

Lynx Advokatfirma DA v/ adv. Helge Skogseth Berg
Hieronymus Heyerdahls gate 1
0160 Oslo

Deres ref

Vår ref
19/1783 - 40

Dato
08.04.2020

Klage på vedtak om tilbakekall av tillatelse Jool Markets AS

1. INNLEDNING

Finansdepartementet viser til klage 10. april 2019 fra Lynx advokatfirma DA på vegne av Jool Markets AS («klager», «foretaket» eller «Jool Markets») på Finanstilsynets vedtak 19. mars 2019 om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, samt til Finanstilsynets oversendelse av klagen til departementet 27. juni 2019. Videre vises til brev fra departementet til klager 29. januar 2020, og svarbrev fra klager 12. februar 2020.

Klager opplyser å ha mottatt Finanstilsynets vedtak ved ordinær postgang 20. mars 2019. Klagen er rettidig fremsatt, og departementet finner at vilkårene for å behandle klagen er tilstede, jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) §§ 29 og 32.

2. SAKENS BAKGRUNN

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn i Jool Markets 6. desember 2017. Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenestene nevnt i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 2-1 første ledd nr. 1, 2, 3, 5, 6 og 7, samt tilknyttede tjenester nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd nr. 1, 3 og 5. Foretaket har også tillatelse til å formilde kreditt og garantier, jf. finansforetaksloven § 2-1 annet ledd bokstav b.

På tilsynstidspunktet var Jool Markets også underagent til søsterselskapet Jool Capital Partner AS («JCPAS»), som var registrert som forsikringsagent for livsforsikringsforetaket Quantum Leben AG («Quantum»). Underagentavtalen med Jool Markets ble avviklet høsten 2018. Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn i JCPAS 29. november 2017. JCPAS avviklet sin virksomhet 16. februar 2019, etter varsel fra Finanstilsynet om tilbakekall av tillatelse til å drive forsikringsformidling. Den 5. mars 2019 traff Finanstilsynet vedtak om sletting av JCPAS fra Finanstilsynets register i medhold av forsikringsformidlingsloven § 9-3, og den 2. april 2019 kom Finanstilsynet med «Merknader – endelig rapport etter stedlig tilsyn».

Jool Markets er 100 prosent eiet av Jool Capital Partner AB («JCPAB»), som igjen er eiet med 80 prosent av Jool Invest AB og med 20 prosent av partnere. JCPAB kjøpte Jool Markets (den gang Magellan AS) sommeren 2015. Også JCPAS var 100 prosent eiet av JCPAB. JCPAB var dermed holdingsselskap i et konsern som etter det opplyste hadde som forretningsidé å tilby finansielle tjenester, nærmere bestemt forsikringsformidling via JCPAS og investeringstjenester via Jool Markets.

Jool Markets mottok Finanstilsynets foreløpige vurderinger og varsel om tilbakekall av tillatelse 4. juli 2018 og 19. desember 2018 (i fellesskap omtalt som «varselet»). Foretaket ga sine kommentarer til varselet 12. september 2018, 5. november 2018, 23. november 2018, 16. januar 2019 og 14. februar 2019 (i fellesskap omtalt som «tilsvaret»).

Finanstilsynet fattet vedtak om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester 19. mars 2019. Etter anmodning fra klager og i medhold av forvaltningsloven § 42, besluttet Finanstilsynet samme dato at vedtaket ikke skulle iverksettes før klagefristens utløp. Vedtaket ble påklaget 10. april 2019. Etter ny anmodning fra klager besluttet Finanstilsynet samme dato at vedtaket ikke skulle iverksettes før Finanstilsynet hadde avsluttet sin behandling av klagen. Ved eventuell oversendelse av klagen til Finansdepartementet som klageinstans, skulle vedtaket ikke iverksettes før ti virkedager etter at foretaket var underrettet om oversendelsen.

Etter å ha vurdert klagers anførsler, fant Finanstilsynet at vedtaket 19. mars 2019 burde opprettholdes fullt ut, og oversendte klagen til Finansdepartementet 27. juni 2019.

Etter anmodning fra klager besluttet Finansdepartementet 1. juli 2019 at Finanstilsynets vedtak 19. mars 2019 skulle gis utsatt iverksettelse på vilkår om at:

- i) *foretaket, herunder ved bruk av agenter, ikke inngår nye kundeforhold eller utvider kundeforhold for eksisterende kunder, og*
- ii) *Finanstilsynets vedtak 19. mars 2019 gjengis på foretakets nettside. Det kan i tillegg gis informasjon om at iverksettelse av vedtaket er utsatt til Finansdepartementet har avgjort klagen. Det må i så fall også opplyses om vilkårene Finansdepartementet har satt.*

Etter forespørsel fra klager i brev 2. juli 2019, ga Finansdepartementet en nærmere presisering av vilkår i) i brev 8. juli 2019. Klager ga i brev 2. juli 2019 blant annet også kommentarer til Finanstilsynets oversendelsesbrev 27. juni 2019.

Klager begjærte deretter midlertidig forføyning for at Finanstilsynets vedtak skulle gis utsatt iverksettelse uten vilkår i). Begjæringen ble ikke tatt til følge av Oslo Byfogdembete ved kjennelse 3. oktober 2019. Klager innga anke over kjennelsen 1. november 2019 til Borgarting lagmannsrett. I kjennelse forkynt 13. januar 2020 ble anken forkastet. Den 4. februar 2020 anket klager kjennelsen til Høyesterett. Høyesterett traff 3. mars 2020 beslutning om å nekte anken fremmet. Departementet vil i det følgende referere til dette som «forføyningssaken».

Klager har i brev til departementet 12. februar 2020 bedt om at utkast av klagevedtaket oversendes klager for kontradiksjon. Departementet finner det imidlertid klart at hensynet til kontradiksjon er tilstrekkelig ivaretatt i forbindelse med klagesaksbehandlingen, jf. forvaltningsloven §§ 16 og 17, under henvisning til at klager har uttalt seg ved inngivelsen av klagen samt for øvrig også til de anførsler som har vært fremme i forføyningssaken.

3. KLAGERS VIRKSOMHET, FORRETNINGSMODELL OG PRODUKTER

Finanstilsynet har i vedtaket 19. mars 2019 oppsummert klagers virksomhet på følgende måte:

«Foretakets hovedvirksomhet er strategisk/finansiell rådgivning overfor næringslivskunder, samt tilrettelegging og plassering av obligasjonsemissjoner (og en mindre andel direktelån) i unoterte selskaper, hovedsakelig innen eiendomsutvikling. Foretaket utfører i denne forbindelse også kjøp og salg i annenhåndsmarkedet, stort sett i egne plasserte obligasjoner. Foretaket har opplyst at det ved plassering og ordreutførelse også kan yte investeringsrådgivning, primært til ikke-profesjonelle investorkunder. I tillegg har foretaket, som underagent til JCPAS, formidlet Quantum livsforsikring med investeringsvalg (såkalte «unit link» forsikringsavtaler). Disse forsikringsavtalene inneholder etter det opplyste investeringsprodukter som foretaket selv tilrettelegger og plasserer på vegne av sine utstederkunder. Foretaket har hovedkontor i Oslo og filialer i Bergen, Göteborg og Helsinki. På tilsynstidspunktet hadde foretaket 61 ansatte, hvorav 10 innen Corporate Finance og 38 innen Sales».

Klager hadde på tilsynstidspunktet 1044 investorkunder, hvorav 800 direktekunder (investeringer direkte i foretakets obligasjoner) og 244 forsikringskunder (investeringer i foretakets obligasjoner via Quantum livsforsikring med investeringsvalg). Klagers investorkunder er i all hovedsak klassifisert som ikke-profesjonelle. Klagers inntekter består av tilretteleggingshonorar fra utstederkunder og

tegningsprovisjon fra investorkunder i forbindelse med emisjoner, samt spread og kurtasje fra investorkunder i forbindelse med annenhåndstransaksjoner.

Finanstilsynet oppsummerte videre følgende om klagers forretningsmodell og produkter:

«Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at dets forretningsidé er *«å bidra til å finansiere sunne nordiske selskaper som har kapitalbehov for å kunne realisere sine vekststrategier (gjennom oppkjøp, utbygging, prosjektutvikling)»*. Videre ble det opplyst at hovedfokus fra sommeren 2015 har vært å tilrettelegge (corporate finance avdelingen) og plassere (salgsavdelingen) obligasjoner og direktelån i størrelsesorden MNOK 30 til 200, og at de typiske utsteder-kundene er selskaper som *«ikke får tilfredsstillende finansiering i bank eller fra andre kilder, og som ikke ønsker å hente kapital i egenkapitalmarkedet»*. Foretaket bemerket under det stedlige tilsynet at deres utstederkunder er små og mellomstore bedrifter med behov for utviklingskapital (i motsetning til driftskapital), at de typisk ikke har tilgang til bankfinansiering grunnet lav egenkapitalandel, og at deres obligasjonslån i mange tilfeller kan sammenliknes med egenkapital. (...)

Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at det hovedsakelig kun tilbyr egne corporate-prosjekter som investeringsprodukter, enten som direkteinvesteringer eller via unit link forsikringsløsninger. Foretaket opplyste også at det *«anser sine produkter for å ha høy risiko og passer ikke for investorer som ikke har en høy-risiko toleranse og god forståelse av risiko»*. I sin presentasjon av virksomheten under det stedlige tilsynet beskrev foretaket sine produkter som *«Låneprodukter hvor utsteder ofte er et relativt lite og ukjent selskap, Låneprodukter med høy risiko og lav likviditet»*. Produktenes høye risiko gjenspeiles i en gjennomsnittlig kupongrente på rundt 14 % på de obligasjoner og direktelån Foretaket har plassert i 2016 og 2017».

4. RETTSLIG GRUNNLAG

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 (i kraft fra 1. januar 2019) at: «Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet dersom verdipapirforetaket: (...) foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet, (...)».

Departementet legger ellers til grunn de lov- og forskriftshjemler som var gjeldende i det tidsrommet Finanstilsynets tilsyn omfattet, altså før verdipapirhandelloven ble endret med virkning fra 1. januar 2019 som følge av MiFID II.

5. FINANSTILSYNETS VEDTAK

5.1 Innledning

Finanstilsynet opplyste i vedtaket at de i all hovedsak avgrenset sine undersøkelser i forbindelse med det stedlige tilsynet til to områder: 1) klagers kundetesting - gjennomføring av hensiktsmessighets- og egnethetsvurderinger, og 2) klagers rolle i investeringstjenesteyting hos underagenter av JCPAS. På begge disse områdene fant Finanstilsynet at klager hadde brutt verdipapirhandelovens krav til god forretningsskikk, og at bruddene utgjorde alvorlige og systematiske overtredelser som hver for seg oppfylte vilkårene for å tilbakekalle foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4.

Det er i det følgende redegjort kort for Finanstilsynets konklusjoner. For øvrig vises til Finanstilsynets vedtak og sakens dokumenter.

5.2 Yting av investeringsrådgivning til investorkunder

Finanstilsynet viste til at det i flere offentlige merknader etter stedlig tilsyn var presisert at en anbefaling anses som «personlig», jf. definisjonen av investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd, dersom den enten 1) er presentert som egnet eller 2) er basert på en vurdering av kundens omstendigheter, jf. kommisjonsdirektiv 2006/73/EF («gjennomføringsdirektivet») artikkel 52 og ESMA's dokument 10-293 punkt 4. Videre viste Finanstilsynet blant annet til dokument 10-293 punkt 6, om at det skal tas utgangspunkt i hvordan situasjonen vil oppfattes av en fornuftig observatør.

Finanstilsynet opplyste at tilsynet hadde gjennomgått dokumentasjon for 35 av klagers direktekunder, med enten fysisk eller elektronisk kundeavtale. Kun i den elektroniske kundeavtalen kunne kunden krysse av for ønsket investeringstjeneste. Finanstilsynet uttalte at når klager normalt innhenter alle kundeopplysninger for å gjennomføre egnethetstest, og kundeavtalen i sin ordlyd gir inntrykk av at investeringsrådgivning ytes når slike opplysninger er innhentet, var det ikke tvilsomt at klagers påfølgende anbefalinger måtte anses å være presentert som egnet, og følgelig utgjøre investeringsråd. Finanstilsynet kunne ikke se at klager hadde lyktes med å avklare overfor kundene at klager ikke ville basere sine anbefalinger på kundens omstendigheter. I tillegg fant Finanstilsynet at klager faktisk hadde benyttet de innhentede kundeopplysningene i sin opptreden overfor kundene.

Finanstilsynet opplyste videre at tilsynet hadde lyttet til et betydelig antall samtaler mellom foretakets meglere og etablerte eller potensielle kunder, og funnet at megler i svært mange av disse samtalene åpenbart hadde til hensikt å få kunden eller den potensielle kunden til å tegne et konkret finansielt instrument i det prosjektet klager da skulle plassere. Det ble uttalt at: «I disse samtalene, hvor megler fremhever ett konkret prosjekt og hvor meglers mål er å yte en investeringstjeneste knyttet til dette prosjektet, er det Finanstilsynets vurdering at meglers presentasjon og omtale av det

aktuelle prosjektet fremstår som en implisitt anbefaling. I mange av samtalene gir megler også en eksplisitt anbefaling med betegnelser som «spennende», «attraktivt», «ser veldig bra ut», «solid», «god mulighet», «bra risk/reward». Finanstilsynets vurdering var at anbefalingene, etter omstendighetene som beskrevet over, fremstod som å være presentert som egnet, og følgelig utgjorde investeringsråd.

Ifølge Finanstilsynet opplyste klager at om lag 90 prosent av deres direktekunder var ordremottakskunder¹, som ikke mottok investeringsråd. Finanstilsynet fant imidlertid at klager gjennomgående hadde ytt investeringstjenesten investeringsrådgivning, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 5, jf. § 2-4 første ledd, og at det følgelig var kravene som stilles ved yting av denne tjenesten, altså egnethetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd, som måtte legges til grunn ved vurderingen av klagers opptreden overfor investorkundene.

5.3 God forretningsskikk – kundetesting

5.3.1 Foretakets kundetesting – vurdering av kundens kunnskap og erfaring

Finanstilsynet opplyste å ha gjennomgått dokumentasjon for 35 av klagers direktekunder og 12 av klagers forsikringskunder. Finanstilsynet uttalte at produktkategorien «Obligasjoner» i kundeavtalen var for vid til å kunne gi klager et meningsfullt grunnlag for å vurdere kundens erfaring med de produktene klager faktisk tilbyr, nemlig selskapsobligasjoner i eiendomsutviklingsselskaper og andre tidlig fase selskaper, som utvilsomt har høyere risiko enn for eksempel statsobligasjoner, bankobligasjoner med fortrinnsrett eller børsnoterte «investment grade» selskapsobligasjoner.

Finanstilsynet konkluderte med at klager ikke hadde innhentet nødvendige opplysninger fra kundene til å kunne vurdere om kundene hadde tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen knyttet til foretakets snevre produktspekter, og at tilsynet så alvorlig på dette. Videre ble det påpekt at for de kundene som hadde oppgitt å ha lav erfaring med obligasjoner (77 % av de undersøkte kundene), var det uansett grunn til å stille spørsmål ved klagers egnethetsvurdering. Det var Finanstilsynets inntrykk, basert på gjennomgåtte kundesamtaler, at klager hadde flere investorkunder som ikke syntes å ha særlig kunnskap om eller erfaring med investeringer i den type produkter klager tilbyr.

5.3.2 Foretakets egnethetsvurdering – kundens vilje til å ta risiko

I tillegg til gjennomgåelse av dokumentasjon for 47 utvalgte kunder, opplyste Finanstilsynet at tilsynet hadde hørt på et betydelig antall telefonsamtaler mellom medarbeidere (senere omtalt som rådgivere) i foretakets salgsavdeling og eksisterende eller potensielle investorkunder for utvalgte perioder i 2017. I varsel 4. juli 2018 beskrev

¹ Klager omtaler kundene både som ordremottakskunder og ordreformidlingskunder. Departementet vil i det følgende bruke betegnelsen ordreformidlingskunder.

Finanstilsynet 16 avdekkede tilfeller hvor en kunde som hadde opplyst foretaket om at han/hun hadde lav eller middels risikovillighet, etter oppfordring fra foretaket hadde gått med på å endre dette til høy slik at det passet med foretakets produkter, eller rådgiver hadde krysset av for kunden på høy risikovillighet uten først å innhente opplysninger om dette fra kunden. Finanstilsynet beskrev videre eksempler på e-poster med standardtekst som skulle benyttes overfor kunden for endring av risiko. For en nærmere redegjørelse av disse forhold vises til vedtak 19. mars 2019 punkt 4.2 med videre henvisninger til varselet.

Finanstilsynet påpekte at klagers praksis med å oppfordre kunder til å endre til høy risikovillighet slik at salg av klagers høyrisikoprodukter kunne gjennomføres, fremstod som bevisst og gjennomgående, med bruk av standard tekst på e-post og telefonoppringninger fra klagers ledelse og rådgivere, samt flere eksempler på at compliance hadde godkjent praksisen. Ifølge Finanstilsynet fremstod flere uriktige utsagn i samtaler som manipulerende for å få kunden til å følge klagers oppfordring. Finanstilsynet konkluderte med at foretakets praksis klart brøt med verdipapirhandellovens bestemmelser om kundetesting, og fremstod som et alvorlig misbruk av kundenes tillit og en grov tilsidesettelse av plikten til å ivareta kundenes interesser.

5.3.3 Foretakets egnethetsvurdering – øvrig elementer i kundens investeringsmål

Finanstilsynet konkluderte med at de samlede opplysningene i kundeavtalene til flere kunder fremstod som lite konsistente og etterlot et inntrykk av et konstruert vurderingsgrunnlag for egnethet.

5.3.4 Foretakets egnethetsvurdering – kundens finansielle evne til å håndtere risiko

Finanstilsynet konkluderte med at klager i mange tilfeller hadde unnlatt å vurdere kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i den anbefalte transaksjonen. Finanstilsynet fant dette sterkt kritikkverdig, og mente det fremstod som et alvorlig misbruk av kundenes tillit og en grov tilsidesettelse av kundenes rettigheter.

5.3.5 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet konkluderte etter dette med at foretaket hadde brutt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk, ved å ha ytt investeringsrådgivning uten å tilfredsstille kravene til egnethetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd. Foretaket hadde heller ikke tilfredsstilt de mindre omfattende kravene til hensiktsmessighetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 femte ledd. Finanstilsynet anså det som skjerpende at investeringene som overtredelsene knyttet seg til, var gjort i et snevert spekter av investeringsprodukter med høy risiko. Finanstilsynet så svært alvorlig på foretakets praksis med å oppfordre kunder til å endre sine opplysninger om risikovillighet slik at de passet med foretakets produkter, og at foretaket ikke hadde vurdert kundens

finansielle evne til å håndtere risikoen og solgt store volumer av sine produkter i strid med kundens interesser.

5.4 God forretningsskikk – befatning med underagenters konsesjonspliktige virksomhet

5.4.1 Innledning

JCPAS drev på tilsynstidspunktet med formidling av «unit link» forsikringsavtaler, der de underliggende produkter i forsikringsavtalene blant annet var obligasjoner tilrettelagt og plassert av Jool Markets. JCPAS hadde flere forsikringsunderagenter. På tilsynstidspunktet hadde klagers salgsleder («salgsleder») verv og ansettelser i både Jool Markets og JCPAS. Han var styremedlem og salgsleder (80 %-stilling) i Jool Markets og styreleder og daglig leder (20 %-stilling) i JCPAS. Han ble ansatt i Jool Markets 1. mars 2017, og ble meldt inn til Finanstilsynet som faktisk leder av investeringstjenestene mottak og formidling av ordre og investeringsrådgivning 29. mai 2017.

5.4.2 Finanstilsynets undersøkelser

Finanstilsynet viste i varsel og vedtak til en rekke telefonsamtaler mellom salgsleder i Jool Markets og ulike underagenter av JCPAS eller kunder av underagenter, og en ansatt i JCPAB. Samtalene var fra mars, april, september og oktober 2017, altså i perioden da salgsleder var ansatt både i klager og JCPAS. Det er redegjort nærmere for samtalene i varsel 4. juli 2018 punkt 5.3 og vedtak 19. mars 2019 punkt 5.3.

5.4.3 Henvisninger og råd fra forsikringsagenter/underagenter

Klager inngikk i april 2017 en tipsavtale med en av JCPAS' underagenter. Finanstilsynet uttalte at avtalen la opp til en generell markedsføring av klagers investeringstjenester og produktspekter. Finanstilsynet uttalte imidlertid at når en forsikringsagent eller underagent «som har en samtale med en investor om investering i en bestemt obligasjon for et angitt beløp gjennom en forsikringsavtale, ender opp med å henvise vedkommende til et verdipapirforetak med det formål at investoren i stedet skal gjennomføre en direkteinvestering i den aktuelle obligasjonen for samme beløp, er en utenfor slik generell markedsføring av verdipapirforetakets investeringstjenester eller produktspekter. I slike tilfeller er grensen mot ordreforbidling overtrådt.»

Videre uttalte Finanstilsynet at deres utgangspunkt var at en stod overfor formidling av ordre dersom underagenten bringer kunden og verdipapirforetaket sammen med det formål at kunden skal legge inn en ordre i et bestemt finansielt instrument. Finanstilsynet anså at det i flere tilfeller klart var formidlet ordre fra kunder til klager, og at det i flere samtaler var indikasjoner på at underagenten hadde ytet rådgivning om investering i finansielle instrumenter som hadde gått utover en ren forsikringsformidling.

Finanstilsynet fant at underagenter av JCPAS i realiteten hadde fungert som en del av klagers salgsnett for direkteinvesteringer og en supplerende kanal for tjenesteyting. Klager skulle da ha sørget for at underagentene enten hadde tillatelse etter verdipapirhandelloven eller var registrert som tilknyttede agenter og drev investeringstjenesteyting under klagers ansvar i tråd med verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-16 og tilhørende forskriftsbestemmelser. Finanstilsynet fant således at klager hadde brutt kravet til god forretningsskikk, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 første ledd.

5.4.4 Spørsmål om klagers ansvar for de omtalte forhold

Klager anførte i tilsvaret at den antatt ulovlige virksomheten hadde skjedd i regi av salgsleders utøvelse av rollen som JCPAS' daglige leder, og at kritikk vedrørende oppfølging av underagenter måtte rettes til JCPAS. Det ble anført at klager ikke kunne klandres for manglende årvåkenhet vedrørende JCPAS' virksomhet, og at klager heller ikke kunne identifiseres med salgsleder personlig.

Finanstilsynet fant at salgsleders opptreden hadde en slik tilknytning til klagers virksomhet at det var grunnlag for å si at klager hadde overtrådt kravet til god forretningsskikk. Det vises til nærmere redegjørelse i vedtaket punkt 5.6.

5.4.5 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet konkluderte med at klager hadde akseptert og tilrettelagt for at underagenter av JCPAS hadde drevet konsesjonspliktig investeringstjenesteyting, ved at underagenter hadde gitt investeringsråd til kunder og/eller formidlet ordre fra kunder til klager i tilknytning til direkteinvesteringer i finansielle instrumenter tilbudt av klager (og ikke gjennom forsikringsløsningen tilbudt av JCPAS) på forretningsmessig basis uten å ha tillatelse til dette, jf. verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Finanstilsynet fant at foretaket dermed hadde brutt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk ved å unnlate å sørge for at kundenes interesser og markedets integritet ble ivaretatt på beste måte, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 første ledd. Finanstilsynet så svært alvorlig på at klager over lang tid og i mange tilfeller aktivt hadde fasilitert en slik virksomhet. Dette brøt ifølge tilsynet klart med verdipapirhandellovens system, og klager hadde med denne praksisen skapt betydelig risiko for at kunder ikke hadde fått den investorbeskyttelsen de hadde krav på etter loven. Overtredelsene var etter Finanstilsynets vurdering egnet til å svekke kunders og andre markedsaktørers tillit til verdipapirforetak som sådan.

5.5 Compliancefunksjonen og den daglige ledelse – kontroll av forholdet til JCPAS' underagenter

5.5.1 Innledning

Finanstilsynet uttalte i vedtaket at det i lys av klagers tilsvare fant det nødvendig å vurdere compliancefunksjonens og den daglige ledelses oppfølging av faren for

overtredelser knyttet til underagenters involvering i kunders direkteinvesteringer i obligasjoner plassert av foretaket.

5.5.2 Compliancefunksjonen

Finanstilsynet påpekte i sitt vedtak at klager, JCPAS og dets eiere hadde valgt en forretningsmodell der det som et utgangspunkt var fare for at underagenter ville bli involvert i investorers direkteinvesteringer via klager, fremfor investeringer i JCPAS' forsikringsløsning. Finanstilsynet uttalte blant annet at compliancefunksjonen burde ha utvist en større årvåkenhet med tanke på den faktiske praktiseringen av henvisninger fra underagenter til klager, særlig hensett at salgsleder var ansatt i begge foretakene. Det ble videre uttalt at klager sannsynligvis kunne ha forebygget, eller selv avdekket, de omtalte forholdene ved å rette compliancekontroller spesifikt inn mot denne problemstillingen.

Finanstilsynet konkluderte med at klager ikke hadde sørget for å ha en compliancefunksjon med nødvendig autoritet, ekspertise og ressurser til å sikre effektiv kontroll, jf. verdipapirforskriften dagjeldende § 9-8.

