renter og gebyrer, ble etter det opplyste utarbeidet manuelt av den complianceansvarlige. Samtidig var den complianceansvarlige ansvarlig for å kontrollere de ovennevnte områdene, og vedkommende kontrollerte dermed i praksis eget arbeid og vurderinger.

Finanstilsynet stilte videre spørsmål ved at compliancefunksjonen ikke syntes å ha fokus på interessekonflikter, til tross for at Foretakets forretningsmodell reiser åpenbare interessekonflikter både mellom ulike kundegrupper, og mellom kunder og Foretaket selv. Foretakets compliancefunksjon syntes heller ikke å ha identifisert mangler knyttet til Agentens dokumentasjon av investeringsrådgivning og tilhørende egnethetstesting, jf. punkt 5 over.

### 8.3 Foretakets kommentarer

Foretaket har siden det stedlige tilsynet ansatt en ny complianceansvarlig. De fleste oppgaver i forbindelse med kundeetablering som den complianceansvarlige tidligere utførte er nå overtatt av Foretakets meglersjef, mens complianceansvarlig foretar ettertidig kontroll.

Den complianceansvarlige skal imidlertid fortsatt ha ansvar for oppgjørsfunksjonen i Foretaket, og for å registrere kunder i Foretakets kunderegister. For å sikre en uavhengig kontroll skal complianceansvaret for oppgjørsområdet nå bli ivaretatt av en annen ansatt. Foretaket anser dette som en forsvarlig løsning da vedkommende ikke har operativt ansvar for gjennomføringen av oppgjør.

Videre erkjenner Foretaket at det ikke har vært tilstrekkelig fokus fra compliancefunksjonen på hvilke interessekonflikter Foretakets honorarmodeller kan medføre. Foretaket vil imidlertid presisere at det har hatt fokus på faren for "churning", som etter styrets mening har vært en sentral interessekonflikt knyttet til Foretakets virksomhet. Foretaket viser til at det fremgår av Foretakets Internkontrollinstruks at det skal gjennomføres kontroller av porteføljenes verdiutvikling mot transaksjonshyppighet og transaksjonskostnader.

### 8.4 Finanstilsynets endelige merknader

Oppgaver knyttet til kundeetablering og oppgjør er underlagt detaljert regulering i verdipapirhandelloven med forskrifter, og feil på disse områdene kan få alvorlige konsekvenser for Foretaket selv og dets kunder. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretakets organisering av compliancefunksjonen har vært i strid med kravet om en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon, jf. vpf. § 9-8.

Foretaket har som nevnt opplyst at det i etterkant av tilsynet har gjort endringer i den complianceansvarliges ansvarsområder for blant annet å øke funksjonens uavhengighet. Finanstilsynet registrerer imidlertid at vedkommende som nå skal ha complianceansvar for oppgjørsområdet, også er styremedlem og majoritetsseier i Foretaket. Finanstilsynet har i rundskriv 5/2015 uttalt at compliancemedarbeider i et verdipapirforetak ikke kan være styremedlem i samme foretak. I dette tilfellet innehar vedkommende også en kontrollerende eierandel i Foretaket. Foretakets organisering er derfor slik Finanstilsynet ser det ikke forenlig med kontrollfunksjonens krav til uavhengighet, selv om vedkommendes complianceansvar er svært begrenset i omfang.

Verdipapirforetak skal stille tilstrekkelige ressurser til rådighet for å oppfylle verdipapirhandellovens krav til en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon. Finanstilsynet forventer dermed at Foretaket organiserer compliancefunksjonen slik at det sikres tilstrekkelig uavhengighet både i forhold til Foretakets ledelse, og de virksomhetsområder som skal kontrolleres. **Foretaket bes informere Finanstilsynet om de tiltak som gjennomføres i denne forbindelse.**

Det er videre Finanstilsynets syn at det er kritikkverdig at compliancefunksjonen ikke har hatt mer fokus på de grunnleggende interessekonfliktene som Finanstilsynet har påpekt i forbindelse med Foretakets forretningsmodell, samt at compliancefunksjonen ikke har identifisert svakheter knyttet til Agentens dokumentasjon av investeringsrådgivning og tilhørende egnethetstesting. Problemstillinger knyttet til interessekonflikter har heller ikke vært et tema i Foretakets opplæringsprogram for nyansatte meglere. Finanstilsynet forventer at compliancefunksjonen fremover har et bevisst forhold til interessekonflikter i sitt kontroll- og opplæringsarbeid.

For Finanstilsynet

Geir Holen  
seksjonssjef

Elise Ødegård  
spesialrådgiver