5.5.3 Den daglige ledelsen

Finanstilsynet uttalte blant annet at daglig leder for enkelt hadde slått seg til ro med at salgsleder ville håndtere forholdet til underagentene på en riktig måte, uten at det var behov for intensivert complianceoppfølging på dette punkt, og konkluderte med at daglige leder ikke hadde hatt tilfredsstillende kontroll med et sentralt område av foretakets virksomhet, jf. verdipapirforskriften dagjeldende § 9-12.

5.6 Oppsummering – tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester

5.6.1 Alvorlige og systematiske overtredelser

Finanstilsynet fant at klagers overtredelser som behandlet i vedtakets punkt 4 («God forretningsskikk – Kundetesting») og punkt 5 («God forretningsskikk – Befatning med underagenters konsesjonspliktige virksomhet») var både «alvorlige» og «systematiske», samt at overtredelsene behandlet i disse punktene hver for seg oppfylte vilkårene for å tilbakekalle klagers tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4.

5.6.2 Finanstilsynets konkrete vurdering av om tilbakekall skal skje

I medhold av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 foretok Finanstilsynet en konkret vurdering av om klagers tillatelse skulle tilbakekalles.

Finanstilsynet anerkjente at klager hadde igangsatt til dels omfattende forbedringstiltak. Det ble imidlertid lagt liten vekt på at salgsleders forhold var avsluttet, da Finanstilsynet ikke anså at salgsleder alene hadde eksponert klager for risikoen for overtredelsene knyttet til underagentenes ulovlige virksomhet. Salgsleders opptreden måtte sees i sammenheng med mangelfull oppfølging fra

compliancefunksjonen og daglig leder. Finanstilsynet uttalte at samtlige forbedringstiltak (med ett unntak) var igangsatt etter mottak av varselet, eller eventuelt da det ble klart at Finanstilsynet i varselet ville adressere underagenters involvering i direktetransaksjoner. Forbedringstiltakene ble ikke i tilstrekkelig grad ansett å gjenopprette tilliten til klager som sådan, sett i lys av overtredelsen karakter, compliancefunksjonens og ledelsens rolle og omstendighetene rundt igangsettelsen av forbedringstiltakene.

Finanstilsynet uttalte videre at:

«Omstendighetene rundt iverksettelsen av forbedringstiltakene, sett i sammenheng med overtredelsen karakter og ledelsen og compliancefunksjonens rolle, er også forhold som etter Finanstilsynet syn vil ha betydning for markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan dersom Foretaket driver videre med konsesjon som verdipapirforetak.

Sett hen til overtredelsen karakter, subjektive forhold og omstendighetene rundt Foretakets igangsettelse av forbedringstiltakene, har Finanstilsynet etter en konkret vurdering kommet til at hensynet til tilliten til markedet og verdipapirforetakene generelt, samt hensynet til fremtidige kunder, tilsier at tilbakekall i sin helhet er en nødvendig reaksjon, herunder at alternative reaksjonsformer ikke vil være tilstrekkelige.»

På denne bakgrunn kalte Finanstilsynet tilbake klagers tillatelse til å yte investeringstjenester, i medhold av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4.

6. KLAGERS ANFØRSLER

6.1 Innledning

Klager har anført at både det faktiske og det juridiske grunnlaget for tilbakekall bygger på en rekke feil som hver for seg og samlet sett innebærer at Finanstilsynets vedtak er ugyldig. Det er anført at Finanstilsynets vedtak bygger på manglende faktum, uriktig bevisvurdering og uholdbar rettsanvendelse, samt at det foreligger saksbehandlingsfeil. Videre er det anført at Finanstilsynets skjønnsutøvelse er uforholdsmessig, bygger på uriktig faktum, er vilkårlig og har et grovt urimelig resultat.

Klager uttalte at: «Den sentrale observasjon er at Finanstilsynet i dette tilfellet ikke har hjemmel for å frata Selskapet konsesjonen. Hjemmelen for tilbakekall ble endret pr 1.1.2019 og Finanstilsynet synes ikke å ha sett rekkevidden av denne endringen. Videre er det bærende faktiske grunnlaget for tilbakekallet, compliance-funksjonens og daglig leders rolle sett opp mot salgsleders forhold, bygget på et uriktig faktum. Dette faktum er slik jeg ser det uriktig som en direkte følge av manglende kontradiksjon».

For en oppsummering av klagers anførsler vises til klagen punkt 5.

I det følgende gjengis kort hovedinnholdet i klagen. For øvrig vises til klagen.

Klager har i brev til departementet 12. februar 2020 fremhevet enkelte sentrale anførsler fra forføyningssaken, samt krevd at «ethvert dokument og alle anførsler som er fremsatt» i forbindelse med forføyningssaken, skal anses som «supplering av klagen».

Departementet har i sin vurdering under sett hen til de av klagers anførsler fra forføyningssaken som anses relevante for klagesaksbehandlingen, og redegjort for enkelte anførsler som utdyper eller supplerer anførslene i klagen der det er hensiktsmessig.

6.2 Krav til lovhjemmel

Klager anførte at Grunnloven § 113 verner inngrep mot juridiske personer, og at tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester utgjør et «inngrep» etter Grunnloven § 113, med tilhørende krav til kvalifisert hjemmel for inngrepet. Det ble også anført at tilbakekall av tillatelse utgjør et inngrep i retten til arbeid for alle som arbeider i foretaket, under henvisning til Grunnloven § 110, den internasjonale konvensjonen om økonomiske og kulturelle rettigheter artikkel 6, samt ILO-konvensjon nr. 122 om sysselsettingspolitikk artikkel 1.

Klager anførte videre at en tillatelse til å yte investeringstjenester utgjør en «eiendom» etter EMK P1-1, og at inngrep i eiendomsretten må ha hjemmel i lov. Det ble pekt på at konvensjonen oppstiller et vern av samme karakter som legalitetsprinsippet som er nedfelt i Grunnloven § 113.

Klager konkluderte etter dette at det må stilles krav til klarhet og forutberegnelighet av både handlingsnormen som ligger til grunn for tilbakekallet av tillatelse, og selve vilkårene for tilbakekall i verdipapirhandeloven § 9-7 første ledd nr. 4.

Det ble anført at Finanstilsynets forståelse av «investeringsrådgivning» og «ordreformidling», jf. Finanstilsynets vedtak punktene 3, 4 og 5, ikke bygger på et klart og forutberegnelig hjemmelsgrunnlag, jf. Grunnloven § 113 og EMK P1-1.

6.3 Investeringsrådgivning

Klager bestred at foretaket gjennomgående hadde ytt investeringsrådgivning.

Under henvisning til verdipapirhandeloven dagjeldende § 2-4 første ledd om investeringsrådgivning, uttalte klager at den anbefaling som investeringsrådgivning forutsetter, blant annet måtte være direkte knyttet til en transaksjon. Klager anførte at de eksemplene som Finanstilsynet trakk frem i vedtaket, på at meglere ga en eksplisitt anbefaling med betegnelser som «spennende», «attraktiv», «ser veldig bra ut», «solid,

«god mulighet» og «bra risk/reward», gjaldt egenskaper ved produktene og ikke bestemte transaksjoner.

Det ble anført at Finanstilsynets tolkning innebar at selv om det ikke ble gitt noen personlig anbefaling, ville den omstendighet at foretaket satt med informasjon om kunden medføre at opplysninger om et produkt måtte sidestilles med at det var utøvet investeringsrådgivning, og at en slik forståelse ikke følger av ordlyden i § 2-4 første ledd. Klager uttalte at Finanstilsynets tolkning av § 2-4 første ledd delvis bygde på en tolkning av det tilsvarende begrepet «investment advice» i dokumentene «Questions & Answers – Understanding the definition of advice under MiFID» og «Feedback Statement» fra ESMA. Klager anførte at innholdet i et Q&A ikke er et hjemmelsgrunnlag som følger av norsk skreven lov.

Klager anførte videre at det ikke forelå noen ensartet praksis knyttet til den forståelsen av investeringsrådgivning som Finanstilsynet la til grunn, og at Finanstilsynet ikke hadde klargjort sitt syn i noen generelle retningslinjer. Videre ble det anført at Finanstilsynet i forbindelse med tilsyn i Prize Capital AS og Magellan AS (nå Jool Markets AS) ikke hadde reagert mot tilsvarende informasjonsinnhenting fra kunder som i den foreliggende sak, og at praksisen derfor måtte anses som akseptert. Videre ble det vist til at råd fra et advokatfirma til klager bygget på at det kunne innhentes full informasjon fra alle kunder - både kunder som mottok investeringsrådgivning og kunder som mottok tjenesten mottak/formidling av ordre - uten at dette skulle innebære at foretaket ytet investeringsrådgivning for begge kundegruppene.

Klager pekte på at flere lands tilsynsmyndigheter ikke har hatt den samme oppfatningen av «investment advice» som ESMA legger til grunn, at verdipapirhandellovens bestemmelser om mottak og formidling av ordre har egne vernebestemmelser overfor forbrukere, samt at Finanstilsynets tolkning kan motvirke forbrukervernet ved at verdipapirforetak pålegges å ikke kjenne mer til kundens forhold enn absolutt nødvendig.

Det ble uttalt at det basert på vedtaket ikke er observert noen tilfeller av at klagers ansatte kobler en beskrivelse av produktet med at produktet passer for den kunde som det kommuniseres med eller at kunden bør gjennomføre en transaksjon. Tvert imot foreligger det tidsnær dokumentasjon for at meglere i forbindelse med kundekontakt har krysset av for at det er utøvet ordreformidling.

6.4 God forretningsskikk - kundetesting

Etter klagers vurdering var det kun for åtte av de 35 direktekundene Finanstilsynet hadde undersøkt, tale om investeringsrådgivning. En betydelig andel av de tilfeller som Finanstilsynet bygde på i vedtakets punkt 4, måtte etter klagers vurdering anses som lovlig ordreformidling der egnethetstest og risikoaspekt ikke var av rettslig betydning. Det ble vist til at kvaliteten på et fåtall av kundesamtalene om endring av risikovillighet

kunne vært bedre, noe foretaket nå hadde rettet opp i, samt at det i én av samtalene ble gjort feil.

Om den første delen i den standardiserte e-posten om risikovillighet, uttalte klager at denne ikke utgjør noen anbefaling om en transaksjon. Innholdet refererer heller ikke til noe bestemt produkt, men gir konkrete opplysninger om det generelle risikonivået knyttet til foretakets produkter. Videre ble det uttalt at hovedinnholdet i den standardiserte e-posten måtte anses i samsvar med hva Finanstilsynet fremholdt som beste standard: «Det konstateres at med den risikoaksept som er registrert på kunden, så har ikke Selskapet tilgjengelige produkter. (...) I tillegg til å gi et avslag på å bli kunde, orienteres det helt eksplisitt om (at) alle investeringer som Selskapet tilbyr har høy risiko, noe som utgjør en konkret begrunnelse for avslaget». Klager la ved en oversikt over «tidspunkt for endring av risikoaspekt relativt til tegning» for seks kunder, og påpekte at for en av kundene ble det ikke inngått noen etterfølgende transaksjon, mens det for tre av kundene gikk tid fra risikoen ble endret til det ble foretatt noen transaksjon.

For øvrig viste klager til sitt tilsvare.

6.5 Underageters konsesjonspliktige virksomhet

6.5.1 Har JCPAS eller deres underagenter drevet konsesjonspliktig investeringstjenesteyting

Klager uttalte at utgangspunktet var at markedsføring av foretakets investeringstjenester var fullt ut lovlig, og at JCPAS og dets underagenter kunne kommunisere med en investor om en investering i en bestemt obligasjon for et angitt beløp gjennom en forsikringsavtale uten konsesjonsplikt, men med registreringsplikt.²

Det ble pekt på at foretaket ikke hadde betalt underagenter eller vært klar over eller hatt mistanke om at underagenter mottok vederlag fra JCPAS i tilknytning til at interessenter foretok direkteinvesteringer gjennom foretaket, og at aktiviteten i JCPAS ikke i seg selv kunne identifiseres med foretaket.

I klagen ble det redegjort for klagers forståelse av ordreformidling i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1 med henvisning til ordlyden og uttalelser i NOU 2006: 3 *Om markeder for finansielle instrumenter. Om markeder for finansielle instrumenter - Gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet*.

Klagers oppfatning var at i de tilfeller der markedsføringsmateriell med tilhørende tegningsblankett ble sendt til kunden fra foretaket, forelå det ingen ordreformidling. Videre ble det uttalt at:

² Departementet legger til grunn at klager her taler om registreringspliktig forsikringsagentvirksomhet.

«Ved telefonsamtaler og der JCPAS eller deres underagenter formidler markedsføringsmateriell/tegningsblankett direkte pr e-post i henhold til samtykke fra mottaker må det gjøres en ytterligere sonndring. Slik det fremgår av forarbeidene vil det ikke være konsesjonspliktig ordreformidling dersom *denne prosessen fremstår, og etter sitt innhold er, konsesjonsfri rådgivning eller markedsføring*. Det er min vurdering at JCPAS og deres agenter er innenfor eget konsesjonsfritt område i forbindelse med slike samtaler eller ved egen presentasjon av markedsføringsmateriell fra Selskapet. Dette innebærer at JCPAS eller underagent, etter at kunden har klargjort sitt ønske om direkteinvestering, i et spesifikt produkt for en nærmere angitt sum, må de påfølgende handlinger i seg selv kvalifisere som ordreformidling. Slik det fremgår av forarbeidene kan dette skje ved at JCPAS eller dets underagenter i form av oversendelse av ytterligere materiell eller ved ytterligere direkte tiltak gjør noe mer enn det som kan gjøres konsesjonsfritt altså tiltak som innebærer noe mer enn opplysninger om at det aktuelle verdipapiret kan kjøpes av Selskapet direkte».

Klager uttalte at det ikke var grunnlag i gjeldende rett for en slik utvidende tolkning av ordreformidling som Finanstilsynet la til grunn.

Til vurderingen av telefonsamtalene mellom salgsleder og underagenter, uttalte klager at man måtte ta hensyn til at underagenter ville ha en «sterk oppfordring til å understreke at underagenten nærmest har sikret en ordre for å sikre seg tips fra JCPAS», samt at kunder kunne sitte på samme informasjon på lovlig måte.

Klager anførte at beviskravet ved vurderingen av om underagentene hadde ytt investeringstjenester måtte være høyere enn alminnelig sannsynlighetsovervekt, fordi «konsekvensen er tilbakekall av konsesjon», og fordi Finanstilsynet vedtak om tilbakekall bygget på kjerneegenskaper ved daglig leder og CCO. Klager uttalte at daglig leder ble beskyldt for handlinger som kunne utgjøre straffesanksjonerte brudd på aksjeloven, jf. aksjeloven § 19-1. Til støtte for sitt syn viste klager til Sivilombudsmannens uttalelser i sak 2007/2434.

I klagens punkt 9.3.6 ble det redegjort for klagers bevisvurdering av samtaler omtalt i Finanstilsynets vedtak (punkt 5) og varsel (punkt 5.3). Klagers vurdering var at samtalene ikke tilfredsstilte kravet om sannsynlighetsovervekt for at det var ytt investeringstjenester, verken investeringsrådgivning eller ordreformidling. Vurdert opp mot et strengere beviskrav ble det anført som klart at det ikke var dekning for Finanstilsynets konklusjoner. Klager uttalte at det i to tilfeller kunne stilles spørsmål ved om underagenten hadde overtrådt grensen for ordreformidling, men at ingen av dem fremstod som klare brudd. Klager anførte at den mest graverende bevisvurderingsfeilen som ble gjort i vedtaket, var at Finanstilsynet la til grunn at forsikringsunderagenter av JCPAS ikke lovlig kunne informere kundene sine om de aktuelle verdipapirer, før kunden ble henvist til Jool Markets.

Klager anførte også at Finanstilsynet i sin beskrivelse av samtalene syntes å ha vektlagt at det forelå en ordning om engangsbetaling for henvisning som grunnlag for å konkludere med at underagentene hadde ytt investeringsrådning, selv om Finanstilsynet hadde ment at denne ordningen for engangsbetaling var lovlig.

6.5.2 Har Jool Markets akseptert og lagt til rette for underagents investeringstjenesteyting

Dersom underagenter har ytt investeringstjenester, var det klagers vurdering at det ikke var grunnlag for identifikasjon, verken mellom klager og JCPAS eller mellom klager og salgsleder.

Om klager skal identifiseres med salgsleder, beror etter klagers vurdering på om salgsleders handlinger, i en situasjon der han både var ansatt i JCPAS og klager, var påregnelige for klager, når det sees hen til graden av illojalitet.

Klager viste til at salgsleder hadde bekreftet å ha gjennomgått foretakets instruksksamling. Compliancefunksjonen hadde én gang blitt kontaktet av salgsleder for å få avklart om foretaket kunne utbetale tips i anledning markedsføring av foretaket. Et advokatfirma hadde utarbeidet en tipsavtale for klager, som ble benyttet én gang. Klager påpekte at det her ble forutsatt bekreftelse fra tipsagenten om at det ikke ble utført ordreformidling eller investeringsrådgivning.

Klager opplyste å ha gjennomført opplæring og gitt skriftlige instruksjoner som klargjorde forholdet til markedsføring, ordremottak, formidling og investeringsrådgivning. Under henvisning til Finanstilsynets uttalelser i vedtaket om at foretaket sannsynligvis kunne «ha forebygget, eller selv avdekket, de omtalte forholdene ved å rette compliancekontroller spesifikt inn mot denne problemstillingen», ble det uttalt at klager hadde gjennomført de compliancetiltak som Finanstilsynet etterlyste.

Klager anførte at salgsleder hadde operert uten noen form for medvirkning fra andre i foretaket. Det ble uttalt at påregneligheten i at en underagent i strid med det registreringspliktige området som underagenten jobbet under, utførte ordreformidling eller investeringsrådgivning, samtidig som all dokumentasjon viste at kunden forholdt seg direkte til klager uten spor av betaling til underagenten, objektivt sett måtte anses som svært lav. Videre anførte klager at salgsleders handlinger, herunder å benytte JCPAS' midler til å utbetale tips med den konsekvens at salgsleders eget arbeidsvederlag fra Jool Markets økte, fremstod som selskapsfremmed i så vel JCPAS som i Jool Markets, på en slik måte at de måtte kunne karakteriseres som svært illojale.

Klager anførte at tilknytningen ikke var tilstrekkelig sterk for foretaksstraff. Klager uttalte at tilbakekall av konsesjon måtte anses mer inngripende enn foretaksstraff, og at det således burde mer til for å identifisere en ansatt med et verdipapirforetak – som grunnlag for tilbakekall av konsesjon – enn for identifikasjon i anledning foretaksstraff.

Oppsummert anførte klager at det var krevende å se hvilke ytterligere tiltak klager burde foretatt, når Finanstilsynet først hadde godkjent at JCPAS og Jool Markets solgte de samme produkter under ulike konsesjoner/registreringer, og når Finanstilsynet også eksplisitt hadde godkjent salgsleders arbeidsforhold/verv i begge foretak. Det ble anført at det ikke var grunnlag for å identifisere salgsleder med foretaket og derigjennom legge til grunn at salgsleders forhold var «foretatt» av foretaket, jf. verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4.

6.6 Compliancefunksjonen

Klager påpekte at Finanstilsynet syntes å ha lagt til grunn et uriktig rettslig utgangspunkt om at compliance mer eller mindre objektivt sett skal «sikre» etterlevelse av verdipapirhandelloven, og at dette fikk betydning for Finanstilsynets videre vurderinger. Klager uttalte at compliance skal være risikobasert og bygge på kontroller.

Klager anførte at det var en saksbehandlingsfeil at Finanstilsynet ikke i varselet påpekte krav til compliance eller daglig leder. Klager viste til at styreleder i møte med Finanstilsynet 7. desember 2018 etterspurte om tilsynets undersøkelser «ga grunnlag for arbeidsrettslige tiltak overfor daglig leder eller compliancefunksjonen», og at Finanstilsynet «uttalte at de ikke hadde juss eller faktum de bygget på som ikke fremkommer i foreløpig rapport».³ Klager mente at feilen utvilsomt hadde hatt betydning. Dersom klager hadde blitt varslet, ville CCO og daglig leder ha fratrådt sine stillinger, og Finanstilsynet kunne ikke ha fattet vedtak med den begrunnelse det gjorde.

Klager anførte at Finanstilsynet hadde lagt til grunn feil faktum, da det i vedtaket ble uttalt at compliancefunksjon ikke syntes å ha hatt «noen kontroller rettet inn mot problemstillingen». Etter klagers vurdering var de tiltak Finanstilsynet etterlyste gjennomført, uten at det den gang da var mulig å trekke de konklusjoner som Finanstilsynet nå la til grunn, herunder fordi foretaket ikke hadde kunnskap om at det fra JCPAS ble utbetalt honorar for henvisning av kunder til Jool Markets.

Klager viste i den forbindelse til at en virksomhetsgjennomgang utført av et advokatfirma våren 2017 viste til stikkprøver av lydopptak, herunder av tre kunder som kom til klager etter tips fra JCPAS og som la inn flere tegninger. Konklusjonen i gjennomgangen var ingen observerte brudd på regelverket, effektiv compliance, samt at kundehåndteringen stemte godt overens med skriftlig dokumentasjon. Selv om disse kontrollene ble gjennomført før salgsleder begynte i sin stilling, viste de ifølge klager at compliancefunksjonen hadde kontrollert virksomheten, samt at retningen på kontrollene var egnet til å avdekke hendelser knyttet til den risiko Finanstilsynet adresserte. Videre viste klager til at compliance over en periode fra mars 2017 til oktober 2017 hadde lyttet til 45 av salgsleders samtaler, hvorav syv var samtaler med agenter.

³ Jf. styreleders referat fra møtet. Departementet bemerker for ordens skyld at dette ikke er et omforent referat med Finanstilsynet, men et internt referat hos klager.

Klager har bestridt at det foreligger brudd på verdipapirforskriften dagjeldende § 9-8.

6.7 Daglig leders rolle

Klager anførte at foretaket hadde gjort det Finanstilsynet etterlyste ved en intensivert complianceoppfølging, jf. redegjørelsen i punktet over, og at det ikke var faktisk grunnlag for å konkludere med at daglig leder ikke hadde hatt tilfredsstillende kontroll med et sentralt område av foretakets virksomhet, jf. verdipapirforskriften dagjeldende § 9-12. Klager bestred også at det var rettslig grunnlag for konklusjonen, blant annet fordi intensiverte kontroller egnet til å avdekke at salgsleder benyttet et annet foretaks midler til markedsføring ikke kunne anses som en sentral del av «foretakets» virksomhet.

6.8 Forbedringstiltakene

Klager anførte at det allerede på tidspunktet for inngivelse av tilsvaret var «foretatt og dels initiert omfattende og gjennomgripende forbedringstiltak», som var egnet til å utelukke gjentakelser av de forhold som ble tatt opp i Finanstilsynets vedtak punkt 3 («Ytelse av investeringsrådgivning til investorkunder») og punkt 4 («God forretningsskikk – kundetesting»). Det samme ble anført å gjelde for forholdene tatt opp i vedtakets punkt 5 («God forretningsskikk – befatning med underagents konsesjonspliktige virksomhet») under henvisning til at salgsleder hadde avsluttet sitt arbeidsforhold i klager, og at klager ikke lenger var underagent av JCPAS. Til vedtakets punkt 6 («Compliancefunksjonen og den daglige ledelse – kontroll av forholdet til JCPAS' underagenter») viste klager til at compliancefunksjonen var forsterket.

Klager viste videre til at det var inngått en mandatavtale med KPMG om gjennomgang av compliance i foretaket, blant annet gjennom en innleid heltidsstilling.

For øvrig viste klager til sitt tilsvare.

6.9 Verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4

Klager uttalte at verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4, som trådte i kraft 1. januar 2019, medførte at «rent historiske forhold, uten betydning for den fremtidige situasjon, ikke lenger kan lede til tilbakekall av konsesjon. I dette ligger at de allmennpreventive hensyn som tidligere kunne utgjøre en begrunnelse for tilbakekall, ikke hjemler tilbakekall (...)».

Klager bestred at foretaket hadde foretatt «alvorlige» eller «systematiske» overtredelser. Klager bestred videre at vilkårene om «grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet» var oppfylt.

Klager anførte at en naturlig forståelse av ordlyden «grunn til å frykte» innebærer at det må påvises konkrete, objektive momenter for hvordan virksomheten i fremtiden kan

oppfylle de skadealternativer som loven oppstiller. Videre ble det anført at det må kreves en høyere terskel for «grunn til å frykte» der det ikke foreligger mislige forhold. Det ble uttalt at praksis omkring straffeprosessloven § 171 kan være av interesse, «selv om tilbakekallets endelige karakter trekker i retning av at vilkåret er strengere ved tilbakekall av konsesjon».

Klager anførte videre at «skade» i relasjon til «foretakets kunder» må forstås som økonomisk skade for fremtidige kunder, og at det i Finanstilsynets vedtak ikke er redegjort for noen risiko for fremtidig skade for kunder. Klager uttalte at: «vert imot synes Finanstilsynets uttalelse å trekke i retning av at forbedringstiltakene er tilstrekkelige til at det ikke er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten vil skade fremtidige kunder».

Klager anførte videre at skade på «tilliten til verdipapirmarkedet» ikke kan gjelde forhold knyttet til «forbrukervernet eller investorvernet», men heller må gjelde «markedets grunnleggende forutsetninger knyttet til transparens, unngåelse av forskjellsbehandling eller oppgjørsfunksjon».

Når det gjelder skade på «tilliten til (...) institusjonene som virker i markedet», uttalte klager at «manglende tillit til ett verdipapirforetak vil (...) ikke være tilstrekkelig for tilbakekall etter dette alternativet. Det må uten videre være klart at ingen andre verdipapirforetak kan rammes av noen tillitssvikt» som følge av foretakets overtredelser. Videre ble det anført at tillitssvikten må begrenses til tap av tillit som gjelder verdipapirmarkedets kjerneområde.

Klager mente at Finanstilsynet hadde tilsidesatt betydningen av forbedringstiltakene basert på en uriktig rettsanvendelse, og at tilliten til klager ikke i seg selv var tilstrekkelig grunn til å se bort fra forbedringstiltakene slik det var gjort i vedtaket.

Klager anførte at det ikke kan anses tvilsomt at EMK setter operative grenser både for de lovbundne vilkår og «kan»-skjønnets i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4.

Klager anførte at Finanstilsynet, selv om de lovbundne vilkår for tilbakekall skulle anses oppfylt, var forpliktet til å foreta en langt grundigere vurdering av hensynet til ansatte enn det som fremgikk av vedtaket, blant annet under henvisning til Grunnloven § 110 og forvaltningsloven § 11 første ledd.

Klager anførte videre at EMK P1-1 oppstiller et krav om legitimt formål for inngrep, og at det skal foretas en konkret interesseavveining der inngrepet veies opp mot de formål som lovgiver har gitt som begrunnelse for hjemmelen for det aktuelle tiltak (proporsjonalitetstest).

I denne forbindelse ble det vist til at tilbakekall av tillatelse ville ha store økonomiske konsekvenser for klager. Klager opplyste at foretaket i 2018 hadde driftsinntekter i

størrelsesorden MNOK 160 og et resultat før skatt på ca. MNOK 9. Tilsvarende tall for 2017 og 2016 var henholdsvis MNOK 123 og MNOK 21, og MNOK 61 og MNOK 21. For 2019 budsjetterte selskapet med driftsinntekter på over MNOK 250 og et driftsresultat på ca. MNOK 90. I tillegg ble det vist til at ca. 70 ansatte ville miste sitt arbeid. Klager viste også til negative konsekvenser for klagers eksisterende kunder og utstedere.

Etter klagers vurdering var Finanstilsynets skjønnsutøvelse vilkårlig, basert på uriktig faktum og uriktig lovanvendelse og hadde et grovt urimelig resultat, se nærmere klagens punkt 15.2.

Klager har i forføyningssaken fastholdt sine anførsler fra klagen, samt utdypet og supplert disse på enkelte punkter. Som nevnt over, vil departementet hensynta dette i sin vurdering av klagen under.

7. FINANSTILSYNETS MERKNADER TIL KLAGEN

Finanstilsynet har i brev 27. juni 2019 til Finansdepartementet i forbindelse med oversendelse av klagen, opplyst at tilsynet etter å ha vurdert anførslene i klagen, både enkeltvis og samlet, ikke har funnet det tvilsomt at vedtaket bør opprettholdes fullt ut. Finanstilsynet fant det ikke hensiktsmessig eller nødvendig å gå inn på hver enkelt av foretakets anførsler, men kommenterte i oversendelsesbrevet følgende overordnede anførsler fra klager: om vedtaket var ugyldig som følge av endret hjemmelsgrunnlag for tilbakekall og saksbehandlingsfeil, om vedtaket var ugyldig som følge av manglende hjemmel i lov, om JCPAS' underagenter hadde ytt investeringstjenester, og om klager har akseptert og lagt til rette for underagenters yting av investeringstjenester.

8. DEPARTEMENTETS VURDERING

8.1 Innledning

Verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 fastslår at: «Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet dersom verdipapirforetaket (...) foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet».

Departementet vil i det følgende vurdere om det foreligger «alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov», før departementet foretar en skjønsmessig vurdering av om tilbakekall i så fall skal skje, jf. «kan» i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4.

Klager har anført at Finanstilsynet ikke har tolket vilkårene «alvorlige eller systematiske», men «har begrenset seg til å opplyse hva Finanstilsynet nærmest subjektivt oppfattet, «anser» som alvorlige eller systematiske» overtredelser. Departementet bemerker at hva som menes med «alvorlige eller systematiske» overtredelser, blant annet er utdypet gjennom forvaltningspraksis. Departementet legger i tråd med dette til grunn at vurderingen av om overtredelsene anses «alvorlige», vil bero på en helhetlig vurdering av de aktuelle overtredelser, der overtredelsenes art, grovhet og varighet tillegges vekt. Ved vurderingen av om overtredelsene er «systematiske», vil det være avgjørende om overtredelsene opptrer etter et visst mønster eller for øvrig kan sees i sammenheng, eller om de motsetningsvis fremstår som enkeltstående hendelser. Etter departementets vurdering samsvarer dette med hvordan Finanstilsynet har anvendt vilkårene i vedtak 19. mars 2019.

Klager har videre stilt spørsmål ved om det av ordet «systematiske» kan utledes «et krav til subjektiv skyld knyttet til at det skjer flere» overtredelser. Klager uttaler at: «Forarbeidene synes (...) ikke å stemme med den opprinnelige systematikken i verdipapirhandelloven. Etter tidligere [§ 9-4 første ledd nr. 5] var det et vilkår at foretaket gjorde «seg skyldig» i mislige forhold, noe som utvilsomt var et skyldkrav. Denne bestemmelsen var knyttet til vern av allmenne interesser, og er ansett for å være fanget opp av dagens § 9-7 (1) nr. 4 gjennom alternativet skade for kunder. Sett i sammenheng med at dagens § 9-7 (1) nr. 4 forutsetter fremtidige konsekvenser på linje med tidligere § 9-4 (1) nr. 5, taler dette for at det må knyttes et skyldkrav til at brudd på lov er «systematiske» i den grad tilbakekallsvilkåret gjelder skade for kunder».

Departementet kan ikke se at det er grunnlag for klagers tolkning. Et slikt skyldkrav kan ikke utledes av ordlyden i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4, og som klager selv er inne på, gir heller ikke forarbeidene støtte til en slik tolkning. Departementet bemerker imidlertid at subjektive forhold, som utvist skyld og graden av skyld, er et relevant moment i den skjønnsmessige vurderingen av om tilbakekall bør skje, dersom vilkåret om «alvorlige eller systematiske overtredelser» er oppfylt, se nærmere omtale under.

Klager har også anført at vilkårene om «alvorlige eller systematiske» overtredelser er kumulative, og ikke alternative, under henvisning til MiFID II artikkel 8 og EØS-avtalen artikkel 31. Departementet konstaterer at verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 angir at vilkårene «alvorlige eller systematiske» er alternative og ikke kumulative, men slik at begge ofte vil være oppfylt i de tilfeller der tillatelsen faktisk tilbakekalles, som i den foreliggende sak, se under.

8.2 Lovskravet

Klager har anført at tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester må ha hjemmel i lov, jf. både Grunnloven § 113 og EMK P1-1, og at dette medfører krav til «klarhet og forutberegnelighet» når det gjelder forståelsen av både tilbakekallsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 og investeringstjenestene

investeringsrådgiving og ordreformidling, som i henhold til klager blir avgjørende for om det foreligger slike overtredelser som kan medføre tilbakekall.

I klagen anføres at lovskravet er det samme etter Grunnloven § 113 og EMK P1-1, mens det i forføyningssaken anføres at «lovskravet etter EMK er autonomt og gir en sterkere beskyttelse enn det lovskravet som følger av både Grunnloven § 113 og selve tilbakekallsbestemmelsen. Lovskravet innebærer slik ankende part ser det at det ikke er rettskildemessig dekning for de brudd på lov som vedtaket bygger på. Lovskravet innebærer også at det ikke er grunnlag for Finanstilsynets oppfatning om at vilkårssiden av tilbakekallsbestemmelsen er underlagt fritt skjønn».⁴

Departementet legger til grunn at tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester er å anse som et inngrep fra myndighetene som må ha grunnlag i lov, jf. Grunnloven § 113. Legalitetsprinsippet innebærer blant annet at lovens ordlyd står sentralt ved tolkningen, men at tolkningstilvæl må løses ut fra hva som er best i samsvar med en avveining av samtlige rettskildefaktorer og sikrer tilstrekkelig klarhet og forutsigbarhet for borgerne. Det aksepteres at en regels innhold kan utvikle seg over tid gjennom rettslig fortolkning. Det sentrale er at rettsstilstanden kvalitativt sett bygger på tilgjengelige rettsregler og er tilstrekkelig forutsigbar.⁵

Når det gjelder EMK P1-1, vil kravet til lov her som ellers i Den europeiske menneskerettighetskonvensjonen innebære at den nasjonale regel må være tilgjengelig og forutsigbar. At regelen skal være tilgjengelig («adequately accessible»), innebærer at individet må få en tilfredsstillende angivelse av hvilke regler som gjelder i den konkrete sak. Videre kan en regel ikke anses som «lov» med mindre den er formulert tilstrekkelig presist til at individet kan avpasse sin adferd etter den. Vedkommende må, om nødvendig ved hjelp av egnet rådgivning («appropriate advice»), kunne forutse i rimelig grad hvilke konsekvenser en gitt handling vil få.

Etter departementets vurdering er kravene til klarhet og forutsigbarhet i stor grad sammenfallende etter Grunnloven § 113 og EMK P1-1.

Klager har gjennomgående knyttet sin tolkning av lovskravet i EMK P1-1 til lovskravet i EMK artikkel 7. Denne bestemmelsen oppstiller et vern mot å bli ilagt straff på grunnlag av en gerning som ikke var straffbar på handlingstidspunktet. Departementet bemerker i denne forbindelse at tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester i medhold av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 ikke utgjør en administrativ sanksjon og således ikke regnes som straff etter EMK.

Klager har i forføyningssaken anført at selv om tilbakekallsbestemmelsen «slik den er utformet ikke gir anvisning på noen sanksjon» mener klager at Finanstilsynet i sitt

⁴ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019, s. 7.

⁵ Se blant annet Rt. 2014 s.1281 avsnitt 48 og HR-2016-1982-A avsnitt 38.

vedtak har praktisert bestemmelsen «som en sanksjon med den konsekvens at lovskravet skjerpes» og må «tilsvare eller ligge tett opp mot lovskravet etter EMK artikkel 7».⁶ Departementet finner ikke at Finanstilsynet har praktisert tilbakekallsbestemmelsen som en sanksjon, se nærmere redegjørelse under punkt 8.8.2.

8.3 Yting av investeringsrådgivning

8.3.1 Innledning

Som del av kravet til god forretningsskikk, skal verdipapirforetak gjennomføre en egnethetsvurdering ved yting av investeringsrådgivning jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd. Ved yting av ordreformidling skal verdipapirforetak gjennomføre en mindre omfattende hensiktsmessighetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 femte ledd. Hvorvidt et verdipapirforetak yter investeringsrådgivning eller ordreformidling, har således betydning for hvilke lovkrav som gjelder for foretakets opptreden overfor kundene, og derved for investorbeskyttelsen.

Klager bestrider at foretaket gjennomgående har ytt investeringsrådgivning til sine kunder. Klager mener at kun 8 av de 35 utvalgte direktekundene som Finanstilsynet har undersøkt er investeringsrådgivningskunder, og at de resterende 27 kundene er ordreformidlingskunder.⁷

Etter klagers vurdering er Finanstilsynets forståelse av hva som utgjør investeringsrådgivning, «strukket utenfor hva som følger av noe tolkningsalternativ som kan utledes av ordlyden i verdipapirhandelloven», og i strid med lovskravet i Grunnloven § 113 og EMK P1-1. Departementet viser til nærmere redegjørelse i klagen, omtalt over, og i forføyningssaken, herunder i anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 punkt 5.

Finansdepartementet vil i det følgende først ta stilling til hvordan «investeringsrådgivning» skal forstås, og deretter til om klager gjennomgående har ytt investeringsrådgivning.

8.3.2 Forståelsen av investeringsrådgivning

Det følger av verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 5 at «investeringsrådgivning som definert i § 2-4 første ledd», er en investeringstjeneste. Av verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd følger det at:

⁶ Anke til Høyesterett 4. februar 2020 s. 4.

⁷ Det fremgår av oversikten på s. 32 i klagers tilsvare 12. september 2018 hvilke kunder klager anser som henholdsvis ordreformidlingskunder og investeringsrådgivningskunder.

«Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter».⁸

Definisjonen består av flere vilkår som alle må være oppfylt for at det skal være tale om investeringsrådgivning.

I Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) *Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)* punkt 4.5 uttalte departementet følgende om bestemmelsen:

«(...) utvalgets forslag på dette punktet vil oppfylle Norges direktivforpliktelser etter MiFID. Departementet slutter seg derfor til utvalgets vurdering og konklusjon på dette punktet, og foreslår at investeringsrådgivning defineres i lovforslaget § 2-4 første ledd. Departementet foreslår at det presiseres i definisjonen at det dreier seg om anbefalinger knyttet til «bestemte» finansielle instrumenter. Investeringsrådgivning vil etter forslaget være personlig anbefaling til en kunde om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter. Det er ikke avgjørende om det er kunden eller verdipapirforetaket som har tatt initiativet. Definisjonen er i samsvar med definisjonen i MiFID artikkel 4 nr. 1 4) og gjennomføringsdirektivet art. 52. At anbefalingen må være personlig, innebærer at det må avgrenses mot generelle anbefalinger som for eksempel investeringsanbefalinger, som ikke retter seg mot konkrete kunder/investorer. Videre er det et krav at anbefalingen må dreie seg om konkrete finansielle instrumenter – i motsetning til anbefalinger som knytter seg til mer generelle råd om plassering i ulike instrumenter (allokeringsanbefalinger). Slike mer generelle anbefalinger vil imidlertid omfattes av reglene om god forretningsskikk, se tilsvarende i gjennomføringsdirektivets fortale pkt. 81 og 82. Departementet viser for øvrig til at det er gitt utfyllende bestemmelser om det nærmere innholdet i begrepet investeringsrådgivning i gjennomføringsdirektivet artikkel 52. Departementet legger til grunn at en nærmere avgrensning av slik virksomhet ved behov kan foretas i forskrift, jf. den foreslåtte forskriftshjemmelen i lovforslaget § 2-1 tredje ledd som åpner for at det kan gis nærmere forskrifter om hva som skal anses som investeringstjenester.»

I forbindelse med forføyningssaken har klager under henvisning til forskriftshjemmelen i § 2-1 tredje ledd⁹, omtalt avslutningsvis i sitatet over, anført at «forutsetningen om at det var nødvendig med en forskrift for å presisere en slik forståelse av definisjonen av investeringsrådgivning tilsier at definisjonen i

⁸ Definisjon følger fra 1. januar 2019 av verdipapirhandelloven § 2-3 fjerde ledd.

⁹ Bestemmelsen lyder: «Departementet kan gi forskrifter om hva som skal anses som investeringstjenester og tilknyttede tjenester etter første og annet ledd».

[gjennomføringsdirektivet] artikkel 52 er mer vidtrekkende enn ordlyden i verdipapirhandelloven». ¹⁰

Departementet bemerker at det ikke fremgår av forarbeidene at det var «nødvendig» med en forskriftsregulering slik klager formulerer seg, men at en nærmere avgrensning av investeringsrådgivning «ved behov» kunne foretas i forskrift. Tvert imot fremgår det av forarbeidene at «[d]efinisjonen [i verdipapirhandelloven] er i samsvar med definisjonen i MiFID artikkel 4 nr. 1 4) og gjennomføringsdirektivet art. 52». At dette kommer så tydelig frem i forarbeidene, taler for at det ikke var et aktuelt «behov» for å forskriftsfestsette det samme. Departementet bemerker for øvrig at Kommisjonen etter MiFID artikkel 4 nr. 2 er gitt kompetanse til å fastsette regler for å tydeliggjøre («clarify») definisjoner etter MiFID artikkel 4. Departementet legger derfor til grunn at Kommisjonens presiseringer i gjennomføringsdirektivet ligger innenfor definisjonen av «investeringsrådgivning» i MiFID artikkel 4 nr. 1 punkt 4, som verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd gjennomførte.

Departementet nevner også at Verdipapirlovutvalget i NOU 2017: 1 punkt 2.2.2.3 uttalte om gjennomføringsdirektivet (kommisjonsdirektivet) artikkel 52 at: «Kommisjonsdirektivets artikkel 52 ble ikke innarbeidet i norsk rett, men det ble tatt inn en forskriftsbestemmelse slik at den kunne innarbeides ved behov. Forskriftshjemmelen er ikke benyttet, men kommisjonsdirektivet er lagt til grunn ved praktiseringen av regelverket.» Dette vil også fremgå av departementets omtale av blant annet forvaltningspraksis og juridisk teori i det følgende.

Departementet legger etter dette til grunn at definisjonen av investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven skal tolkes «i samsvar med» den tilsvarende definisjonen i MiFID og gjennomføringsdirektivet artikkel 52, jf. også presumsjonsprinsippet.

Tidligere Committee of European Securities Regulators (CESR), nå European Securities and Markets Authority (ESMA), har gjennom en høringsprosess kommet med utfyllende tolkningsuttalelser om definisjonen av investeringsrådgivning i MiFID I¹¹ og tilhørende kommisjonsdirektiv 2006/73/EF¹² (gjennomføringsdirektivet). Etter utgivelsen av «Consultation Paper» 14. oktober 2009 (dokument 09-665), er de nærmere kjennetegnene ved investeringsrådgivning omtalt i følgende to dokumenter fra ESMA: «Questions & Answers – Understanding the definition of advice under MiFID» (dokument 10-293) og et parallelt utgitt «Feedback Statement» (dokument 10-294).

¹⁰ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 37.

¹¹ Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter.

¹² Kommisjonsdirektiv 2006/73/EF av 10. august 2006 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF [MiFID I] med hensyn til organisatoriske krav til og vilkår for drift av investeringsforetak samt definisjon av begreper for nevnte direktivs formål.

Klager bestrider at det kan legges vekt på disse uttalelsene når det gjelder forståelsen av investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd, og uttaler blant annet at «de handlinger som ESMA legger til grunn at utgjør investeringsrådgivning ligger utenfor ordlyden i legaldefinisjonen».¹³

I NOU 2017: 1 punkt 1.3.1.5 redegjøres det for oppbygningen av rammeverket for finanslovgivningen i EU. Det nevnte gjennomføringsdirektivet er en såkalt nivå 2 EU-kilde, som «gir mer detaljregler til utfylling av hoveddirektiver og hovedforordninger». ESMA's anbefalinger og retningslinjer utgjør såkalte nivå 3 EU-kilder, som ofte gir «tolkninger og presiseringer knyttet til felles regelverk. Slike anbefalinger mv. er ikke-bindende, men vil tillegges stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter ved tolkning av felleseuropeisk regelverk.» Det fremgår under punkt 1.3.2.2 at nivå 3 EU-kilder ikke «innarbeides (...) i norsk lovverk men vil være viktige tolkningsmomenter ved anvendelse av lov- og forskriftsverk.»

Ovennevnte dokumenter fra ESMA om investeringsrådgivning er for øvrig gjennomgående vist til i forvaltningspraksis og juridisk teori.

Departementet finner det ikke tvilsomt at både gjennomføringsdirektivet artikkel 52 og ovennevnte uttalelser fra ESMA er relevante rettskilder ved fastleggingen av innholdet i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd, nå § 2-3 fjerde ledd, som bygger på den tilsvarende definisjonen i MIFID.

Av Gjennomføringsdirektivet artikkel 52 følger det at:

«Med hensyn til definisjonen av «investeringsrådgivning» i artikkel 4 nr. 1 nr. 4 i direktiv 2004/39/EF er en personlig anbefaling en anbefaling som gis til en person i vedkommendes egenskap av investor eller potensiell investor, eller i vedkommendes egenskap av en agent for en investor eller potensiell investor.

Denne anbefalingen må framlegges som egnet for vedkommende person, eller må være basert på en vurdering av omstendighetene omkring vedkommende person, og må utgjøre en anbefaling om å treffe ett av følgende sett av tiltak:

- a) Å kjøpe, selge, tegne seg for, utveksle, innløse, holde eller fulltegne et bestemt finansielt instrument,
- b) å utøve eller ikke utøve en rettighet tillagt av at bestemt finansielt instrument om å kjøpe, selge, tegne seg for, utveksle eller innløse et finansielt instrument.

En anbefaling er ikke en personlig anbefaling dersom den utelukkende gis gjennom distribusjonskanaler eller til allmennheten.»

¹³ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 7.

Det fremgår av gjennomføringsdirektivet artikkel 52 annet ledd at en «anbefaling» for å være «personlig» må framlegges («be presented» i engelsk oversettelse) som egnet for vedkommende person, eller må være basert på en vurdering av omstendighetene omkring vedkommende person.

Etter departementets vurdering er dette i samsvar med ordlyden i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd, jf. også forutsetningen omtalt over om at gjennomføringsdirektivet skal tydeliggjøre («clarify») den definisjonen i MIFID som verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd bygger på.

Fra 1. januar 2019 fremgår det av verdipapirhandelloven § 1-1 at: «Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse». Tillegget om å sikre investorbeskyttelse ble inntatt for at det i klartekst skulle fremgå at investorbeskyttelse var et formål med loven, men departementet uttalte i Prop. 77 L (2017-2018) punkt 3.3 at den dagjeldende formålsbestemmelsen «er for så vidt (...) dekkende, idet sikker, ordnet og effektiv handel er grunnleggende forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked og god investorbeskyttelse.»

Lovens formål og hensynet til investorene taler slik departementet ser det for at vurderingen av om det foreligger investeringsrådgivning og herunder en «personlig anbefaling», bør kunne skje etter en ytre, objektiv vurdering av hvordan rådgivningen fremstår for kunden (investoren). Det kan nevnes at også innføringen av investeringsrådgivning som en egen investeringstjeneste, var begrunnet i hensynet til investorene, jf. Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 4.5.

I ESMA's dokument 10-293 punkt 4 gjengis under henvisning til gjennomføringsdirektivet artikkel 52 hva som utgjør «personlig anbefaling»:

«(...) For the purposes of the definition of investment advice, that recommendation must be presented as suitable for that person or must be based on a consideration of the circumstances of that person (Article 52 of the MiFID Implementing Directive). The Directive also sets out a number of other tests for firms to consider in determining whether they are providing such personal recommendations, which we examine and discuss in this paper».

I ESMA's dokument 10-293 punkt 6 presiseres det (under overskriften “Considering an investor’s view of whether advice is being given”) at:

«MiFID identifies the importance of presentation in determining whether investment advice is being given: one of the tests that the Directive sets out is whether a recommendation is *presented* as suitable, rather than whether it is *actually* suitable for the client. CESR believes that it is, therefore, important to take account of whether it would be reasonable to think that a personal

recommendation is being made in determining whether investment advice is being given. So, if a recommendation is put forward in such a way that a reasonable observer would view it as being based on a consideration of a clients' circumstances or presented as suitable then – subject to the other four tests being met – this will amount to investment advice.»

ESMA viser her til at MiFID peker på betydningen av presentasjon når det skal avgjøres om det er ytt investeringsrådgivning. Hvis en anbefaling blir gitt på en slik måte at en fornuftig observatør vil oppfatte den som basert på en vurdering av kundens omstendigheter eller framlagt (presentert) som egnet, så vil dette utgjøre investeringsrådgivning, forutsatt at de øvrige vilkår er oppfylt.

Departementet viser for øvrig til ESMA's dokument 10-293 punktene 54 og 57, hvor det fremgår at:

«When will a firm be viewed as basing a recommendation on a consideration of a person's circumstances?»

(...)

54. For example, if a firm has collected information from a client on his investment objectives or financial situation, if he returns to the firm through the same channel for a follow-on service, it could reasonably be expected that this information is being used to create a picture of his needs and wants to form the basis of a recommendation. Other elements, such as the following, could lead to consider that it is reasonable to expect that the information previously given is being used: the contact point with the firm is the same and the nature of the service is similar to that given in the past.

(...)

Can a firm avoid being viewed as making a personal recommendation by failing to use information about a person's circumstances?»

57. No, not if a firm has accumulated relevant information on a person's circumstances – either during a single interview or during the course of an ongoing relationship – and it can reasonably be expected that this information is being taken into account (as discussed in the question above). In this case, any recommendation made will be treated as being based on a consideration of the person's circumstances.

(...).”

ESMA omtaler her betydningen av innhentet kundeinformasjon og kundens rimelige («reasonable») forventning om at foretaket vil basere sin anbefaling på denne informasjonen.

Med grunnlag i det foregående, legger departementet til grunn at lovskriteriet «personlig» anbefaling i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd sammenfaller med det som kan utledes av gjennomføringsdirektivet artikkel 52. At man ved vurderingen av om en anbefaling er personlig, bør se hen til hvordan en fornuftig observatør vil oppfatte situasjonen, samsvarer med at vurderingen av om det foreligger investeringsrådgivning skal skje etter en ytre, objektiv vurdering.

Til vilkåret om «anbefaling» viser departementet til ESMA's dokument 10-293 punkt 14 og 15, hvor det fremgår at en anbefaling vil inneholde «an element of opinion» i motsetning til informasjon som presenteres uten «any comment or value judgement on its relevance to decisions which an investor may make». Av punkt 16 fremgår at: «While a firm may not intend to provide a recommendation to a client, it may find that it does so if it allows the information it provides to become subjective, such that it actually leads the customer to one particular product over others.» Videre fremgår det av punkt 17 at: «For example, if a person places special emphasis on the advantages of one product over others for a client, in a way that would tend to influence the decision of the recipient to select that particular product over others presented, this could amount to a personal recommendation rather than the mere provision of information».

Departementet peker i den sammenheng også på punkt 46 (inntatt under overskriften «Can a financial instrument be implicitly presented as suitable»), hvor det fremgår at: «As noted earlier, if a person place special emphasis on the advantages of one product over others for a client, in a way that would tend to influence the decision of the recipient to select that particular product over others presented, this could amount to a personal recommendation. It is not necessary for a firm to tell a client that a recommendation it is making is suitable for him in order for its recommendation to be viewed as being presented as suitable».

Etter departementets vurdering samsvarer disse synspunktene med en naturlig, språklig forståelse av «anbefaling» i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd. Det må avgrenses mot ren informasjon, ved at en anbefaling gir uttrykk for et element av mening, som kan påvirke investoren (kunden) til å fatte en bestemt investeringsbeslutning. Dette kan for eksempel skje gjennom bruk av positive betegnelser, men også mer implisitt ved å fremheve fordelene til ett produkt i forhold til andre.

I forføyningssaken har klager anført at gjennomføringsdirektivet artikkel 52 må forstås slik at «grunnlaget for anbefalingen må være de konkrete forhold hos den aktuelle kunde», og at «det er flere forskjeller mellom artikkel 52 og ESMA». Klager uttaler:

«(...) den mest sentrale [forskjellen] er at ESMA legger til grunn at produktanbefalinger kan anses som investeringsrådgivning *uavhengig* av om det er tatt utgangspunkt i kundens konkrete omstendigheter».

En neste forskjell mellom ESMA og artikkel 52 er at artikkel 52 forutsetter at det er gitt et konkret råd om at kunden *skal foreta* en transaksjon, mens ESMA bygger på at det er tilstrekkelig å omtale produktet i en situasjon der foretaket *kunne* gitt en slikt råd.

En tredje forskjell er at artikkel 52 forutsetter at rådet knytter seg til om en transaksjon bør gjennomføres eller ikke, mens det i ESMA er tilstrekkelig at et konkret produkt i det hele tatt er omtalt i motsetning til et generisk råd». ¹⁴

Etter departementets vurdering legger klager her til grunn en feil forståelse av gjennomføringsdirektivet artikkel 52, og da særlig hva det innebærer at en anbefaling er «personlig», som dermed får betydning for klagers vurdering av forholdet mellom gjennomføringsdirektivet artikkel 52 og ESMAAs tolkningsuttalelser. Departementet finner det tilstrekkelig å vise til sin redegjørelse over.

Departementet viser videre til at det i juridisk teori er redegjort for hvordan investeringsrådgivning skal forstås. Knut Bergo, «Børs- og verdipapirrett», 4. utg. 2014, s. 152-153 og Marte Eidsand Kjørven, «Ytelse av investeringstjenester til forbruker. Verdipapirrettslige, kontraktsrettslige og erstatningsrettslige krav til adferd», 2017, s. 157 flg., omtaler gjennomføringsdirektivet artikkel 52, og sistnevnte har også en grundig gjennomgang av CERS/ESMAAs uttalelser om hva som utgjør investeringsrådgivning. Om personlig anbefaling uttales blant annet at:

«Ved personlig kontakt mellom foretaket og en investor skal det lite til før en generell anbefaling innebærer investeringsrådgiving. Når en anbefaling gis personlig til bestemte investorer, vil det ofte innebære at anbefalingen, selv om den er ment å være generell, presenteres som egnet for den aktuelle investoren. Det avgjørende for hvorvidt det foreligger investeringsrådgiving, er da en objektiv vurdering av hvorvidt anbefalingen

«is put forward in such a way that a reasonable observer would view is as being suitable».

At det skal lite til før en generell anbefaling som blir presentert for konkrete investorer innebærer investeringsrådgiving, har også blitt fremhevet av Finanstilsynet i forbindelse med stedlig tilsyn hos Norse Securities AS.»

¹⁴ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 37-38

Også Norsk Lovkommentar i Gyldendal Rettsdata viser til gjennomføringsdirektivet artikkel 52 og tolkningsuttalelsene fra ESMA, og fremholder blant annet følgende:

«Det følger av disse uttalelsene at det skal lite til før det foreligger investeringsrådgivning i MiFIDs forstand. (...)

Selv der hvor foretakene aktivt informerer at det ikke ytes investeringsrådgivning, har ESMA uttalt at det likevel kan være snakk om investeringsrådgivning, jf. ESMA's Dokument 10-2933 pkt. 50: «It is important to remember, though, that even if a clear, prominent and understandable disclaimer is provided stating that no advice or recommendation is being given, a firm could still be viewed as having presented a recommendation as suitable for the client».

I praksis betyr dette at det i realiteten kun er den rent passive meglingen, som består at mottak, formidling og utførelse av ordre uten særlig kommunikasjon mellom megler og kunde, som går klar av konsesjonskravet for investeringsrådgivning. Hvis megler for eksempel svarer bekreftende på enkle spørsmål fra kunden om det aktuelle instrumentet passer for ham, eller andre samtaler av nesten bagatellmessig karakter, begir han seg raskt inn på området for investeringsrådgivning, med krav om egnethetstester og tilsvarende.»

At det skal lite til før en personlig henvendelse til en kunde om et konkret finansielt instrument anses som en personlig anbefaling, og at det kun er den rent passive meglingen uten særlig kommunikasjon mellom megler og kunde som går klar av konsesjonskravet for investeringsrådgivning, er for øvrig lagt til grunn av Borgarting lagmannsrett i kjennelse 2. november 2017 (LB-2017-168193).

Departementet viser videre til at Finanstilsynet i flere offentliggjorte merknader og vedtak har uttalt seg om den nærmere forståelsen av investeringsrådgivning, herunder med henvisninger til ESMA's tolkningsuttalelser.

Klager har vist til Finanstilsynets tilsyn i to foretak hvor complianceansvarlig i klager tidligere arbeidet: Magellan AS (nå Jool Markets AS) og Prize Capital Markets AS. Klager har anført at også disse foretakene innhentet alle opplysninger som var nødvendige for en egnethetstest og deretter utførte ordreformidling med omtale av produktegenskaper, men uten at Finanstilsynet konkluderte med at det gjennomgående ble ytt investeringsrådgivning, og at forvaltningspraksis således ikke har vært konsistent.

Finanstilsynet har i vedtak 19. mars 2019 s. 7 uttalt at det er korrekt at Finanstilsynet under tilsynet hos Prize Capital Markets AS konkluderte med at det i de fleste kundesamtaler ikke ble gitt anbefalinger (verken implisitt eller eksplisitt) og dermed heller ikke personlige anbefalinger. Når det gjaldt tilsynet hos Magellan AS uttalte Finanstilsynet at tilsynet ikke vurderte dette spørsmålet (verken i kontekst av kundeavtaler eller kundesamtaler), men la til grunn foretakets opplysninger om at det

hovedsakelig ytet tjenesten plassering. Departementet finner etter dette at det var konkrete forhold som begrunnet at Finanstilsynet ikke kom til samme konklusjon i disse to sakene som i den foreliggende sak.

I tillegg til forståelsen av «personlig anbefaling», som redegjort for over, har klager stilt spørsmål ved hva som er å anse som «kunde» i verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd. Verken § 2-4 første ledd eller den tilsvarende bestemmelsen i MiFID artikkel 4 nr. 1 punkt 4, presiserer nærmere hva som menes med «kunde».

Det følger av gjennomføringsdirektivet artikkel 52 at (våre understrekninger): «Med hensyn til definisjonen av «investeringsrådgivning» i artikkel 4 nr. 1 nr. 4 i direktiv 2004/39/EF er en personlig anbefaling en anbefaling som gis til en person i vedkommendes egenskap av investor eller potensiell investor, eller i vedkommendes egenskap av en agent for en investor eller potensiell investor».¹⁵

Departementet viser videre til MiFID artikkel 19, om plikten til å innhente kundeopplysninger i forbindelse med egnethetsvurdering, som fastslår at (våre understrekninger): «When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client's or potential client's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, his financial situation and his investment objectives so as to enable the firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him.»

Fra 1. januar 2019 er «potensiell kunde» også inntatt i verdipapirhandelloven § 10-15 som gjelder verdipapirforetaks vurdering av egnethet og hensiktsmessighet. I Prop. 77 L (2017-2018) punkt 5.3.2.5 uttalte departementet at: «Departementet har også foreslått å tilføye «potensielle kunder» i en rekke bestemmelser om informasjonskrav, egnethet mv. i samsvar med MiFID II. I utvalgets utkast og gjeldende verdipapirhandellov er «potensielle kunder» enkelte steder, men ikke gjennomgående, tilføyet i samsvar med direktivteksten. Departementet presiserer imidlertid at det også i øvrige bestemmelser må vurderes konkret på hvilket tidspunkt i kundeforholdet rettigheter og plikter oppstår (...)».

Departementet legger til grunn at også verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd om egnethetstest må forstås i samsvar med MiFID artikkel 19 gjengitt over, slik at bestemmelsen omfatter potensielle kunder. Videre finner departementet at denne bestemmelsen må sees i sammenheng med definisjonen av investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd.

¹⁵ Tilsvarende følger av ESMA i dokument 10-293 punkt 12 («What constitutes a recommendation?»), hvor det uttales at: «Under MiFID, a personal recommendation is a recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor, or in his capacity as an agent for an investor or personal investor.»

Departementet vektlegger at hensynet til å sikre investorbeskyttelse, jf. verdipapirhandellovens formål, taler for at formell inngåelse av kundeavtale, registrering i kunderegister eller lignende, ikke er en nødvendig forutsetning for yting av investeringsrådgivning i lovens forstand.

Departementet finner på denne bakgrunn at definisjonen av investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd også omfatter rådgivning til en potensiell investor eller kunde, dersom det ytes en personlig anbefaling om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter, til vedkommende.

Etter departementets vurdering sikrer forståelsen av investeringsrådgivning som beskrevet over tilstrekkelig klarhet og forutsigbarhet for borgerne, jf. omtalen i punkt 8.2.

8.3.3 Har klager ytt investeringsrådgivning

8.3.3.1 Anbefaling til en kunde (...) om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter

Når det gjelder den nærmere forståelsen av disse vilkårene, viser departementet til redegjørelsen over.

Klager uttaler i tilsvaret 16. januar 2019 til foretakets gjennomgåelse av aktuelle telefonsamtaler, at «for det store flertallet av samtalene ytes ingen eksplisitt anbefaling (...). Det at JM kontakter kunden kan imidlertid av kunden anses som en implisitt kjøpsanbefaling».

Det er i vedtaket opplyst at Finanstilsynet har lyttet til et betydelig antall samtaler mellom foretakets meglere og etablerte eller potensielle kunder. Departementet legger i sin vurdering til grunn Finanstilsynets oppfatning om at megler i svært mange av disse samtalene åpenbart har til hensikt å få kunden eller den potensielle kunden til å tegne et «bestemt finansielt instrument» i det prosjektet klager da skal plassere, jf. verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd.

Departementet finner i likhet med Finanstilsynet at både det å fremheve ett konkret prosjekt gjennom presentasjon og omtale, og det å bruke eksplisitte positive betegnelser som «spennende», «attraktivt», «ser veldig bra ut», «solid», «god mulighet» og «bra risk/reward», må anses som «anbefalinger», jf. verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd.

På denne bakgrunn, legger departementet til grunn at klager gjennomgående har gitt anbefalinger.

8.3.3.2 Personlig

Ved vurderingen av om en anbefaling er «personlig», jf. verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd, legger departementet som redegjort for over, til grunn at anbefalingen må framlegges (presenteres) som egnet for vedkommende person, eller være basert på en vurdering av omstendighetene omkring vedkommende person. Ved vurderingen tas det utgangspunkt i en ytre, objektiv vurdering, basert på hvordan en fornuftig observatør ville oppfattet situasjonen.

Ved ordreformidling skal verdipapirforetak søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, til bruk i en hensiktsmessighetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 femte ledd. Ved investeringsrådgivning, skal verdipapirforetak innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, til bruk i en egnethetsvurdering, jf. dagjeldende § 10-11 fjerde ledd.

Klager benyttet en fysisk versjon av kundeavtalen, og senere en elektronisk versjon. Kun i den elektroniske versjonen av kundeavtalen kunne kunden krysse av for ønsket investeringstjeneste. Uavhengig av om kunden hadde fysisk eller elektronisk kundeavtale - og uavhengig av hvilken investeringstjeneste det var krysset av for i en elektronisk kundeavtale – så fylte kunden normalt inn alle etterspurte kundeopplysninger som ga grunnlag for å gjennomføre en egnethetsvurdering. Klager uttalte i tilsvaret 12. september 2018 at dette ikke ble ansett problematisk av to grunner. For det første hjalp det klager å vurdere hvorvidt kunden forstod risikoen i produktene. For det annet hadde klager da et grunnlag for å kunne gjennomføre en eventuell egnethetsvurdering på et senere tidspunkt i utviklingen av kundeforholdet.¹⁶

For samtlige av de 35 direktekundene som Finanstilsynet har gjennomgått dokumentasjonen for, viser tilsynets undersøkelser at klager har innhentet opplysninger om kundens kunnskap og erfaring, finansielle situasjon og investeringsmål.

Finanstilsynets undersøkelser viser videre at det i både fysisk og elektronisk kundeavtale stod at: «JOOL Markets har ikke anledning til å yte investeringsrådgivning uten først å innhente informasjon om kunden som forespurt i dette dokumentet. En forutsetning for utøvelsen av investeringsrådgivning er at JOOL Markets finner tjenesten egnet for kunden etter en nærmere gjennomgang av informasjonen som blir gitt i dette dokumentet. Ved ønske om investeringsrådgivning må samtlige felt fylles ut». Kunden ble deretter bedt om å krysse av for at han/hun har: «lest informasjonen om kartlegging av investeringsmålsetting, risikovillighet etc., og er innforstått med dette». Kunden ble videre i avtalen bedt om å bekrefte blant annet: «at Foretakets informasjon ikke er å betrakte som individuell, personlig investeringsrådgivning

¹⁶ Se nærmere klagers tilsvaret 12. september 2018 s. 16, samt tilsvaret 16. januar 2019 s. 2.

dersom kunden ikke har gitt Foretaket inngående opplysninger om sine investeringsmål, risikovillighet, finansielle situasjon, samlet investeringsportefølje, erfaring fra handel i finansielle instrumenter etc.».

Klager har vist til at ca. 30 prosent av deres kunder som hadde investert per 30. desember 2017, hadde elektronisk kundeavtale (301 av 1022 kunder). I elektronisk kundeavtale kunne kundene krysse av for ønsket investeringstjeneste, og klager har opplyst at nesten 94 prosent av kundene med elektronisk kundeavtale krysset av for investeringstjenesten ordreformidling. I henhold til en beregning fra foretaket, ville med 95 prosent sannsynlighet fra 90,9 til 96,4 prosent av klagers øvrige kunder også ha valgt investeringstjenesten ordreformidling, dersom de hadde fått valget.¹⁷

Departementet finner at når klager normalt innhenter alle kundeopplysninger som trengs for å gjennomføre egnethetsvurdering, og kundeavtalens ordlyd gir inntrykk av at kunden vil motta investeringsrådgivning når slike opplysninger er innhentet, så vil en fornuftig observatør oppfatte en påfølgende anbefaling som framlagt som egnet eller basert på en vurdering av kundens omstendigheter og følgelig utgjøre en «personlig» anbefaling, jf. omtale over. Departementet finner det herunder ikke avgjørende hvilken investeringstjeneste klager har krysset av for i kundeavtalen, eller hva kunder eventuelt ville ha valgt om de hadde blitt spurt, jf. klagers statistiske beregning.

I tillegg til det som er nevnt over, har klager om bakgrunnen for innhenting av fullstendige kundeopplysninger uttalt at: «Intensjonen med å innhente informasjonen i forkant var således å øke kundebeskyttelsen ut over det kunden har krav på ved ren ordreformidling». I henhold til klager har imidlertid den fullstendige informasjonen kun blitt benyttet i forkant av etablering av kundeforhold og yting av investeringstjenester.¹⁸

Til klagers anførsel om at det ikke kan anses problematisk å innhente fullstendige kundeopplysninger, selv om klagers intensjon ikke nødvendigvis er å yte investeringsrådgivning, bemerker departementet at det avgjørende er at det ikke for kunden fremstår som om det ytes investeringsrådgivning. Departementet kan ikke se at det er tilfelle her, jf. omtale over.

Finanstilsynet beskrev i vedtaket at foretaket fyller ut en intern «Sjekkliste ved etablering av kundeforhold» (for første transaksjon) og en «Sjekkliste ved transaksjoner» (for påfølgende transaksjoner). I disse sjekklistene skulle det under overskriften «Egnethetstest», krysses av for: (i) om kunden har fått investeringsråd, (ii) om produktet er i samsvar med kundens investeringsmål, (iii) om kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen ved investeringen og (iv) om produktet er egnet for kunden. I samtlige av de til sammen 82 skjemaene Finanstilsynet har gjennomgått for de 27 av de 35 utvalgte direktkundene som klager anfører at er ordreformidlingskunder, er det krysset av «nei» på spørsmål (i). I over halvparten av

¹⁷ Tilsvaret 16. januar 2019 s. 2.

¹⁸ Tilsvaret 16. januar 2019 s. 4.

skjemaene er det imidlertid kryssset av «ja» på de øvrige spørsmålene knyttet til egnethetsvurdering.

Klager har i tilsvaret 12. september 2018 s. 18 uttalt at foretaket fører «en oversikt (sjekklister) for hver enkelt transaksjon mot kunden for å dokumentere om det er gitt investeringsråd eller ikke». Videre ble det uttalt at compliance blant annet har benyttet sjekklistene i sin kontroll av om det var gitt råd i samtaler merket ordreformidling. Etter klagers vurdering underbygget sjekklistene og kontrollene av disse at det normalt ikke ytes investeringsråd.

I tilsvaret 16. januar 2019 uttalte klager at compliance ikke hadde vurdert det som «feil» om megler hadde kryssset av på de øvrige punktene om egnethetstest, selv om det ikke var kryssset av på at det var gitt investeringsråd. Dette ble for det første begrunnet med det ikke gir svekket kundebeskyttelse om megler, tross at det ikke er gitt råd i dialogen med kunden, har sett hen til den informasjonen som ble innhentet, enten før eller etter samtalen med kunden. For det annet ble det uttalt at avkrysningen ga compliance et utgangspunkt for å vurdere om kundens interesser var tilstrekkelig ivarettatt dersom megler, i strid med egen vurdering, faktisk hadde gitt et råd. Klager uttalte imidlertid at «den praksis som er fulgt av enkelte, hvor informasjon om produktet er egnet eller ikke fylles ut selv om det er kryssset av for at kunden ikke har mottatt råd, kan være egnet til å svekke bevisstheten hos megler i forhold til hvilken tjeneste som er tilbudt. De nye kundeavtalene er egnet til å skape klarhet, ved at kundene ikke «klargjøres» for investeringsråd før de faktisk skal motta rådgivningstjenesten».¹⁹

Departementet finner at både klagers uttalelser om bruken av kundeopplysningene (referert over), det at meglere har gjennomført egnethetstest av kunder, jf. avkrysninger i sjekklistene på spørsmålene (ii) til (iv) (og således klargjort disse for investeringsråd), samt det at klager rutinemessig har kontaktet kunder som har oppgitt lav eller middels risikovillighet, enten de av klager var ansett som investeringsrådgivningskunder eller ordreformidlingskunder, med oppfordring om å endre dette til høy risikovillighet (se nærmere punkt 8.4.3.2 under), tilsier at klager også faktisk har basert anbefalinger på kundeopplysningene. Under enhver omstendighet er disse forhold ikke uten videre sentrale, idet departementet gjentar at det avgjørende uansett er hvordan dette objektivt fremstår for kunden, jf. redegjørelsen over.

8.3.3.3 Til kunde

Klager har i forføyningssaken uttalt at:

¹⁹ Tilsvaret 16. januar 2019 s. 5. Se for øvrig også tilsvaret 12. september 2018 s. 14, hvor klager avviser at foretaket yter investeringsrådgivning overfor flertallet av sine investorkunder, og uttaler at: «Det riktige er at flertallet av kundene er godkjent for investeringsrådgivning, ved at Foretaket har nødvendig informasjon om kunden til å yte rådgivning dersom kunden skulle ønske dette. Flertallet av kundene mottar imidlertid ikke investeringsrådgivning selv om de er godkjent for dette».

«Ankende parts [Jool Markets] syn er at en forutsetning for at anbefalingen kan være personlig er at vedkommende er kunde. Det er først ved etablering av kundeforholdet at Foretaket innhenter opplysninger om en investor. Det er slike forutgående opplysninger om kunden vedtaket bygger på at gjør anbefalingen personlig fra Foretakets side.

Når de potensielle kunder som ifølge vedtaket har mottatt produktopplysninger *ikke har gitt Foretaket noen slik informasjon*, vil de uansett ikke ha mottatt investeringsrådgivning. Investoren er ikke kunde, produktinformasjonen er ikke personlig, og det er ikke gitt noe råd om investering».²⁰

Som redegjort for over er departementets vurdering at det kan finne sted investeringsrådgivning uten at det foreligger en signert kundeavtale eller lignende. Departementet bemerker at avgjørende for om klager har gitt «personlige» anbefalinger og således ytt investeringsrådgivning, er om klager først har innhentet eller på annen måte besitter opplysninger om kunder eller potensielle kunder, og deretter gir anbefalinger som må anses framlagt som egnet for vedkommende person, eller er basert på en vurdering av omstendighetene omkring vedkommende person, som omtalt over.

8.3.3.4 Konklusjon

Departementet finner etter dette at klager gjennomgående har ytt investeringstjenesten investeringsrådgivning, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 5, jf. § 2-4 første ledd. Selv om det således ikke er grunn til å vurdere ytterligere anførsler fra klager på dette punkt, tar departementet for ordens skyld stilling til slike anførsler i punktet under.

8.3.3.5 Departementets syn på klagers ytterligere anførsler

Klager anførte i forføyningssaken at Finanstilsynet i sitt vedtak ikke hadde dokumentert at det til konkrete kunder, som av klager var ansett som ordreformidlingskunder, var gitt anbefalinger etter innhenting av fullstendige kundeopplysninger. Som nevnt over er ikke disse forhold avgjørende for departementets konklusjon.

Staten fremla like fullt i forføyningssaken en oversikt utarbeidet av Finanstilsynet med utskrift av lydopptak fra samtaler med 36 kunder, som skulle vise slike konkrete eksempler.²¹ Klager ble i brev 29. januar 2020 varslet om at Finansdepartementet hadde innhentet de aktuelle lydopptakene, og ville se hen til disse under behandlingen av klagen.

²⁰ Prosesskriv til Borgarting lagmannsrett 14. november 2019 s. 6.

²¹ Vedlegg til prosesskriv til Borgarting lagmannsrett 28. november 2019. For ordens skyld bemerkes at Finanstilsynet ikke kjente navnet til flere av kundene i oversikten, men at disse likevel var tatt med fordi det av samtalene fremgikk at det dreide seg om allerede eksisterende kunder av klager, eksempelvis gjennom formuleringer som «fikk renteutbetaling i går» og kunden «har 187 000 på kontantkontoen».

Klager anførte at kun ti av kundene i oversikten var ordreformidlingskunder, og at klager i samtaler med disse ikke ga noen eksplisitt anbefaling. For fire av kundene ble det anført at kunden hadde krysset av for at vedkommende ikke ønsket investeringsrådgiving, samt at én kunde ikke hadde gitt de nødvendige opplysninger for å gjennomføre egnethetstest.²²

Departementet presiserer innledningsvis at i henhold til informasjon fra klagers kunderegister, var samtlige av de ti kundene «opprettet» som kunder av klager med signerte kundeavtaler, forut for de aktuelle samtaler som lydopptakene gjelder. Alle kundene var registrert som ikke-profesjonelle. Klager har opplyst at alle kunder normalt fylte inn også den delen av kundeprofilskjemaet i kundeavtalen som ga grunnlag for å gjennomføre egnethetsvurdering, selv om de av klager ble ansett som ordreformidlingskunder.²³

Klager har for én av de ti kundene anført at klager likevel ikke har innhentet slike fullstendige opplysninger som trengs for å gjennomføre egnethetstest. Departementet ser derfor bort fra denne kunden i det følgende. Når det gjelder betydningen av at en kunde i elektronisk kundeavtale har krysset av for ønsket investeringstjeneste, vises til punkt 8.3.3.2 over.

Etter departementets vurdering gir klager i samtale med alle de ni aktuelle kundene «anbefalinger» gjennom positiv omtale av de konkrete prosjekter klager skal plassere. Departementet viser blant annet til utsagn som: ««nå har du muligheten til å være med på et prosjekt som har alle byggetillatelsene og har igangsatt byggingen (...) og som betaler veldig god rente», «det kan være en veldig god mulighet for deg, å være med på (...) renten er veldig bra», «en veldig god sikkerhetsstruktur (...) de som står bak det har lang erfaring», «vi er nå i hvert fall veldig positive til dette prosjektet», «prosjektet virker veldig bra (..) Vi har stor tro på dette (...)». Samtlige samtaler finner sted etter at kundene har fylt ut og signert kundeavtale, og anbefalingene anses derfor etter departementets vurdering som framlagt som egnet eller basert på en vurdering av kundens omstendigheter og derfor som «personlige», jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-4 første ledd.

8.4 God forretningsskikk - egnethetsvurdering

8.4.1 Innledning

Som del av kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 skal verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning, gjennomføre en egnethetsvurdering, jf. bestemmelsens fjerde ledd. Som et ledd i denne

²² Prosesskriv til Borgarting lagmannsrett 4. desember 2019 s. 4. Her ble det uttalt at to kunder ikke hadde gitt de nødvendige opplysninger for å gjennomføre egnethetstest, men dette ble etter det departementet forstår endret til én kunde i prosesskriv til Borgarting lagmannsrett 2. januar 2020 s. 2.

²³ Se blant annet tilsvaer 12. september 2018 s. 16 og tilsvaer 16. januar 2019 s. 3, også redegjort for over.

egnethetsvurderingen skal verdipapirforetaket innhente «nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål». Disse undersøkelsene skal «sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.» I dette ligger det en forutsatt plikt til å avstå fra å anbefale produkter som ikke er egnet for den enkelte kunde. Dersom verdipapirforetaket ikke får de opplysningene som kreves, skal foretaket ikke anbefale investeringstjenester eller finansielle instrumenter til kunden. Foretaket skal heller ikke anbefale eller beslutte å handle dersom ingen av tjenestene eller instrumentene er egnet for kunden.

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 7.3.5 er det presisert at bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 19 nr. 4, som «pålegger foretaket omfattende plikter ved yting av investeringsrådgivning og aktiv forvaltning». Det presiseres at «verdipapirforetaket pålegges en aktiv plikt til å skaffe til veie de opplysningene som kreves». Videre uttales at (våre understrekninger):

«Departementet viser til atplikten som pålegges etter lovforslaget § 10-11 fjerde ledd, er viktig ut fra hensynet til investorbeskyttelse. Verdipapirforetaket skal gjøre en selvstendig vurdering av kunden, ut fra de opplysningene som innhentes, i forhold til den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys. Kunden (investor) er i slike rådgivnings- og forvaltningstilfeller avhengig av å kunne stole på at verdipapirforetaket tilpasser sine tjenester til det nivå – erfarings- og kunnskapsmessig – som kundens forhold tilsier. Det er store forskjeller mellom de enkelte kunder, og investeringstjenestene rådgivning og forvaltning er nettopp kjennetegnet av at de må tilpasses de personlige forhold ved den enkelte investor.»

Utfyllende bestemmelser om egnethetstesten er gitt i verdipapirforskriften dagjeldende §§ 10-16 og 10-18.

Departementet vil i det følgende vurdere foretakets egnethetsvurdering knyttet til henholdsvis kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde (punkt 8.4.2), kundens investeringsmål (punkt 8.4.3) og kundens finansielle situasjon (punkt 8.4.2). Deretter gis det en oppsummering og konklusjon i punkt 8.4.5.

Departementet har funnet at klager gjennomgående har ytt investeringstjenesten investeringsrådgivning. De av klagers anførsler som gjelder at kunder er ordreformidlingskunder og således skal underlegges en mindre omfattende hensiktsmessighetstest, kommenteres derfor ikke i det følgende.

8.4.2 Kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde

I henhold til verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd skulle klager blant annet innhente nødvendige opplysninger om «kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde», for å «sette foretaket i stand til å anbefale den

investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende». I verdipapirforskriften dagjeldende § 10-16 første ledd bokstav c, var det presisert at opplysninger fra kunden eller den potensielle kunden skulle sette foretaket «i stand til å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen» var slik at «kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen.»

Departementet legger til grunn at risikoen må være knyttet til de finansielle instrumentene som klager tilbyr, hvilket er et snevert spekter av høyrisikoprodukter.

Videre fulgte det av verdipapirforskriften dagjeldende § 10-18 første ledd at når verdipapirforetak blant annet i medhold av § 10-16 «innhenter eller ber om opplysninger om en kundes kunnskap og erfaringer, skal opplysningene så langt det er relevant i forhold til kundens klassifisering dekke følgende forhold: (a) de typer tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter kunden har kunnskap om, (b) arten, antallet og hyppigheten av kundens transaksjoner i finansielle instrumenter og den periode de er blitt gjennomført, og (c) kundens utdanning og arbeidserfaring.»

Finanstilsynet har gjennomgått dokumentasjon for 47 utvalgte kunder, hvorav 35 er direktekunder og 12 er forsikringskunder. I kundeavtalene er det blant annet innhentet opplysninger om kundens «Investerings erfaring» med ulike produkter, herunder «Obligasjoner». Av de 47 undersøkte kundene har 36 (77 %) oppgitt å ha lav erfaring med obligasjoner, 10 har oppgitt å ha middels erfaring og 1 har oppgitt å ha høy erfaring.²⁴ Av de 35 direktekundene er det 26 (74 %) som har oppgitt å ha lav erfaring med obligasjoner, og 9 som har oppgitt å ha middels erfaring med obligasjoner. Finanstilsynet har i sine undersøkelser funnet at det bare i noen få tilfeller er skrevet noe i det åpne kommentarfeltet i kundeavtalen hvor det kan gis supplerende opplysninger om kundens kunnskap og erfaring, og at disse opplysningene har liten informasjonsverdi. Finanstilsynet uttalte at produktkategorien «Obligasjoner» var for vid til å gi klager et meningsfullt grunnlag for å vurdere kundens erfaring med de produktene klager faktisk tilbyr.

Disse forhold er ikke eksplisitt omtalt i klagen, men det henvises til klagers tilsvare. I tilsvaret 12. september 2018 s. 20 flg. uttalte klager blant annet at:

«Foretaket har som utgangspunkt lagt til grunn at *arten* av risiko for ordinære obligasjoner er den samme, selv om *graden* av risiko er ulik. Kunnskap med og erfaring fra obligasjonsmarkedet er etter Foretakets vurdering dermed relevant, selv om erfaringen er opparbeidet innenfor obligasjoner med en lavere kreditt og/eller likviditetsrisiko. Kunder som har handlet med andre typer obligasjoner forstår normalt obligasjonsinstrumentets virkemåte. (...) Investor vil også være kjent med at avkastningen består av en rente og at høy rente er et uttrykk for høy risiko.

²⁴ Lav, middels og høy erfaring er forklart som henholdsvis færre enn fem, mellom fem og 20 og flere enn 20 transaksjoner per år i snitt siste tre år.

(...)

Styret er enig i at risiko relatert til obligasjoner vil kunne variere, spesielt med hensyn til kredittrisiko og likviditetsrisiko. Kredittrisikoen er vurdert som høy i Foretakets produkter, men med ulik grad av risiko avhengig av underliggende sikkerheter og betalingsevne hos låntaker. Dette gjenspeiler seg i rentenivået (avkastningen) på obligasjonene. Obligasjoner tilrettelagt av Foretaket ligger for øvrig innenfor et nokså stort risikospenn, blant annet avhengig av sikkerhetspakker og løpetid, og renten varierer følgelig fra om lag 6 % til 20 % p.a. Sikkerhetspakken er normalt eiendoms- eller aksjepant.

En investor som forstår arten av risikoen vil etter Foretakets oppfatning kunne forventes å forstå Foretakets beskrivelser av graden av risiko. Når det gjelder graden av risiko er det viktig at investorinformasjonen er tydelig og konkret utformet. Det vektlegges derfor å utarbeide balanserte presentasjoner med skreddersydde risikobeskrivelser for hvert enkelt prosjekt (...).

(...)

Foretaket innførte (...) i begynnelsen av 2018 «unoterte obligasjoner» som egen kategori for å ta høyde for obligasjoner hvor likviditetsrisikoen kan være høy. Foretaket ser at ved å innføre kategorien «high-yield»-obligasjoner gis kunden et sterkere incitament til også å reflektere over graden av kredittrisiko. Foretaket har derfor besluttet å gjennomføre denne endringen.»

Om risikobeskrivelser i prosjektpresentasjoner, som nevnt i utdraget fra klagers tilsvaer over, har klager i forføyningssaken uttalt at: «Foretaket har bygd sine vurderinger av risikoforståelse på at kunden har bekreftet å ha gjennomgått konkrete beskrivelser av risiko før ordre formidles eller mottas. Det kan ikke ses å være rettslig grunnlag for et syn om at slik dokumentasjon skal innhentes på *den måte* Finanstilsynet legger til grunn, når det på annen måte er skapt sikkerhet for at kunden er kjent med arten og graden av risiko».²⁵

Til klagers anførsler i avsnittet over, samt til klagers anførsler om at innføringen av kategorien «high-yield»-obligasjoner gir kunder et incitament til å «reflektere» over graden av risiko, påpeker departementet at verdipapirforetak plikter å innhente nødvendige opplysninger slik at foretaket blir i stand til å vurdere om det produktet som tilbys, er slik at «kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen». At kunder eventuelt bekrefter å ha gjennomgått klagers risikobeskrivelser i prosjektpresentasjoner, oppfyller ikke dette kravet.

²⁵ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 46.

Departementet er enig med klager i at kunnskap og erfaring knyttet til andre typer obligasjoner kan være relevant, men mener i likhet med Finanstilsynet at dette alene ikke kan anses som tilstrekkelig for å vurdere om kunden vil forstå risikoen knyttet til de obligasjonene som klager faktisk tilbyr. Klager tilbyr ikke ordinære obligasjoner, men et snevert spekter av høyrisikoprodukter (selskapsobligasjoner i eiendomsutviklingsselskaper og andre tidlig fase selskaper), som i henhold til klager selv «ikke passer for investorer som ikke har en høy-risiko toleranse og god forståelse av risiko». Risikoen ved klagers produkter vil, med varierende «sikkerhetspakker» bestående av eiendoms- og/eller aksjepant, typisk være betydelig høyere og langt mer kompleks enn for andre typer obligasjoner, slik som for eksempel statsobligasjoner, bankobligasjoner med fortrinnsrett eller børsnoterte «investment grade» selskapsobligasjoner. Produktenes høye risiko gjenspeiles blant annet i en gjennomsnittlig kupongrente på rundt 14 prosent på de obligasjoner og direktelån som klager plasserte i 2016-2017. Finansdepartementet mener at når klager tilbyr slike høyrisikoprodukter, må det stilles strenge krav til klagers vurdering av om produktene er egnet for kundene, med andre ord at produktene klager anbefaler passer med kundens faktiske forhold til risiko. Departementet viser for øvrig til at Finanstilsynets inntrykk etter gjennomgåtte kundesamtaler, var at klager har flere investorkunder som ikke synes å ha særskilt kunnskap om eller erfaring med investeringer i den type produkter som klager tilbyr.

Finansdepartementet finner etter dette at klager ved bruk av den vide produktkategorien «Obligasjoner» ikke har innhentet nødvendige opplysninger fra kundene til å kunne vurdere om kundene har nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen knyttet til de produktene foretaket faktisk tilbyr, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd og verdipapirforskriften dagjeldende § 10-16 første ledd bokstav c. Departementet anser dette som alvorlig. I likhet med Finanstilsynet finner departementet at det for de kundene som har oppgitt å ha lav erfaring med obligasjoner, uansett er grunn til stille spørsmål ved klagers egnethetsvurdering.

8.4.3 Kundens investeringsmål

8.4.3.1 Innledning

I henhold til verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd skulle verdipapirforetak blant annet innhente «nødvendige opplysninger om investeringsmål» for å «sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende».

I verdipapirforskriften dagjeldende § 10-16 første ledd bokstav a, var det presisert at opplysninger fra kunden eller den potensielle kunden skulle sette foretaket «i stand til å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen» var «i samsvar med kundens investeringsmål». Av § 10-16 tredje ledd fulgte det videre at: «Når et verdipapirforetak i henhold til første ledd innhenter opplysninger om en kundes

investeringsmål, skal kundeopplysningene inneholde informasjon om investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen.»

Departementet vurderer først risikovillighet og risikoprofil i, og deretter investeringshorisont og målsetting med investeringen.

8.4.3.2 Risikovillighet og risikoprofil

Kundens forhold til risiko er et svært sentralt tema i egnethetsvurderingen. Kundens vilje til å påta seg risiko skal avdekkes og vurderes gjennom innhenting av opplysninger om kundens investeringsmål, herunder kundens risikovillighet og risikoprofil.

Finanstilsynet uttalte i vedtaket at klager hadde hatt en bevisst og gjennomgående praksis med å oppfordre kunder som hadde oppgitt lav eller middels risikovillighet, til å endre til høy risikovillighet, slik at salg av foretakets høyrisikoprodukter kunne gjennomføres. Det ble vist til tekst fra en standard e-post, samt lydopptak.

Etter det departementet forstår har klager anført at standard e-posten i seg selv ikke utgjør investeringsrådgiving.²⁶ Departementet kan imidlertid ikke se at Finanstilsynet har uttalt dette.

For øvrig henviser klagen også her til klagers tilsvare. I tilsvare 12. september 2018 punkt 5.3, har klager blant annet uttalt at alle obligasjoner tilrettelagt av foretaket anses som høy risiko, men at risikonivået innenfor «høy risiko» kan variere betydelig. Kundeprofilskjemaet graderer ikke innenfor høyrisikokategorien. Klager uttalte at det er normalt med omfattende kontakt med potensielle kunder før disse etablerer kundeavtale med foretaket, og at dialog rundt risiko da er et sentralt tema. Samtidig opplyste klager at kundekontakt i etterkant av etablering av kundeavtale har hatt til formål å opplyse kunden om hvordan foretaket klassifiserer sine finansielle instrumenter, «i fall kundens referansepunkt for sin vurdering av risiko er en annen en Foretakets».

Klager uttalte videre at: «Slik vi ser det kan det ikke være feil å gjøre en kunde oppmerksom på at Foretaket må avvise ham fordi han har oppgitt å ha middels risikopreferanse mens Foretakets produkter har høy risiko. Vi mener også at vi må kunne opplyse kunden om hvorfor Foretakets produkter ikke er egnet. På fritt grunnlag vil en investor ønske høy avkastning, hvilket mange av JMs produkter har, i kombinasjon med lav eller moderat risiko. Disse to ønskene er ikke forenlige. Kunden må gjøre et valg mellom risiko og avkastning. (...) Vi mener at det må være tillatt å gjøre kunden oppmerksom på at hvis kunden endrer sin risikotoleranse, kan Foretaket etablere kundeforholdet hvis kunden ønsker dette. Foretaket informerer både potensielle rådgivningskunder og ordreformidlingskunder om at de ikke kan bli kunde

²⁶ Se nærmere klage 10. april 2019 s. 15.

hos oss hvis de ikke forstår, og aksepterer, den risiko som hefter ved de produkter som tilrettelegges av Foretaket.»

Klager mente at «det er galt å påvirke kunden i hans eller hennes beslutning» om å endre risikovillighet. Om standard e-posten og etterfølgende telefonsamtaler fra klager, uttalte klager blant annet at: «Foretakets prosedyre når en kunde har oppgitt en annen risikoprofil enn høy er å sende en e-post til kunden om dette. (...) Styret mener at det å informere kunden om hvorfor kunden avvises isolert sett ikke kan anses å være i strid med god forretningsskikk. Dersom den potensielle kunden selv velger å kontakte Foretaket i etterkant av en slik e-post, mener vi dette ligger innenfor det akseptable. (...) Vi ser imidlertid at formuleringen avslutningsvis i e-posten kan tolkes som en oppfordring til å gjøre en slik endring. Dette har ikke vært hensikten og informasjonen til investor er derfor omformulert. (...) Det er totalt 29 kunder som har endret risikotoleranse etter å ha blitt kontaktet på telefon. Flere av samtalene er uheldige og har påvirkningspotensiale. Foretaket erkjenner at samtalene er kritikkverdige og beklager at disse ikke har vært fanget opp i compliancekontroller (...).» Klager redegjorde for enkelte samtaler som det anså som noe mer nyansert.

Klager avviste i tilsvaret at compliance hadde akseptert en «praksis med å påvirke kunder», som hadde vært «etablert og gjennomgående», under henvisning til Finanstilsynets uttalelser om compliancefunksjonens kontroll av flere telefonsamtaler om endring av risiko. Klager foretok en gjennomgang av de aktuelle samtalene og uttalte at det var to eksempler på «at compliance kunne vært mer kritisk i sin stikkprøvekontroll».

Klager har i forføyningssaken uttalt at praksisen med standard e-post og telefonsamtaler vedrørende endring av risikovillighet «bryter slik Foretaket ser det med verdipapirhandellovens krav til egnethetsvurdering for det begrensede antall kunder dette gjelder. Praksisen bryter imidlertid ikke med verdipapirhandellovens krav til hensiktsmessighetstest for ordreformidlingskunder».²⁷

Det presiseres i den forbindelse at departementet har funnet at klager gjennomgående har ytt investeringstjenesten investeringsrådgivning, jf. redegjørelsen over.

Departementet bemerker videre at klagers uttalelser om at samtaler med kunder om risikovillighet i etterkant av etablering av kundeavtale har hatt til formål å opplyse kunden om hvordan foretaket klassifiserer sine finansielle instrumenter, ikke samsvarer godt med klagers uttalelser om at det normalt er omfattende kontakt med kunder før etablering av kundeavtale, og at risiko da er et sentralt tema.

Etter departementets vurdering kan ikke ordlyden i den standard e-posten som har vært sendt til kunder som har oppgitt lav eller middels risikovillighet, forstås som en

²⁷ Begjæring om midlertidig forføyning til Oslo Byfogdembete 16. august 2019 s. 5.

avvisning av kunden, eller som en nøytral opplysning til kunden om hvorfor vedkommende ikke kan aksepteres som kunde, slik klager anfører. Tvert imot må avslutningen i e-posten om at «dersom det er slik at du aksepterer risikonivået i våre produkter, ber vi om at du endrer klassifiseringen i innsendte kundepapirer» og «alternativt kan du sende oss en mail der du er innforstått med og aksepterer at dine investeringer gjennom JOOL Markets har høy risiko», anses som en oppfordring til kunden om å øke sin risikovillighet slik at vedkommende kan bli kunde av foretaket. Også klager har uttalt at «formuleringen avslutningsvis i e-posten kan tolkes som en oppfordring til å gjøre en slik endring».

Videre finner departementet at ansatte i foretaket, herunder salgsleder og meglersjef, gjennom samtaler med kunder som referert i Finanstilsynets varsel 4. juli 2018 punkt 4.2 og vedtak 19. mars 2019 punkt 4.2, og som departementet har lyttet til,²⁸ klart har hatt til hensikt å få kundene til å endre risikovillighet fra lav eller middels til høy. Herunder vises til utsagn som «der er det sånn at vi ønsker at du skal krysse av på høy», «det jeg egentlig er ute etter er å få bekreftelse på at det er OK at vi setter det på høy risiko klassifiseringsmessig», «hvis det er greit for deg tigger jeg bare om den her [til høy risiko]» og «siden det skal gå gjennom compliance her, så må vi krysse av for høy risiko». I tillegg fremsettes i samtalene en del uriktige utsagn som at «en hvilken som helst investering i ett enkeltpapir, uansett hvilket enkeltpapir det er, er å anse som høy risiko», «eneste er liksom Telenor og Statoil, er vel de liksom hvor du kommer ned på medium», «altså lavrisiko det er jo bare bankinnskudd», «dette er jo Finanstilsynet som har klassifisert dette her, ikke sant». Departementet anser disse utsagnene for å skulle påvirke kunden til å endre risikovillighet. Departementet bemerker for øvrig at det i samtalene underkommuniseres hva det innebærer at produktene har høy risiko. Etter departementets vurdering er den praksis som samtalene gir uttrykk for, svært kritikkverdig. I tillegg kommer at klagers oppfordring om å endre risikovillighet gjerne gjøres i etterkant av at kunden har fått presentert og har akseptert sin første investering gjennom klager, jf. Finanstilsynets undersøkelser. Departementet anser praksisen som etablert og gjennomgående for den perioden Finanstilsynet har undersøkt, da de observerte tilfellene strekker seg fra 18. april 2016 til 14. november 2017.

Basert på Finanstilsynets redegjørelse av compliancefunksjonens kontroll av samtaler om endring av risikovillighet i varsel 4. juli 2018 s. 14-15 og klagers redegjørelse i tilsvarende 12. september 2018 punkt 5.3.3, finner departementet at compliance i flere av disse tilfellene ikke burde godkjent fremgangsmåte for endring av risikovillighet.

Som redegjort for over skal innhenting av opplysninger om risikovillighet og risikoprofil gjøre verdipapirforetak i stand til å kartlegge kundens holdninger til risiko. En slik kartlegging skal skje uavhengig av verdipapirforetakets eget produkt- eller tjenestespekter. Foretaket plikter å anbefale et produkt med en risiko som er i samsvar med kundens risikovillighet. Det vil derfor kunne oppstå situasjoner hvor ingen av de

²⁸ Riktig tidsangivelse for samtale 21.08.2019 kl. 16:02:26 omtalt på s. 12 i varsel 4. juli 2018 skal være 22.08.2017 kl. 14:06:43.

tjenester eller produkter som foretaket tilbyr er egnet for kunden. Etter departementets vurdering har klager gjennom bruk av standard e-post og samtaler oppfordret kunder til å endre sin risikovillighet fra lav eller middels til høy, slik at den skulle passe med klagers produkter, og compliance har godkjent denne praksisen. Departementet finner i likhet med Finanstilsynet at dette klart strider mot bestemmelsene om egnethetsvurdering, samt innebærer alvorlig misbruk av kundenes tillit og en grov tilsidesettelse av plikten til å ivareta kundens interesser.

8.4.3.3 Investeringshorisont og målsetting med investeringen

Øvrige elementer i vurderingen av kundens investeringsmål, i tillegg til risikovillighet og risikoprofil, jf. punktet over, er investeringshorisont og målsetting med investeringen.

Finanstilsynet beskrev i varsel og vedtak hvordan «Kartlegging av investeringsmålsetning, risikovillighet etc.» var lagt opp i den fysiske kundeavtalen. Under spørsmålet om «Type investering», var svaralternativene 1) «Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc.», 2) «Overskuddslikviditet» og 3) «Midler som er øremerket spekulative investeringer». Under spørsmålet om «Investeringsmålsetning» var svaralternativene 1) «Investeringen skal vokse jevnt og sikkert», 2) «Ønsker god avkastning. Kan tillate litt svingninger» og 3) «Ønsker meget god avkastning. Aksepterer store svingninger».

Finanstilsynet bemerket at de tre alternativene under «Type investering» og «Investeringsmålsetning» så ut til å korrespondere med de tre kategoriene «Lav», «Middels» og «Høy» under punktet «Risikovillighet», og uttalte at: «Dersom en kunde eksempelvis krysser av for henholdsvis «Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc.» og «Investeringen skal vokse jevnt og sikkert» - og samtidig krysser av for «Høy» under «Risikovillighet», så burde det føre til at Foretaket stiller oppfølgende kontrollspørsmål for å kunne avdekke kundens faktiske vilje til å ta risiko.»

Finanstilsynet uttalte i vedtaket under henvisning til varselet at den utfylte informasjonen på dette området i de gjennomgåtte kundeavtalene ikke vitnet om at klager hadde benyttet dette som noen realitetssjekk på kundens forhold til risiko. Tvert imot så bekreftet opplysningene i disse avtalene etter Finanstilsynets vurdering, klagers praksis med å få kunder til å øke sin risikovillighet til høy til tross for at det i mange tilfeller må ha vært klart for klager at dette ikke nødvendigvis stemte med kundens reelle ønsker. Dersom klager hadde foretatt reelle egnethetsvurderinger, ville utfallet ventelig blitt at klager ikke kunne tilby egnede produkter til den aktuelle kunde.

Klagen henviser til klagers tilsvare. I tilsvare 12. september 2018 punkt 5.4 uttales blant annet at: «Det er ikke slik at JMs produkter nødvendigvis innebærer at kunden også må krysse av på at midlene er øremerket spekulative investeringer og at kunden aksepterer store svingninger. Kundeprofilskjemaet er utformet produktnøytralt og omfatter investeringer og strategier som både ligger høyere og lavere på risikoskalaen enn hva

JM tilbyr. (...) Når det gjelder type investering har Foretaket lagt til grunn at kundene normalt bør ha avsatte midler som de kan tåle å tape for at investeringene skal være egnet (selv om tapsrisikoen er lavere enn for mer spekulative investeringer og strategier). Produktene er i mindre grad egnet for kunder med målsetting om langsiktig grunnkapital/finansiell sikkerhetsbuffer for investeringene via JM. Avkrysning fra kunde på dette alternativet skulle etter Foretakets oppfatning vært reagert på og fulgt opp med megler og kunde før kunden ble akseptert».

Departementet finner i likhet med Finanstilsynet at både alternativ 2 og 3 under punktene «Type investering» og «Investeringsmålsetning» i kundeavtalen kan passe sammen med høy risikovillighet. Departementet mener imidlertid, i likhet med Finanstilsynet, at alternativ 1 under disse to punktene («Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc.» og «Investeringen skal vokse jevnt og sikkert») ikke passer med høy risikovillighet.

Departementet viser til at Finanstilsynet i sine undersøkelser av de 47 utvalgte kundene, fant at det i kundeavtalene under «Risikovillighet» for seks kunder stod middels risiko, men at fire av disse i ettertid, på oppfordring fra klager, hadde bekreftet at de godtok høy risikovillighet. For 11 kunder stod det både middels og høy risiko, mens det for 30 kunder stod høy risiko. For de 35 direktekundene var fordelingen henholdsvis fire med middels risiko (hvorav to i ettertid, på oppfordring fra klager, hadde bekreftet at de godtok høy risikovillighet), ni med både middels og høy risiko og 22 med høy risiko.

Videre viste undersøkelsene blant annet at henholdsvis 16 og 10 av de 47 kundene hadde oppgitt alternativ 1 under «Type investering» og «Investeringsmålsetning», og at fire av de 47 kundene hadde oppgitt alternativ 1 under begge punktene.²⁹ Av de 35 direktekundene hadde 10 valgt alternativ 1 under «Type investering», og 6 hadde valgt alternativ 1 under «Investeringsmålsetning». Videre hadde kun to av de 35 direktekundene oppgitt alternativ 3 på «Type investering», som er «Midler som er øremerket spekulative investeringer».

Departementet slutter seg etter dette til Finanstilsynets konklusjon om at de samlede opplysningene i kundeavtalene til flere kunder fremstår som lite konsistente og etterlater et inntrykk av et konstruert vurderingsgrunnlag for egnethet.

8.4.4 Kundens finansielle situasjon – evne til å håndtere risiko

Ifølge verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd om egnethetsvurdering, skal verdipapirforetak blant annet innhente nødvendige opplysninger om «kundens

²⁹ I Finanstilsynets varsel 4. juli 2018 s. 17 fremgikk det at 14 av de 47 kundene hadde oppgitt alternativ 1 under «Type investering». Når man tar med to kunder som hadde oppgitt både alternativ 1 og alternativ 2 under «Type investering», blir tallet 16. Videre fremgikk det av varselet at fem av 47 kunder hadde oppgitt alternativ 1 under både «Type investering» og «Investeringsmålsetning», mens tallet her skal være fire.

finansielle situasjon», for å «sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende». Videre følger det av verdipapirforskriften dagjeldende § 10-16 første ledd bokstav b, at verdipapirforetak for å foreta en egnethetsvurdering skal innhente opplysninger «fra kunden eller den potensielle kunden som setter foretaket i stand til å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen (...) er slik at kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen». Av verdipapirforskriften dagjeldende § 10-16 annet ledd fulgte det at: «Når et verdipapirforetak i henhold til første ledd innhenter opplysninger om en kundes finansielle stilling, skal kundeopplysningene, såfremt det er relevant, inneholde informasjon om inntektsforhold, aktiva, herunder likvide aktiva, investeringer og fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser.»

I egnethetsvurderingen skal verdipapirforetaket, i tillegg til å vurdere om kunden har kunnskap og erfaring til å forstå risikoen, samt vilje til å påta seg risikoen, altså også vurdere om kunden har finansiell evne til å påta seg risikoen knyttet til den aktuelle investeringen. Dette avdekkes gjennom innhenting av opplysninger om blant annet likvide aktiva, investeringer og finansielle forpliktelser.

Klagen henviser også her til klagers tilsvare. I tilsvare 12. september 2018 punkt 5.5 kom klager med enkelte korrigeringer til Finanstilsynets oversikt i varsel 4. juli 2018 over de 35 undersøkte direktekundenes likvide midler i forhold til plassering. Klager fant blant annet at gjennomsnittlig plassering av likvide midler var 37 % og ikke 53 % slik Finanstilsynet hadde lagt til grunn, samt at kun to av kundene (i motsetning til seks, jf. Finanstilsynets varsel) hadde investert mer enn de hadde oppgitt å ha i likvide midler. Klager uttalte at disse to kundene var ordreformidlingskunder og aksjeselskaper som var økonomisk solide og derfor ikke hadde problemer med å tåle tap på sine investeringer. Når det gjaldt seks kunder som i henhold til klager var å anse som rådgivningskunder, og som hadde investert over 50 % av netto likvide midler i foretakets produkter, mente foretaket at det hadde hensyntatt og vurdert risikoviljen og evnen til å tåle tap. Også for de kundene som klager anså som ordreformidlingskunder, var kundenes investeringer innenfor kundenes tapsevne, «selv om [klager] ikke plikter å vurdere dette».

Departementet bemerker innledningsvis at når klager gjennomgående har ytt investeringsrådgivning til sine kunder, er det kravene til egnethetsvurdering som gjelder.

Under behandlingen av forføyningssaken for Oslo Byfogdembete fremkom det at Finanstilsynet hadde benyttet aritmetisk gjennomsnitt, mens klager hadde benyttet volumvektet gjennomsnitt, ved beregningen av gjennomsnittlig plassering av likvide midler. Departementet legger til grunn at det skal benyttes aritmetisk gjennomsnitt, og hensyntatt klagers korrigeringer til det underliggende materialet, har de 35 utvalgte kundene da i henhold til Finanstilsynets beregninger i gjennomsnitt investert 45 % av netto likvide midler i klagers produkter.

Selv om klagers beregninger viser at kun to av kundene hadde investert over 100 % av netto likvide midler, viser både Finanstilsynets og klagers beregninger at til sammen 14 kunder hadde investert over 50 prosent av netto likvide midler i klagers produkter.

Som redegjort for over hadde 10 av de 35 undersøkte direktekundene i kundeavtalen opplyst at kapitalen investert i klagers produkter var «Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc.» (alternativ 1 under «Type investering» i kundeavtalen).

Departementet finner at to av disse er blant de seks rådgivningskundene som klager har omtalt, og at i henhold til klagers beregninger har disse kundene investert henholdsvis 62 % og 92 % av sine netto likvide midler i klagers produkter.³⁰

Departementet mener at det kan stilles spørsmål ved klagers egnethetsvurdering av disse kundene.

Finanstilsynet viste i vedtaket til at 16 av 35 direktekunder (46 %) som opprinnelig hadde oppgitt middels³¹ risikovillighet i kundeavtalen, basert på klagers beregninger, hadde investert i gjennomsnitt 60 % av sine netto likvide midler i klagers produkter. Videre legger departementet til grunn at de 10 direktekundene som hadde opplyst at kapitalen var «Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc.», basert på klagers beregninger, hadde investert i gjennomsnitt 54 % av sine netto likvide midler i klagers produkter.³² Departementet mener i likhet med Finanstilsynet at det kan stilles spørsmål ved om disse investeringene kan vurderes som egnet for de aktuelle kundene.

Departementet finner etter dette at klager i flere tilfeller har unnlatt å vurdere, eller har gjort mangelfulle vurderinger av, kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i den anbefalte transaksjonen. Dette anses som et alvorlig misbruk av kundenes tillit og en grov tilsidesettelse av kundenes rettigheter, og er således sterkt kritikkverdig.

8.4.5 Oppsummering og konklusjon

Departementet har som redegjort for over kommet til at klager på flere punkter ikke har tilfredsstilt kravene til egnethetsvurdering i forbindelse med yting av investeringsrådgivning, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 fjerde ledd, og finner på denne bakgrunn at klager har brutt kravet til god forretningsskikk, jf. også § 10-11 første ledd. Det anses som skjerpende at investeringene som overtredelsene knytter seg til, er gjort i et snevert spekter av produkter med høy risiko. Det må da stilles strenge krav til et verdipapirforetaks vurdering av egnethet.

Departementet anser overtredelsene som alvorlige og systematiske, og fremhever at klager har hatt som praksis å oppfordre kunder til å endre sin risikovillighet slik at

³⁰ I Finanstilsynets vedtak 19. mars 2019 s. 18 er det lagt til grunn at dette gjelder fire kunder.

³¹ Middels, eller både middels og høy.

³² I Finanstilsynets vedtak 19. mars 2019 s. 18 er det feilaktig lagt til grunn 11 kunder her, som ga en gjennomsnittlig investering på 55 % av netto likvide midler.

denne passet med klagers produkter, og at klager har gjort mangelfulle vurderinger av kunders finansielle evne til å håndtere risiko. For øvrig vises til punkt 8.8.3.

8.5 God forretningsskikk - hensiktsmessighetsvurdering

Det følger av verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 femte ledd at:

«Verdipapirforetak skal ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for vedkommende. Hvis foretaket finner at investeringstjenesten eller investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig, skal kunden advares om dette. Dersom kunden velger å ikke gi de opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller han gir ufullstendige opplysninger, skal foretaket advare kunden om at dette gjør det umulig for foretaket å vurdere hva som er hensiktsmessig for kunden.»

Nærmere bestemmelser om hensiktsmessighetstesten følger av verdipapirforskriften dagjeldende §§ 10-17 og 10-18. Av § 10-17 fulgte det at: «For å foreta en hensiktsmessighetsvurdering ved ytelse av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 femte ledd, må verdipapirforetaket ta stilling til om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det etterspurte eller tilbudte produktet eller den aktuelle investeringstjenesten.»

Departementet har som redegjort for over kommet til at klager ikke har innhentet nødvendige opplysninger om kundens kunnskap og erfaring, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde ledd om egnethetsvurdering, og bemerker at klager derved heller ikke har tilfredsstilt de tilsvarende kravene som gjelder ved hensiktsmessighetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 femte ledd. Som det fremgår av punkt 8.8.3 nedenfor, anser departementet overtredelsene som alvorlige og systematiske.

8.6 God forretningsskikk – befatning med underagenters konsesjonspliktige virksomhet

8.6.1 Rettslig utgangspunkt

Investeringsstjenester som ytes på forretningsmessig basis, kan bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet, jf. verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Ifølge verdipapirhandelloven dagjeldende § 9-2 er det gitt unntak fra krav om tillatelse, blant annet for den som «yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet». ³³

³³ Bestemmelsen fremgår fra 1. januar 2019 av verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 1.

I henhold til verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-16 første ledd kan verdipapirforetak «benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester». Av verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-16 første ledd og tredje ledd følger det videre at virksomhet som tilknyttet agent ikke krever tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1, men at agenten skal registreres hos Finanstilsynet, og at det i forbindelse med registreringen skal foretas en egnethetsvurdering. Agenten kan bare være tilknyttet ett verdipapirforetak. I henhold til verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-16 annet ledd er verdipapirforetaket «ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og skal ved bruk av agent påse at verdipapirforetaket overholder sine plikter etter denne loven». Utfyllende bestemmelser om tilknyttede agenter er gitt i verdipapirforskriften dagjeldende § 10-42 flg.³⁴

Verdipapirforetak skal i henhold til verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 første ledd «utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk» og herunder «påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, og ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen».

8.6.2 Om JCPAS og dets underagenter

JCPAS drev på tilsynstidspunktet med formidling av såkalte «unit link»-forsikringsavtaler der de underliggende produktene i forsikringsavtalen blant annet var obligasjoner tilrettelagt og plassert av klager. JCPAS var forsikringsagent for Quantum og formidlet deres livsforsikringsprodukt under merkenavnet «Jool Life». Produktet var en livsforsikring med investeringsvalg med åpent investeringsunivers, altså ikke begrenset til forhåndsbestemte investeringsporteføljer eller verdipapirfond. Forsikringselementet var minimalt og bestod i at kundens etterlatte eller begunstiget fikk utbetalt 101 % av forsikringens verdi ved forsikringstakers død. Forsikringens verdi kunne gjenkjøpes helt eller delvis på ethvert tidspunkt. Investeringsvalget i forsikringsproduktet formidlet av Quantum var ikke begrenset til produkter tilrettelagt og plassert av klager, men etter det opplyste var det kun obligasjoner tilrettelagt av klager som ble aktivt distribuert av JCPAS.

Forsikringsagentforetak kan på visse vilkår gi fullmakten videre til en underagent. JCPAS har etter det opplyste benyttet seg av om lag 30 underagenter. Klager var underagent for JCPAS fra 15. februar 2017 og frem til høsten 2018.

³⁴ Fra 1. januar 2019 er det gitt bestemmelser om tilknyttede agenter i verdipapirhandelloven § 10-22 og verdipapirforskriften § 10-8 flg. Samtidig med at regler om tilknyttede agenter ble innført i verdipapirhandelloven av 2007, ble unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 7-1 tredje ledd nr. 3 for foretak som på selvstendig basis formidler ordre om verdipapirer til verdipapirforetak opphevet.

I varsel 4. juli 2018 viste Finanstilsynet til sine undersøkelser, som «sterkt indikerer at Jool over en lengre periode (...) har akseptert og lagt til rette for at flere av JCPAS' underagenter yter investeringstjenester – ved at underagenten har gitt investeringsråd til kunder og/eller formidlet ordre fra kunder til Foretaket i tilknytning til direkteinvesteringer i finansielle instrumenter tilbudt av Foretaket (og ikke gjennom forsikringsløsningen tilbudt av JCPAS) og at underagenten har fått betalt provisjon fra Jool og/eller kunden for dette». Av Finanstilsynets vedtak 19. mars 2019 fremgår det at klager delte med JCPAS de deler av varselet til klager som gjaldt underagentenes investeringstjenestevirksomhet. JCPAS uttalte som del av tilsvaret til foreløpig rapport fra tilsynet hos JCPAS, at JCPAS hadde betalt honorar til underagenter i forbindelse med kunders direktetransaksjoner, men at styret i JCPAS ikke kjente til dette. Tilsvaret er nærmere omtalt i Finanstilsynets vedtak punkt 5.5. JCPAS uttalte blant annet at: «JCP³⁵ har mottatt returprovisjon for distribusjon av produkter gjennom forsikring som en andel av markedsføringshonorar betalt av utsteder til JCP AB. Betalingen for direktetransaksjonene som er formidlet til JM har fulgt samme vei i JCP-systemet som produkter formidlet gjennom forsikringer, og er ikke oppdaget. Det er viderebetalt til underagenter for deres distribusjon enten det er knyttet til forsikring eller ikke. Det er [salgsleder] som har hatt ansvar for utbetalingene».

Klager kjente etter det opplyste ikke til, eller hadde mistanke om, at underagenter mottok vederlag fra JCPAS i tilknytning til direkteinvesteringer gjennom klager. Klager inngikk en henvisning-/tipsavtale datert 24. april 2017 med en av JCPAS' underagenter, og har foretatt utbetalinger i henhold til denne. Klager har etter det opplyste ikke hatt slike avtaler med andre underagenter.

På tidspunktet for det stedlige tilsynet i klager, hadde klagers salgsleder verv og ansettelser i både Jool Markets og JCPAS. Se nærmere punkt 5.4.1 over.

8.6.3 Underagentenes virksomhet

8.6.3.1 Innledning

Finanstilsynet uttalte i vedtak 19. mars 2019 at klager ikke syntes å bestride at underagenter hadde gitt investeringsråd og/eller formidlet ordre fra kunder til klager i tilknytning til direkteinvesteringer i finansielle instrumenter. Dette er imidlertid bestridt i klagen 19. april 2019.

Finanstilsynet la i vedtaket til grunn at «en står overfor formidling av ordre dersom underagenten bringer kunden og verdipapirforetaket sammen med det formål at kunden skal legge inn en ordre i et bestemt finansielt instrument.» Klager har anført at Finanstilsynet har lagt til grunn en utvidende fortolkning av investeringstjenesten «ordreformidling» i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1, som det ikke er grunnlag for etter gjeldende rett.

³⁵ Forkortelsen brukt om JCPAS.

Klager har videre anført at underagentene kun har drevet med «lovlig kundehenvvisning». Det er i denne sammenheng vist til at underagenter i utgangspunktet kan markedsføre Jool Markets investeringstjenester uten at dette i seg selv utgjør konsesjonspliktig investeringstjenestevirksomhet, samt at underagenter i henhold til forsikringsformidlingsregelverket «lovlig har anledning til og lovpålagt plikt til å informere sine kunder om de verdipapirer som inngår i forsikringen de selger».

Om forholdet til forsikringsformidlingsregelverket uttaler klager videre at: «Forsikringsunderagenten vil derfor alltid ha snakket med kunden om verdipapirprodukter før kunden henvises til Selskapet, i et forsøk på å selge forsikringer. Misforståelsen materialiserer seg når Finanstilsynet trekker frem samtaler der kunder ringer til Selskapet for å kjøpe verdipapirer, som eksempler på at underagenten de var i kontakt med tidligere og som har forsøkt å selge dem forsikringer, beskyldes for både rådgivning og ordreformidling.»

Mens det ikke var fremme som en selvstendig anførsel forut for Finanstilsynets vedtak, har klager i klagerunden og i rettsprosessen om midlertidig forføyning anført at underagentene ikke har drevet med virksomhet som er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven, fordi disse var omfattet av verdipapirhandelloven dagjeldende § 9-2 annet ledd nr. 1, som gir unntak fra kravet om tillatelse i verdipapirhandelloven § 9-1 for «den som yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet».

Departementet vil i det følgende først redegjøre for sin forståelse av ordreformidling, og i hvilken grad yting av investeringstjenester «som ledd» i forsikringsformidlingsvirksomhet, jf. § 9-2 annet ledd nr.1, kan anses unntatt kravet om tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1. Departementet tar deretter stilling til en anførsel fra klager om beviskrav, før departementet vurderer om underagenter har ytt investeringstjenester som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven.

8.6.3.2 Ordreformidling

Det følger av verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 1 at «mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter som definert i § 2-2», er en investeringstjeneste.³⁶

Klager har anført at en naturlig forståelse av ordet «ordre» tilsier at mottaker må være en som forpliktes av et dispositivt utsagn fra en kunde, og at «JCPAS eller deres underagenter ikke vil forpliktes som følge av at en kunde henvender seg til disse for kjøp av en direkteinvestering» i Jool Markets. Videre har klager anført at «formidling av ordre» må forstås slik at kundens dispositive utsagn får rettsvirkninger dersom

³⁶ Fra 1. januar 2019 lyder bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1 slik: «mottak og formidling av ordre knyttet til ett eller flere finansielle instrumenter».

utsagnet formidles videre. I forbindelse med forføyningssaken har klager etter det departementet forstår anført at «formidling av ordre» skal forstås snevert, slik at det nærmest kun er videresending av formelle ordre (tegningsblanketter) fra investor til verdipapirforetaket som omfattes.

Begrepene «ordre» og «formidling» som benyttes verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1, er ikke nærmere definert i verdipapirhandelloven, og ordlyden er ikke begrenset til formelle ordre slik som tegningsblanketter. Etter departementets vurdering følger det ikke av ordlyden at den som mottar ordren for deretter å skulle videreformidle den på vegne av kunden, må være en som forpliktes av et dispositivt utsagn fra en kunde, slik klager anfører.

Knut Bergo skriver i «Børs- og verdipapirrett» 4. utgave 2014 s. 148 om investeringstjenesten at (våre understrekninger):

«Det selvstendige innholdet i tjeneste nr. 1 vil således være at verdipapirforetaket formidler en ordre til et annet verdipapirforetak, men ikke selv står som part i handelen. Slik virksomhet var før 2007 unntatt fra konsesjonskrav, men er nå nærmere regulert i vphl. § 10-15, som fordeler ansvaret overfor kunden mellom formidlende og utførende verdipapirforetak. Et verdipapirforetak som skal utføre tradisjonell megling, må derfor ha konsesjon både for tjeneste nr. 1 og 2.

Vphl. tillater fortsatt en type ordreformidling uten konsesjon; den virksomhet som består av å være handelsagent for et verdipapirforetak. Nærmere regler følger av § 10-16. En agent kan kun være tilknyttet ett verdipapirforetak, som har det fulle ansvaret for virksomheten.

Den typiske meglingen av finansielle instrumenter innebærer at kunden gir et verdipapirforetak en bindende kjøps- eller salgsordre som forplikter ham innenfor visse rammer, hvorpå foretakets megler søker å utføre ordren ved å slutte handel med en eller annen motpart. Også handel som kommer i stand ved at andre kunders ordre presenteres for kunden for dennes umiddelbare aksept, vil fanges opp av definisjonen (dette er jo en formidling av den andre kundens ordre). Det samme må nok gjelde for formidling av «interesser», «indikative ordrer» eller andre ikke-forpliktende ordrer eller mer generelt om foretaket fører to eller flere kunder sammen slik at de kan inngå avtale direkte seg imellom».

Videre fremgår det av Norsk Lovkommentar til bestemmelsen i Gyldendal Rettsdata at (våre understrekninger):

Dette omfatter det å motta og formidle ordre videre, og kjennetegner den «rene» mellommannsvirksomheten, hvor verdipapirforetaket formidler ordre på vegne av kunde til et annet verdipapirforetak, men som deretter 'trekker seg tilbake' fra handelen, i motsetning til tjeneste nr. 2 som gjelder gjennomføring av ordre på

vegne av kunden. Vphl. § 2-2 første ledd nr. 1 implementerer MiFID art. 4 nr. 1 (2), jf. MiFID vedlegg I avsnitt A nr. (1). Kjernen i denne investeringstjenesten er meglers mottak av kjøps- og salgsordre. Tjenesten vil også omfatte formidling av tegningsinteresser fra potensielle tegnere til utsteder/utstедers tilrettelegger, mens tilrettelegging (formidling av tilbud om tegning fra utstedere) krever konsesjon for tjeneste nr. 6. Det er ikke en investeringstjeneste dersom mellommann ikke medvirker i avtaleinngåelsen, men kun organiserer oppgjør. Det må imidlertid legges til grunn at det er snakk om «ordreformidling» for alle de tilfellene hvor foretaket bringer interessenter sammen, med det formål at de skal handle med hverandre. Se også Bergo, 2014, s. 148.»

Departementet viser videre til MiFID I avsnitt 20, hvor det fremgår at: «For dette direktivs formål bør mottak og formidling av ordrer også omfatte det forhold at det opprettes forbindelse mellom to eller flere investorer slik at de kan gjennomføre en transaksjon». Tilsvarende er lagt til grunn av EU-domstolen i sak C-678/15. Dette er slik departementet ser det, den samme forståelsen som er lagt til grunn i norsk juridisk teori.

Departementet finner at den forståelsen av ordreformidling som det er redegjort for over, må anses omfattet av ordlyden i verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 1 og sikrer tilstrekkelig klarhet og forutsigbarhet for borgerne, jf. punkt 8.2 over.

8.6.3.3 Forsikringsformidling – om unntak fra krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven

Det følger av lov 10. juni 2005 nr. 41 om forsikringsformidling § 1-2 nr. 1 at med «forsikringsformidling» forstås «erhvervsmessig virksomhet som består i å legge fram, foreslå eller utføre annet forberedende arbeid i forbindelse med inngåelse av forsikringsavtaler, eller å inngå slike avtaler, eller å bistå ved forvaltningen og gjennomføringen av slike avtaler, særlig i forbindelse med et skadetilfelle.»

Forsikringsformidling er en samlebetegnelse på de ulike typer aktiviteter som omfattes av loven, herunder forsikringsagentvirksomhet. Det følger av forsikringsformidlingsloven § 1-2 nr. 4 at med «forsikringsagentvirksomhet» forstås «forsikringsformidlingsvirksomhet som består i å tilby forsikringsprodukter for og på vegne av et eller flere forsikringsselskap.»

Bestemmelser om forsikringsagents informasjonsplikter er gitt i forsikringsformidlingsloven § 5-4, jf. § 7-7 og forsikringsformidlingsforskriften kapittel 3. Finanstilsynet har presisert kravene til informasjon og rådgivning ved salg av livsforsikring med investeringsvalg i rundskriv 14/2016.

I den grad forsikringsagentene under utøvelse av forsikringsagentvirksomheten yter tjenester som faller inn under definisjonen av investeringstjenester i

verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd, er spørsmålet om dette skjer «som ledd i annen lovregulert eller selvregulert virksomhet» og eventuelt «ved enkelte anledninger», jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 9-2 annet ledd nr. 1, slik at forsikringsagentene er unntatt fra kravet om tillatelse i verdipapirhandelloven § 9-1.

Det avgjørende vurderingstema er om de tjenestene som forsikringsagenten yter, ytes «som ledd i» forsikringsformidling, altså i forbindelse med at forsikringsagentene «tilby[r] forsikringsprodukter for og på vegne av et eller flere forsikringsselskap» og «i forbindelse med inngåelse av forsikringsavtaler», jf. definisjonene av henholdsvis «forsikringsagentvirksomhet» og «forsikringsformidling» i forsikringsformidlingsloven §§ 1-2 nr. 4 og 1-2 nr. 1.³⁷

Klager har i forføyningssaken vist til EU-domstolens dom i sak C-542/16 (Länsförsäkringar Sak Försäkringsaktiebolag), til støtte for sitt syn om at underagentenes virksomhet er unntatt krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven.

Etter foreleggelse fra Högsta domstolen i Sverige av to saker hvor «Länsförsäkringar Sak Försäkringsaktiebolag» var forsikringsgiver for forsikringsformidlernes ansvarsforsikring, kom EU-domstolen i sak C-542/16 med tolkningsuttalelser om anvendelsesområdet for forsikringsformidlingsdirektivet (2002/92/EF) og MiFID-direktivet (2004/39/EF). I den såkalte Connecta-saken var spørsmålet om forsikringsformidlingsdirektivet omfattet virksomhet hvor forsikringsformidleren ikke hadde hatt til hensikt å inngå en reell forsikringsavtale, men hadde underslått midlene som var ment å skulle investeres i en kapitalforsikring. I den såkalte Mattson-saken var spørsmålet om forsikringsformidlingsdirektivet regulerer rådgivning vedrørende plassering av kapital innenfor rammene av en kapitalforsikring, og om denne rådgivningen, dersom den etter definisjonen utgjorde investeringsrådgivning i MiFID-direktivet, var omfattet av bestemmelsene i MiFID-direktivet utover eller i stedet for forsikringsformidlingsdirektivet. Dersom rådgivningen var omfattet av begge direktivene, var spørsmålet hvilket regelsett som skulle anvendes fremfor det andre.

Til spørsmålet som gjaldt Connecta-saken, konkluderte EU-domstolen i avsnitt 45 med at: «(...) begrepet «forsikringsformidling» omfatter utførelse af indledende arbejde i forbindelse med indgåelsen af en forsikringsaftale, selv i tilfælde, hvor den pågældende forsikringsformidler ikke har til hensigt at indgå en reel forsikringsaftale.»

³⁷ For ordens skyld bemerker departementet at selv om forsikringsagenter i slike tilfeller er unntatt kravet om tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1, jf. § 9-2 annet ledd nr. 1, vil forsikringsagenter som også er verdipapirforetak være underlagt verdipapirhandellovens krav om god forretningsskikk. Kravet om god forretningsskikk gjelder verdipapirforetakets totale virksomhet og ikke bare for investeringstjenestevirksomheten. Se nærmere i Finanstilsynets rundskriv 14/2016 punkt 3.5 om distribusjon. Her fremgår også at noen verdipapirforetak og en del andre agenter ved salg av de aktuelle produktene har valgt å følge verdipapirhandellovens og verdipapirforskriftens strengere bestemmelser basert på MiFID om informasjon og rådgivning.

Til spørsmålet som gjaldt Mattson-saken, konkluderte EU-domstolen i avsnitt 58 med at: «(...) finansiell rådgivning vedrørende plassering av kapital, som ydes inden for rammerne af en forsikringsformidling vedrørende inngåelse af en kapitalforsikring, henhører under anvendelsesområdet for direktiv 2002/92 [forsikringsformidlingsdirektivet]».

EU-domstolen uttalte seg deretter om anvendelsen av MiFID-direktivet. Departementet viser til avsnittene 59 til 70, hvor det fastslås at den rådgivning som forsikringsformidleren yter, kan være omfattet av begrepet «investeringsrådgivning» i MiFID-direktivet artikkel 4, stk. 1, nr. 4, forutsatt at rådgivningen gjelder en investering som karakteriseres som et «finansielt instrument». Etter EU-domstolens vurdering kommer imidlertid unntaket fra krav om tillatelse i MiFID-direktivet artikkel 2, bokstav c, som unntaket i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1 bygger på, til anvendelse. EU-domstolen viser til at når forsikringsformidleren blant de forsikringsproduktene som formidles, tilbyr et produkt som den aktuelle kapitalforsikring, må rådgivning om plassering av kapital omfattet av dette produktet anses å ytes «lejlighedsvist» («ved enkelte anledninger», jf. verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1) da den ytes i forbindelse med formidlingsvirksomhet vedrørende inngåelse av en forsikringsavtale, som er underlagt bestemmelsene i forsikringsformidlingsdirektivet. Om forsikringsformidleren yter slik rådgivning regelmessig eller hyppig er uten betydning, så lenge rådgivningen hver gang ytes som ledd i en formidling vedrørende inngåelse av en forsikringsavtale.

Etter departementets vurdering samsvarer dette godt med den forståelsen av verdipapirhandelloven dagjeldende § 9-2 annet ledd nr. 1, som det er redegjort for over.

Om forsikringsagentene i den foreliggende sak yter investeringstjenestene ordreformidling og/eller investeringsrådgivning, er det avgjørende slik departementet ser det, om disse tjenestene ytes «som ledd i» forsikringsformidling, jf. verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1, altså «i forbindelse med inngåelse av forsikringsavtaler», jf. forsikringsformidlingsloven § 1-2 nr. 1. I så fall må unntaket fra krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1 anses å komme til anvendelse. I motsatt fall – dersom tjenestene ikke ytes som ledd i forsikringsformidling i forbindelse med inngåelse av forsikringsavtaler – reguleres ikke virksomheten av forsikringsformidlingsregelverket og er ikke unntatt fra kravet om tillatelse etter verdipapirhandelloven. Det er da tale om yting av investeringstjenester som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven.

Klager har under henvisning til avsnitt 61-62 i EU-dommen uttalt at (vår understrekning): «Domstolen slår med dette fast at rådgivning om et produkt som kan være underliggende til forsikringsordningen utøves i forbindelse med forsikringsformidlingen. Dette innebærer at en forsikringsformidler ikke trenger

konsesjon etter verdipapirhandelloven selv om formålet med kundekontakten skulle være at kunden foretar en direkteinvestering».³⁸

Departementet kan ikke se at klagers forståelse er i samsvar med det som fremgår av EU-dommen. Etter departementets vurdering fremgår av avsnitt 61-62³⁹ det som departementet over har redegjort for når det gjelder forståelsen av «som ledd i» forsikringsformidlingsvirksomhet og «ved enkelte anledninger».

Klager har videre, under henvisning til EU-dommen, anført at «hva som utgjør forsikringsformidling må avgjøres ut fra en rent objektiv vurdering av de handlinger som forsikringsformidleren har foretatt». Klager uttaler at:

«I kjennelsen⁴⁰ legges det avgjørende vekt på at underagenters telefonsamtaler med tidligere salgsleder i Foretaket fant sted på et tidspunkt da forsikringsformidlingen hevdtes å være opphørt.

Ankende parts syn er at problemstillingen ikke er relevant. I henhold til ordlyden i verdipapirhandelloven § 9-3 (2) nr. 1 er lov om forsikringsformidling og verdipapirhandelloven gjensidig utelukkende regelverk. Dette er bekreftet i EU-dommen gjengitt over.

Problemstillingen i henhold til verdipapirhandelloven og EU-dommen er om en aktivitet, objektivt bedømt, er uforenelig med utøvelse av virksomhet som forsikringsformidler. Først da vil den kunne være omfattet av verdipapirhandellovens krav til konsesjon, forutsatt at aktiviteten også er konsesjonspliktig etter verdipapirhandellovens materielle bestemmelser.

En forsikringsagent kan i henhold til lov om forsikringsformidling yte investeringstjenester slik disse er definert i verdipapirhandelloven (ordreformidling og rådgivning) som ledd i sin forsikringsformidlingsvirksomhet.

³⁸ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 54.

³⁹ «(61) Artikel 2, litra c), i direktiv 2004/39 udelukker imidlertid personer, der yder investeringsservice, hvis denne service ydes lejlighedsvist i forbindelse med erhvervsmæssig virksomhed, såfremt denne virksomhed er reguleret ved lov eller fagetisk kodeks for det pågældende erhverv, som ikke udelukker, at der kan ydes service af denne art, fra direktivets anvendelsesområde.

(62) Det må imidlertid fastslås, at den erhvervsmæssige virksomhed for en forsikringsformidler i henhold til artikel 2, nr. 5), i direktiv 2002/92 består i forsikringsformidling. For så vidt som en sådan formidler blandt de forsikringsprodukter, der stilles til rådighed, tilbyder et produkt såsom den i hovedsagen omhandlede kapitalforsikring, må det fastslås, at rådgivning om placering af kapital omfattet af dette produkt ydes lejlighedsvist, idet den ydes i forbindelse med en formidlingsvirksomhed vedrørende indgåelse af en forsikringsaftale, idet denne virksomhed er underlagt bestemmelserne i EU-retten, nemlig bestemmelserne i direktiv 2002/92.»

⁴⁰ Kjennelsen fra Oslo byfogdembete vedrørende begjæringen om midlertidig forføyning.

(...)

Det følger av EU-dommen at verken agentens, underagentens eller kundens subjektive formål med aktiviteten er av betydning. Vedrørende rettens vektlegging av tidsmomentet kan det også bemerkes at forsikringsformidlers lovlig aktivitet omfatter det som kan gjøres som *ledd i* sedvanlig forsikringsformidling. (...)

Det avgjørende er om den objektive aktivitet slik den er definert i verdipapirhandelloven lovlig kan utføres av en som driver virksomhet som forsikringsformidler eller forsikringsagent, da vil denne aktiviteten være unntatt fra kravet til konsesjon etter verdipapirhandelloven.»⁴¹

Etter det departementet forstår synes klager å mene at forsikringsagenter kan yte investeringstjenester uten tillatelse etter verdipapirhandelloven selv om dette ikke skjer som ledd i forsikringsformidling vedrørende inngåelse av en forsikringsavtale (men der «formålet med kundekontakten» er «at kunden foretar direkteinvestering» og ikke investerer i underliggende finansielle instrumenter til et forsikringsprodukt, jf. klagers uttalelser). Begrunnelsen synes å være at yting av investeringstjenester er «forenelig» med forsikringsformidling.

Departementet legger til grunn at yting av investeringstjenester kan anses «forenelig» med forsikringsformidling i den forstand at yting av slike tjenester «ved enkelte anledninger» kan ytes av forsikringsformidlere. Forsikringsformidlingsregelverket anses med andre ord ikke å «utelukke» yting av slike tjenester.⁴² Departementet påpeker imidlertid at forutsetningen er at yting av investeringstjenester faktisk skjer «som ledd i» forsikringsformidling, jf. departementets redegjørelse over. Det er kun i slike tilfeller at vilkårene i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1 kan anses oppfylt.

Om forsikringsagenten yter investeringstjenester i forbindelse med at kunden skal investere direkte i finansielle instrumenter i stedet for å investere indirekte i finansielle instrumenter som underliggende og knyttet til et forsikringsprodukt, er man etter departementets vurdering klart utenfor det som «ut fra en rent objektiv vurdering», jf. klagers begrepsbruk, kan anses som forsikringsformidling og forsikringsagentvirksomhet, jf. forsikringsformidlingsloven §§ 1-2 nr. 1 og 1-2 nr. 4. I en slik situasjon tilbyr ikke forsikringsagenten forsikringsprodukter for og på vegne av et forsikringsselskap, og forsikringsagenten legger heller ikke frem, foreslår eller utfører annet forberedende arbeid i forbindelse med inngåelse av en forsikringsavtale.

⁴¹ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 58.

⁴² Se nærmere NOU 2006: 3 punkt 2.8.4 om unntaket fra krav til tillatelse i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1, hvor det fremgår at de reglene som gjelder for næringsvirksomheten ikke må utelukke yting av den relevante investeringstjenesten.

Klager har i tilsvaret 12. september 2018 påpekt at det kan være tilfeller hvor JCPAS eller deres underagenter «fange[r] opp kundens ønske om direkteeksponering fremfor eksponering via forsikringskontrakter i forbindelse med konkrete samtaler om potensielle nye underliggende til forsikringskontrakter». Basert på redegjørelsen over vil forsikringsagenters og underagenters eventuelle yting av investeringstjenester som skjer i tilknytning til en direkteinvestering, ikke anses ytt «som ledd i» forsikringsformidling i forbindelse med inngåelse av en forsikringsavtale. Forsikringsformidlingen må da anses avsluttet.

Departementet presiserer at i Connecta-saken, hvor forsikringsformidler ikke hadde til hensikt å inngå en reell forsikringsavtale, ble det avgjørende at det innledende arbeidet i forbindelse med inngåelse av en forsikringsavtale er omfattet av begrepet «forsikringsformidling».

For øvrig bemerker departementet at EU-domstolen i sak C-542/16 uttalte at forsikringsformidlingsdirektivet gikk foran MiFID-direktivet i en situasjon hvor begge direktivene kunne anses anvendelige. Forsikringsformidlingsdirektivet kom til anvendelse fordi den finansielle rådgivningen om plassering av kapital, ble ytt «inden for rammerne av en forsikringsformidling vedrørende inngåelse av en kapitalforsikring» (avsnitt 70). Om investeringstjenester ikke ytes i forbindelse med «inngåelse av en kapitalforsikring», men i forbindelse med direkteinvesteringer i finansielle instrumenter, er man etter departementets vurdering utenfor rammene av hva som utgjør forsikringsformidling, og utenfor anvendelsesområdet for forsikringsformidlingsdirektivet.

Departementet kan etter dette ikke se at klagers forståelse av sak C-542/16 og verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1 medfører riktighet.

I vurderingen av om underagenter i den foreliggende sak har ytt investeringstjenester som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven, vil departementet ved vurderingen av om unntaket i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1 kommer til anvendelse, ta utgangspunkt i om underagenten yter de eventuelle investeringstjenestene «som ledd i» forsikringsformidling og forsikringsagentvirksomhet, altså i forbindelse med at underagenten «tilby[r] forsikringsprodukter for og på vegne av et eller flere forsikringsselskap» og «i forbindelse med inngåelse av forsikringsavtaler», jf. forsikringsformidlingsloven §§ 1-2 nr. 4 og 1-2 nr. 1.

8.6.3.4 Beviskrav

Klager har anført at beviskravet ved vurderingen av om underagenter har ytt investeringstjenester som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven, må være høyere enn alminnelig sannsynlighetsovervekt, som Finanstilsynet har lagt til grunn. Dette er begrunnet med at vedtak 19. mars 2019 «i realitet» retter seg mot «den personlige skikkethet» og «kjerneegenskaper» til daglig leder og CCO.

Departementet legger til grunn at utgangspunktet er at et forvaltningsorgan skal legge til grunn det faktum som fremstår som mest sannsynlig (har de beste grunner for seg), altså et krav om alminnelig sannsynlighetsovervekt. Det kan ikke oppstilles noen alminnelig regel om skjerpet beviskrav i saker hvor det treffes tyngende forvaltningstiltak. Men hvor en uriktig avgjørelse i en retning vil føre til vesentlig større personlige konsekvenser enn en uriktig avgjørelse i den andre retningen, kan det i enkelte sammenhenger etter rettspraksis være grunn til å stille strengere krav til overbevisning før en avgjørelse treffes i disfavør av parten. Dette hensynet gjør seg blant annet gjeldende hvor det er spørsmål om en part har gjort seg skyldig i et straffbart eller annen form for klanderverdig forhold.⁴³

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 gir ingen holdepunkter for et skjerpet beviskrav. At tilbakekallet retter seg mot klager (verdipapirforetaket) og ikke mot daglig leder eller CCO, taler i seg selv mot et skjerpet beviskrav med den begrunnelse som klager har anført. Departementet bemerker at de karakteristikker som klager henviser til om «den personlige skikkethet» og «kjerneegenskaper», følger av ordlyden i verdipapirforskriften dagjeldende § 9-8 tredje ledd bokstav a om verdipapirforetaket har påsett at compliancefunksjonen har den nødvendige autoritet, ekspertise og ressurser, og § 9-12 om ledelsens ansvar for kontroll med virksomheten.

Det følger av rettspraksis at det må en særlig begrunnelse til for å fravike utgangspunktet om alminnelig sannsynlighetsovervekt. Det foreligger etter departementets vurdering ikke her. Herunder påpekes at tilbakekall av tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 ikke er en administrativ sanksjon, men et tilsynsmessig tiltak.

Departementet legger derfor til grunn at beviskravet i saken, også ved vurderingen av om underagentene har ytt investeringstjenester som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven, er alminnelig sannsynlighetsovervekt.

8.6.3.5 Departementets vurdering og konklusjon

Markedsføring av et verdipapirforetaks investeringstjenester er i utgangspunktet ikke konsesjonspliktig investeringstjenestevirksomhet i seg selv. Departementet forutsetter imidlertid, i likhet med Finanstilsynet, at markedsføringen må være generell i sin natur, for eksempel ved markedsføring av et verdipapirforetaks tjenester og produktspekter generelt. Jo mer konkret markedsføringen blir, jo lettere vil man bevege seg over i investeringstjenestevirksomhet som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven.

Videre vil en ren, generell henvisning til et verdipapirforetak, ikke anses som ordreformidling, men slik at man raskt vil anses å motta og formidle ordre etter verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 1 dersom man gjør mer enn kun slik henvisning.

⁴³ Hans Petter Graver, *Alminnelig forvaltningsrett*, 3. utg., s. 496.

Også departementet finner at klager i tips-/henvisningsavtalen som ble inngått mellom klager og en underagent av JCPAS, etter avtalens ordlyd synes å ha lagt opp til en generell markedsføring, da underagenten skal «markedsføre JOOL Life sine produkter», og har «tipset investorer om JM og de tjenester JM leverer». Avslutningsvis i ordlyden bekrefter underagenten «å ikke ha drevet investeringsrådgivning eller ordremottak/-formidling, men kun markedsført JM som selskap». Departementet presiserer for ordens skyld at det ikke dermed tar stilling til de faktiske tilfeller av markedsføring og kundehenvisning som måtte ha funnet sted i medhold av avtalen.

Klager har uttalt at: «Når et nytt verdipapir kommer for salg, vil kunder (...) ofte motta informasjon/tilbud fra Selskapet på e-post, og omtrent samtidig bli kontaktet av underagenter som ønsker å selge kunden forsikringer med verdipapirandel. I de tilfeller kunder ikke ønsker å kjøpe forsikring, men kun verdipapirer, henvises disse kundene av JCPAS' underagenter til Selskapet for kjøp av verdipapirer». I tillegg fremgår av tilsvaret 12. september 2018 at underagentene «vil kunne fange opp kundens ønske om direkteeksponering fremfor eksponering via forsikringskontrakter i forbindelse med konkrete samtaler om potensielle nye underliggende til forsikringskontrakter». Departementet viser også til JCPAS redegjørelse av disse forhold, gjengitt i Finanstilsynets vedtak punkt 5.5.

Departementet mener i likhet med Finanstilsynet at når en underagent som har en samtale med en investor om investering i en bestemt obligasjon for et angitt beløp gjennom en forsikringsavtale, ender opp med å henvise vedkommende til et verdipapirforetak med det formål at investoren i stedet skal gjennomføre en direkteinvestering i den aktuelle obligasjonen for samme beløp, så er man utenfor det som kan karakteriseres som en generell markedsføring av et verdipapirforetaks tjenester og produktspekter eller en generell henvisning.

Departementet viser til redegjørelsen av samtaler mellom salgsleder og underagenter og kunder av underagenter, og mellom salgsleder og en ansatt i JCPAB i Finanstilsynets varsel 4. juli 2018 punkt 5.3 og vedtak 19. mars 2019 punkt 5.3, som departementet har lyttet til.⁴⁴

Departementet presiserer at videresending av formelle ordre, slik som tegningsblanketter, ikke er en nødvendig forutsetning for at det er tale om ordreforidling, jf. omtale over.

Klager har like fullt i brev til departementet 12. februar 2020 uttalt at Finanstilsynets gjengivelse av enkelte samtaler i varsel 4. juli 2018 er uriktige, «særlig knyttet til om underagenter faktisk har overlevert tegningsblanketter til Foretaket», og vist til sin begjæring om midlertidig forføyning til Oslo Byfogdembete 16. august 2019 for

⁴⁴ Riktig tidsangivelse på samtale 17.03.2017 kl. 10:41:09 gjengitt på s. 26 i varsel 4. juli 2018, er 26.03.2017 kl. 15:23:58.

nærmere omtale. På denne bakgrunn finner departementet grunn til kort å kommentere anførselen.

Klager uttaler at Quantum frem til 31. desember 2017 hadde en praksis der forsikringskundene i tillegg til å skrive under avtale om forsikring, måtte fylle ut tegningsblankett som om de skulle tegne seg direkte i obligasjonen. Videre uttales at

«(...) i samtale med dato 17.03.2017 kl. 10:41:09 er hele sitatet ikke tatt med slik at det fremstår som om underagenten skal sende over tegningsblankett. I lydfilen fremgår det det (sic) er kunden som selv forutsettes å sende tegningsblankett. Tilsvarende tilnærming er foretatt på side 29, der det basert på samtalen som følger samtale 12.10.2017 kl. 08:57:16 konkluderes med at «Underagenten sender kjøpsordren på mail» til tidligere salgsleder. I sitatet som er grunnlag for dette, «Ok, jeg sender deg detaljene på mail», er det tekst som er utelatt. Ved gjennomlytting av lydfilen oppfattes: «Ok, jeg sender de siste detaljene på mail, i forhold til hva som skal ringes og sånn». Det oppfattes at «detaljene» refererer til samtalen om kurtasje som er gjengitt i varselet, og ikke tegningsblanketten. Samtalen uansett ikke utgjør (sic) noe bevis for at underagenten har oversendt tegningsblanketten».

Om samtalen 17. mars 2017 kl. 10:41:09 skriver Finanstilsynet blant annet at: «[salgsleder] sier «bra» og at kunden da bare skal registrere seg som kunde «sånn som vi gjorde forrige gang», fylle ut og signere tegningsblanketten og avtalen og sende direkte til [salgsleder] (...)». Finanstilsynet uttaler at «det fremstår som sannsynlig at underagenten har rådgitt kunden både på investeringen og salg av andre aksjer, og sørget for at kunden inngir ordre ved å fylle inn tegningsblanketten». Departementet kan ikke se at Finanstilsynets redegjørelse fremstår «som om underagenten skal sende over tegningsblankett», slik klager mener.

Når det gjelder samtalen 12. oktober 2017 kl. 08:57:16 finner departementet det mest sannsynlig at «detaljene» gjelder kjøpsordren, men presiserer for ordens skyld at dette ikke anses avgjørende.

Klager har etter det departementet kan se ikke bestridt at samtalerne omtalt i Finanstilsynets varsel og vedtak på dette punkt omhandler direkteinvesteringer. For orden skyld presiserer departementet at dette anses klart, blant annet under henvisning til uttalelser mellom salgsleder og underagenter om: «(...) og så er det noen som skal kjøpe som direktetegning, alle de er registrerte kunder hos Jool Markets (...) skal de bare ringe inn ordre?», «Jeg har en tegning nå på 500 i den her (...) han er registrert hos Markets allerede så han. Salgsleder: Da er det bare å få han til å bekrefte på en mail til meg og bekrefte at han vil kjøpe, og til hvilke terms han vil kjøpe», «Ja, jeg håper jeg har gjort det riktig, for jeg har tegnet på Jool Life og, men Jool Life kommer jo utenom. Jeg måtte jo registrere han på Jool Markets», «Da skal jeg ringe han og be han om å

registrere seg og så ber jeg han ringe deg så snart han har registrert seg. Skal jeg få signaturen hans på garantiavtalen?».

Departementet viser videre til at det må anses klart at samtalene mellom salgsleder og den ansatte i JCPAB omhandler direkteinvesteringer, og honorering av underagenter i den forbindelse. Det vises blant annet til uttalelser om konkrete beløp «med mange direktekunder» som skal «særskilles ut sånn at de får det som tipshonorar», samt «nakne affärer» i motsetning til «Quantum-affärer», som departementet i likhet med Finanstilsynet forstår som henholdsvis direkteinvesteringer og investeringer gjennom forsikringsløsningen.

Etter departementets vurdering viser samtalene mellom salgsleder og ulike underagenter og kunder av underagenter, at underagentene bringer sammen kunder og klager, med det formål at kundene skal legge inn ordre i bestemte finansielle instrumenter. Dette underbygges dessuten av samtalene mellom salgsleder og den ansatte i JCPAB. Departementet finner at underagenter i flere tilfeller har opptrådt langt mer aktivt i forhold til kunders direktetransaksjoner enn det som gjelder generell markedsføring eller en generell henvisning, jf. omtale over. Departementet slutter seg for øvrig i det alt vesentlige til Finanstilsynets vurderinger her. Departementet finner etter dette at underagentene har formidlet ordre til klager, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 1.

Når det er tale om direkteinvesteringer, som omtalt over, og ikke indirekte investeringer gjennom et forsikringsprodukt, finner departementet at ordreformidlingen ikke kan anses ytt «som ledd i» forsikringsformidling, jf. verdipapirhandelloven dagjeldende § 9-2 annet ledd nr. 1, jf. forsikringsformidlingsloven §§ 1-2 nr. 1 og 1-2 nr. 4. Departementet viser for øvrig til sin redegjørelse over om dette.

Departementet er enig med Finanstilsynet i at samtalene som har funnet sted, indikerer at underagenter også har ytt rådgivning om investering i finansielle instrumenter som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven. Etter departementets vurdering gir imidlertid ikke faktum i saken tilstrekkelig grunnlag for å konkludere med om rådgivningen er ytt «som ledd i» forsikringsformidling eller ikke. Dette har sammenheng med at forsikringsagenter og underagenter ikke er underlagt lydopptaksplikt etter forsikringsformidlingsregelverket, og at Finanstilsynet derfor ikke har hatt anledning til å lytte på samtaler mellom underagenter og kunder.

I alle tilfeller viser lydopptakene fra klager at flere kunder som var i kontakt med underagenter, endte opp med å investere i klagers produkter direkte og ikke gjennom forsikringsløsningen. I forbindelse med slike direkteinvesteringer har departementet som redegjort for over, funnet at underagenter har ytt ordreformidling i henhold til verdipapirhandelloven dagjeldende § 2-1 første ledd nr. 1, som krever tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1 eller at underagentene er tilknyttede agenter av klager.

Konklusjon

Departementet finner at underagenter av klagers søsterselskap JCPAS, i perioden fra mars til oktober 2017, har ytt investeringstjenesten ordreformidling uten tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1, og uten å være tilknyttet agent av klager i medhold av verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-16. I slike tilfeller har underagenter i realiteten fungert som en del av klagers salgsnett for direkteinvesteringer og en supplerende kanal for investeringstjenesteyting. Departementet finner i likhet med Finanstilsynet at salgsleder har vært sentral i å akseptere og legge til rette for underagentenes investeringstjenesteyting.

8.6.4 Klagers ansvar for de omtalte forhold

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 1 om tilbakekall av tillatelse er at «verdipapirforetaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser (...)». Klager har anført at salgsleder ikke kan identifiseres med Jool Markets.

Departementet finner det klart at klagers anførsel ikke kan føre frem.

Departementet bemerker at salgsleder har hatt en sentral rolle i både Jool Markets og i JCPAS. Han var salgsleder i Jool Markets fra mars 2017, samt styremedlem fra januar 2016, inntil han fratrådte etter at klager mottok Finanstilsynets varsel om tilbakekall 4. juli 2018.⁴⁵ I tillegg var han daglig leder og styreleder i søsterselskapet JCPAS, hvor han i styret satt sammen med [redacted] som også er eier i Jool-konsernet.

Salgsleder har uansett hatt en stillingsfullmakt til å ta imot ordre. Som Finanstilsynet beskriver i vedtaket s. 27, har salgsleder hatt som ansvar å arbeide for fulltegning av klagers emisjonsplasseringer innenfor rammen av de krav verdipapirhandelloven stiller opp, herunder kravet til god forretningsskikk. Som redegjort for over har departementet funnet at forsikringsunderagenter har formidlet ordre fra kunder til klager uten tillatelse etter verdipapirhandelloven og uten å være tilknyttet agent av klager. Departementet finner det klart at salgsleders kontakt med kunder og underagenter i denne forbindelse, jf. telefonsamtalene referert i Finanstilsynets varsel og vedtak, har skjedd i regi av hans rolle som salgsleder i klager, og ikke som daglig leder for JCPAS. Departementet peker på at samtlige samtaler gjelder direktetransaksjoner i obligasjoner tilrettelagt og plassert av klager, og at salgsleder således har holdt seg innenfor arten av virksomheten han utøvet for klager. Uten at det har betydning for bedømmelsen, er departementet uenig med klager i at det var upåregnelig for klager at underagenters involvering i kunder direkteinvesteringer, kunne føre til at grensen for ordreformidling ble overtrådt. Tvert mot så har klager selv opplyst å ha vært oppmerksom på denne problemstillingen.⁴⁶

⁴⁵ Det fremgår av tilsvaret 5. november 2018 s. 3 under overskriften «avvikling av [salgsleders] ansettelse og styreverv i JM», at tiltakene er gjennomført, og at salgsleder «ble anmodet om å trekke seg fra styret i foretaket før sommeren og gikk ut i permisjon i begynnelsen av juli. [Salgsleders] ansettelsesforhold ble permanent avviklet 3. september 2018».

⁴⁶ Se blant annet tilsvaret 12. september 2018 s. 5 og 39.

Til klagers anførsel om at Finanstilsynet har godkjent salgsleders stillinger og verv i klager og JCPAS, påpeker departementet at det er foretakenes selvstendige ansvar å sørge for at foretakene driver sin virksomhet i samsvar med gjeldende regelverk. Departementet er enig i Finanstilsynets påpekning av at klager, JCPAS og dets eiere har valgt en forretningsmodell med risiko for at underagenter ville bli involvert i direkteinvesteringer via klager i tillegg til investeringer via forsikringsløsninger, blant annet ved å markedsføre nye produkter i fellesskap. I likhet med Finanstilsynet finner departementet at denne risikoen skjerpes ved at samme person er gitt sentrale roller i begge foretak: som daglig leder i JCPAS med ansvar for å følge opp JCPAS' underagenter, og som salgsleder i klager med ansvar for plassering av obligasjonsemissjoner tilrettelagt av klager. Som det vil redegjøres for under, mener departementet at klager herunder burde vurdert dette som en særskilt risiko som krevde økt complianceoppfølging. Departementet er således ikke enig med klager i at foretaket ikke kunne gjort «ytterligere tiltak innenfor lovens rammer» for å forebygge den praksisen som fant sted.

Til anførselen om at klager ikke kjente til utbetalingene fra JCPAS til underagenter i forbindelse med kunders direkteinvesteringer, påpeker departementet at det ikke er avgjørende hvilket foretak betalingene er kommet fra. I likhet med Finanstilsynet finner departementet at det avgjørende er at utbetalingene til underagentene må sies å ha kommet på plass etter salgsleders instruksjon eller medvirkning, med det formål å legge til rette for at underagenter også kunne tilby direkteinvesteringer gjennom foretaket, og dermed øke klagers plasseringsevne. Utbetalingene til underagenter for direktetransaksjoner har dermed en klar tilknytning til klagers virksomhet og salgsleders rolle i klager.

Til klagers anførsel om at salgsleders handlinger var illojale, blant annet fordi salgsleders bonus har økt som følge av hans handlinger, kan departementet heller ikke se at denne anførselen har vekt, samtidig som departementet ikke finner grunn til å kommentere karakteristikken. Departementet påpeker like fullt at klagers plasseringsevne økte ved salgsleders handlinger.

For øvrig påpeker departementet at mange brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser vil kunne tilbakeføres til enkeltansatte. Dersom terskelen for identifikasjon blir for høy, svekkes lovens formål om investorbeskyttelse.

Departementet finner det derfor ikke tvilsomt at klager må identifiseres med sin egen salgsleder for de forhold knyttet til underagentenes praksis som han i egenskap av å være klagers salgsleder aksepterte og la til rette for.

8.6.5 Konklusjon – kravet til god forretningsskikk

Departementet finner at klager har akseptert og tilrettelagt for at underagenter av JCPAS har ytt investeringstjenesten ordreformidling på forretningsmessig basis uten

tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1, og uten å være tilknyttet agent av Jool Markets i medhold av verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-16. Etter departementets vurdering har klager således unnlatt å «påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte», hvilket strider mot kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 første ledd. At underagentene gjentatte ganger har formidlet ordre uten tillatelse, og klager gjentatte ganger har akseptert og tilrettelagt for denne virksomheten, over forholdsvis lang tid (fra mars til oktober 2017), medfører etter departementets vurdering at det er tale om både alvorlige og systematiske overtredelser av § 10-11 første ledd.

8.7 Compliancefunksjonen og den daglige ledelse – kontroll av forholdet til JCPAS' underagenter

8.7.1 Anførsel om feil faktum og saksbehandlingsfeil

Finanstilsynets varsel til klager inneholdt ikke et eget punkt om compliancefunksjonens og den daglig ledelsens kontroll av forholdet til JCPAS' underagenter, slik som vedtaket. Klager mener at manglende kontradiksjon på dette punkt er en saksbehandlingsfeil, som har medført at Finanstilsynet har lagt til grunn feil faktum når det gjelder compliancefunksjonens utførte kontroller og innvirket på Finansstilsynets vedtak. Se nærmere omtale i punkt 6.5 over.

Departementet prøver ved sin behandling av klagen alle sider av saken, jf. forvaltningsloven § 34 første og annet ledd. Anførte faktum- og saksbehandlingsfeil knyttet til Finansstilsynets saksbehandling vil da ikke ha selvstendig betydning for departementets bedømmelse av rettmessigheten av Finanstilsynets vedtak og klagesakens utfall, jf. forvaltningsloven § 41. Departementet vil likevel for helhetens skyld knytte noen kommentarer til anførslene.

Feil faktum – compliancefunksjonens utførte kontroller

Finanstilsynet har i vedtaket uttalt blant annet følgende om compliancefunksjonen og dennes kontroll av forholdet til JCPAS' underagenter: «Finanstilsynets vurdering er at Foretakets compliancefunksjon burde ha utvist en større årvåkenhet med tanke på den faktiske praktiseringen av henvisninger fra underagenter til Foretaket. Det gjelder især ettersom Salgsleder var ansatt i begge foretakene. En slik dobbeltansettelse økte faren for en sammenblanding av virksomhetsområdene, siden Salgsleder på den ene siden var ansvarlig for fulltegning av emisjoner tilrettelagt av Foretaket og samtidig hadde en nær tilknytning til underagentene som daglig leder for JCPAS. Foretaket kunne sannsynligvis ha forebygget, eller selv avdekket, de omtalte forholdene ved å rette compliancekontroller spesifikt inn mot denne problemstillingen», og: «Foretakets compliancefunksjon synes derimot ikke å ha hatt noen kontroller rettet inn mot problemstillingen, hverken av Salgsleders samtaler med underagenter eller kunder av underagenter, eller andre måter».

Videre uttalte Finanstilsynet følgende om til den daglige ledelsen: «Finanstilsynet legger til grunn at det for daglig leder var kjent at Salgsleder var underlagt såkalt normal complianceoppfølging, i den forstand at Foretaket ikke hadde noen særskilte kontroller rettet mot den faktiske håndteringen av henvisninger fra underagenter i tilknytning til obligasjoner plassert av Foretaket», og «daglig leder [har] for enkelt slått seg til ro med at Salgsleder ville håndtere forholdet til underagentene på riktig måte, uten at det var behov for intensivert complianceoppfølging på dette punkt».

Klager anfører å ha «gjennomført de kontroller som Finanstilsynet bygger på skulle vært gjennomført ved såkalt intensivert compliance-gjennomgang». Det anføres at det faktiske grunnlag er oversendt Finanstilsynet, men at Finanstilsynet uriktig legger til grunn at det ikke er gjennomført noen slike kontroller.

Klager uttaler at: «For salgsleders del har det vært lyttet til 45 samtaler over en periode på knappe 7 måneder fra mars 2017 til oktober 2017 og av disse var 7 samtaler med agenter.» Dette er dokumentert gjennom to compliancelogger. I tillegg uttaler klager at det i virksomhetsgjennomgangen fra våren 2017 er referert til stikkprøver av lydopptak, herunder av tre kunder som hadde kommet til selskapet etter tips fra JCPAS.

Videre uttaler klager på s. 37 i klagen at (vår understrekning): «Systematikken i Finanstilsynets argumentasjon innebærer videre at det Selskapet har sett på som normal complianceoppfølging i realitet kvalifiserer som intensivert oppfølging eller noe nær dette, som følge av at Selskapet har gjort nettopp det Finanstilsynet etterlyser ved en intensivert complianceoppfølging».

I brev fra Finanstilsynet til departementet 27. juni 2019 i forbindelse med oversendelse av klagen, uttalte tilsynet at foretakets compliancelogger viser generelle kontroller av medarbeideres kundekontakt, hvor et lite mindretall tilfeldigvis gjelder salgsleders kommunikasjon med underagenter, og ikke fremstår som bevisst og strukturert kontroll av underagentenes mulige yting av investeringstjenester. At det var tale om generelle kontroller av medarbeideres kundekontakt, synes ikke bestridt, jf. klagers uttalelser over om at klager har hatt «normal complianceoppfølging».

Etter det departementet forstår, mener klager at når det i forbindelse med generelle kontroller av medarbeideres kundekontakt (normal complianceoppfølging) også er lyttet til samtaler mellom salgsleder og underagenter, så innebærer det at det har vært slike «særskilte kontroller rettet mot» forholdet til JCPAS' underagenter eller slik «intensivert oppfølging», som Finanstilsynet etterlyser, jf. omtale over.

Departementet er ikke enig i dette. Departementet forstår Finanstilsynets uttalelser i vedtakets punkt 6 (referert over) slik at klager ikke har utført særskilte kontroller hvor formålet med kontrollene har vært å undersøke forholdet til JCPAS' underagenter og deres mulige investeringstjenesteyting, slik Finanstilsynet også har redegjort for i oversendelsesbrevet 27. juni 2019. Dette kommer særlig klart frem når man leser de

aktuelle uttalelser i sin sammenheng. Departementet er således heller ikke enig med klager i at Finanstilsynet har «endret sin begrunnelse» i oversendelsesbrevet sammenlignet med i vedtaket.⁴⁷ Se for øvrig punkt 8.7.1.1 under.

Saksbehandlingsfeil

Etter departementets vurdering foreligger det ikke saksbehandlingsfeil. Klagers manglende kontroll av forholdet til JCPAS' underagenter var kommentert av Finanstilsynet i varsel 4. juli 2018 slik: «Finanstilsynet finner det sterkt kritikkverdig at Foretaket tilsynelatende ikke har sørget for tilstrekkelig kontroll av sitt forhold til søsterselskapet JCPAS' underagenter, men tvert imot ser ut til aktivt å ha fasilitert underagenters ulovlige virksomhet». På denne bakgrunn foretok klager en vurdering av CCO og daglig leder i tilsvaret 12. september 2018, med den konklusjon at det ikke var grunnlag for å kreve deres fratreden. Finanstilsynet har ikke lagt til grunn nytt faktum som klager ikke har hatt anledning til å uttale seg om, men truffet konklusjoner basert blant annet på klagers uttalelser om compliancefunksjonens kontroller i klagers tilsvaret. Klager anses således å ha kunnet «vareta sitt tarv på en forsvarlig måte», jf. forvaltningsloven § 16 annet ledd første punktum.

8.7.1.1 Compliancefunksjonen

Det følger av verdipapirhandelloven dagjeldende § 9-11 første ledd nr. 5 at verdipapirforetak blant annet «skal innrette sin virksomhet slik at foretaket har gode kontroll- og sikkerhetsordninger». I verdipapirforskriften dagjeldende § 9-8 er det gitt bestemmelser om kontroll av etterlevelse (compliance), hvor det av tredje ledd bokstav a følger at verdipapirforetaket for å sikre at kontrollfunksjonen kan ivareta sine arbeidsoppgaver på en effektiv og uavhengig måte, skal påse at kontrollfunksjonen har den nødvendige autoritet, ekspertise, ressurser og tilgang til relevant informasjon.

Klager har anført at Finanstilsynet har lagt til grunn et feil utgangspunkt for sin vurdering, da det i vedtakets punkt 6 uttales at compliancefunksjonen gjennom løpende kontroll, regelmessige veiledninger og løpende råd, jf. verdipapirforskriften § 9-8, skal «sikre» at foretaket oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter. Klager anfører også at dette kan ha virket inn på Finanstilsynet konklusjon. Departementet bemerker at det av verdipapirforskriften § 9-8 første ledd følger at verdipapirforetak skal ha «retningslinjer og prosedyrer for å avdekke risiko» for at foretaket ikke oppfyller sine forpliktelser, og at det av bestemmelsens annet ledd bokstav a fremgår at compliancefunksjonen skal «kontrollere» at foretaket oppfyller sine forpliktelser. Departementet finner det klart at det er denne forståelsen Finanstilsynet har lagt til grunn i sine vurderinger i vedtaket.

Finanstilsynet har i sitt vedtak beskrevet hvordan klager og søsterforetaket JCPAS, som opererte under ulike konsesjonsregimer, i fellesskap markedsførte

⁴⁷ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 61-62.

investeringsmuligheter i nye produkter.⁴⁸ Dette innebærer etter departementets vurdering en risiko for sammenblanding av foretakenes virksomhetsområder og tillatelser.

Klager opplyste i tilsvaret 12. september 2018 s. 39 om konkrete virkemidler som skulle sørge for at klager ikke påvirket JCPAS eller dets underagenter til å formidle ordre til klager, herunder at all kundeetablering skulle skje direkte mellom klager og kunden, at klager ikke skulle motta ordre om tegning fra JCPAS eller underagenter, og at det i forbindelse med eventuelle tipsavtaler med underagenter (som det kun er inngått én av) skulle bekreftes at det ikke hadde funnet sted investeringsrådgivning eller ordreforvidling.

Salgsleder har imidlertid vært underlagt normal compliancekontroll. Klager opplyste i tilsvaret 12. september 2018 at salgsleder var en betrodd medarbeider, som compliance i sin risikobaserte tilnærming la til grunn at var kompetent. Det ble uttalt at klager ikke hadde «lyktes i å identifisere hvilken compliance-risiko han representerte», og at de samtalene som Finanstilsynet hadde avdekket mellom salgsleder og underagenter, kunder av underagenter og en ansatt i JCPAB, ikke hadde vært plukket ut for nærmere kontroll.⁴⁹

Departementet er enig med Finanstilsynet i at klagers compliancefunksjon burde ha hatt større oppmerksomhet rettet mot den faktiske praktiseringen av henvisninger fra underagenter til klager, særlig med tanke på at salgsleder var ansatt i både klager og JCPAS, hvilket økte risikoen for en sammenblanding av virksomhetsområdene. Departementet mener at klager sannsynligvis kunne ha forebygget eller avdekket de aktuelle forhold dersom klager hadde utført særskilte kontroller rettet inn mot den faktiske praktiseringen av henvisninger fra underagenter for å undersøke om det fant sted investeringstjenesteyting, blant annet hensatt risikoen for sammenblanding av klagers og søsterforetakets virksomhetsområder, og salgsleders dobbeltansettelse. Som Finanstilsynet påpekte i sitt vedtak, ville et naturlig utgangspunkt være å undersøke hvem som faktisk tegnet seg i emisjoner plassert av klager, og lytte til korresponderende lydlogger for den aktuelle tegneren.

Finansdepartementet finner etter dette at klager ikke har påsett at kontrollfunksjonen har den nødvendige autoritet, ekspertise og ressurser til å sikre effektiv kontroll, jf. verdipapirforskriften § 9-8.

8.7.2 Den daglige ledelse

Det overordnede ansvaret for foretakets virksomhet tilligger styret etter lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) § 6-12. Videre følger det av

⁴⁸ Se nærmere beskrivelse i vedtak 19. mars 2019 s. 30-31, basert på dokumentet «En redegjørelse for samarbeidet med søsterselskapet Jool Capital Partner AS og eventuelle andre foretak i JOOL-gruppen», sendt fra klager til Finanstilsynet forut for varsel om tilbakekall av tillatelse.

⁴⁹ Tilsvaret 12. september 2018 s. 43 og s 46.

verdipapirforskriften dagjeldende § 9-12 første ledd at ansvaret for at foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter fastsatt i medhold av verdipapirhandelloven påligger verdipapirforetakets øverste ledelse. Ledelsen 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.

I tilsvaret 12. september 2018 s. 44-45 redegjør klager for daglig leders forhold. Her fremkommer blant annet at daglig leder har vært årvåken og klar over potensielle utfordringer knyttet til at forsikringskunder velger å tegne direkte. Styret hadde ikke holdepunkter for at daglig leder kjente til salgsleders håndtering av underagenter og den antatte ulovlige virksomheten. Styret kunne heller ikke se at daglig leder hadde noen foranledning til å mistenke at salgsleder ikke hadde nødvendig forutsetninger for å utføre sitt virke på forsvarlig vis, slik at det var behov for å intensivere complianceoppfølgingen av salgsleder utover et normalnivå.

Daglig leder har signert den ene tipsavtalen klager har inngått med en forsikringsunderagent, og han har som redegjort for i klagers tilsvaret vært klar over potensielle utfordringer knyttet til at forsikringskunder investerer direkte i klagers produkter. Departementet legger etter dette, likhet med Finanstilsynet, til grunn at daglig leder var kjent med at salgsleder var underlagt såkalt normal complianceoppfølging, og at foretaket ikke hadde noen særskilte kontroller rettet mot den faktiske håndteringen av henvisninger fra underagenter i tilknytning til obligasjoner plassert av klager.

Som nevnt over medførte den valgte forretningsmodellen og den felles markedsføringen av investeringsmuligheter i nye produkter, en risiko for sammenblanding av klagers og JCPAS' virksomhetsområder. Salgsleders dobbeltansettelse økte denne risikoen. Departementet finner at den daglige ledelse ikke har hatt tilstrekkelig aktsomhet knyttet til problemstillingen om underagenters mulige investeringstjenesteyting, og behovet for intensivert compliancekontroll med særskilte kontroller rettet inn mot problemstillingen. Departementet finner således at daglig leder ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med et sentralt område av klagers virksomhet, jf. verdipapirforskriften dagjeldende § 9-12.

8.8 Tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester

8.8.1 Innledning

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 at: «Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet dersom verdipapirforetaket: (...) foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan

skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet, (...)».

Bestemmelsen trådte i kraft 1. januar 2019 og viderefører i stor grad verdipapirhandelloven tidligere § 9-4 første ledd nr. 4, men med tilføyselsen «slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet». ⁵⁰

Finanstilsynet har i sitt vedtak konkludert med at det foreligger «alvorlige» og «systematiske» overtredelser (punkt 7.2), og deretter foretatt en konkret vurdering av om klagers tillatelser etter verdipapirhandelloven bør tilbakekalles, jf. «kan»-skjønnnet (punkt 7.3). I forbindelse med forføyningssaken ble det stilt spørsmål ved om siste del av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 («slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet») skal anses som en del av vilkåret for tilbakekall sammen med «alvorlige eller systematiske overtredelser», eller som et tema for skjønnsutøvelsen.

Selv om dette spørsmålet ikke har betydning for den forvaltningsmessige anvendelsen av tilbakekallshjemmelen, men berører den etterfølgende domstolskontroll, vil departementet i det følgende først komme med noen få kommentarer av betydning for denne problemstillingen, før departementet redegjør for utgangspunktene for den vurderingen som skal gjøres i medhold av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4, og dernest foretar en konkret vurdering av om tilbakekall skal skje.

Klager har anført at Finanstilsynets skjønnsutøvelse er vilkårlig, uforholdsmessig, bygger på uriktig faktum og uriktig lovanvendelse og har et grovt urimelig resultat. Selv om normene gjelder generelt, utgjør de ulike skranker for forvaltningens skjønnsfrihet som domstolene kan kontrollere. Som påpekt foran, prøver imidlertid departementet som klageorgan alle sider av saken. Som det fremgår nedenfor, har departementet kommet til den samme konklusjon som Finanstilsynet i klagesaken, basert på i stor grad den samme rettslige og faktiske bedømmelsen. Anførselene vil derfor bli behandlet i den utstrekning den fulle overprøvingen tilsier det. Når det gjelder anførselen om uriktig faktum, viser departementet til omtale over, mens anførselen om vilkårlighet berøres nedenfor under punkt 8.8.4. Når det gjelder klages anførsel om at det bærende faktiske grunnlaget for Finanstilsynets tilbakekall, er compliancefunksjonens og daglig leders rolle sett opp mot salgsleders forhold, er departementet ikke enig i dette, og viser til Finanstilsynets vedtak lest i sammenheng.

⁵⁰ Verdipapirhandelloven tidligere § 9-4 første ledd nr. 4 lød: «Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investerings tjenester dersom verdipapirforetaket: (...) 4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, (...)».

8.8.2 Betydningen av endret ordlyd i tilbakekallsbestemmelsen

Spørsmålet om rekkevidden av domstolskontrollen knytter seg til det tillegget som med virkning fra 1. januar 2019 ble gjort i tilbakekallsbestemmelsens første ledd nr. 4, da denne ble flyttet fra tidligere § 9-4 til någjeldende § 9-7, nærmere bestemt tillegget «slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet». Selv om spørsmålet om domstolskontroll ikke er av betydning for den vurderingen som departementet foretar i dette vedtaket, finner departementet grunn til å redegjøre nærmere for den generelle betydning som tillegget har for lovanvendelsen, også i lys av de anførsler som klager har fremsatt og som må hensyntas i klagesaken.

I NOU 2017: 1 punkt 10.4.4. skriver verdipapirlovutvalget om tilsynsmyndighetens adgang til å tilbakekalle en tillatelse i medhold av verdipapirhandelloven tidligere § 9-4 første ledd nr. 4:

«Hensynet bak bestemmelsen er at det enkelte foretak skal virke på en hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med regelverket og tillatelsen, herunder slik at foretakets kunder oppnår den beskyttelsen som følger av verdipapirhandellovens regler, og videre at markedet skal være velfungerende, blant annet ved å opprettholde tilliten til verdipapirforetakene som sådan. I avgjørelsen av om tilbakekall skal skje på grunn av overtredelser av regelverket etter verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4, skal det vurderes om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta nevnte hensyn, herunder hvorvidt et mindre inngripende tiltak er en tilstrekkelig reaksjonsform.

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

(...)

Gjennomgangen viser at avgjørelsen av om en tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirforetak eller regulert marked skal trekkes tilbake som følge av brudd på regelverket, etter dagens regler gjøres ut fra en vurdering av om det aktuelle foretaket fortsatt er egnet til å inneha tillatelsen ut fra hensynet til fremtidige kunder og tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i dette. Tilbakekallet er således ikke å betrakte som straff etter EMK. Reglene om tilbakekall av tillatelse til å drive konsesjonspliktig virksomhet i verdipapirmarkedet faller dermed ikke inn under definisjonen av en administrativ sanksjon i forvaltningsloven § 43 annet ledd.

(...)

Utvalget legger til grunn at det, i tråd med Justisdepartementets anbefaling om at det klart bør fremgå om et tilbakekall utgjør en administrativ sanksjon eller ikke, bør foretas presiseringer i teksten som klargjør at tilbakekall ikke utgjør en slik sanksjon. Utvalget foreslår å endre begge de nevnte bestemmelser⁵¹ slik at det uttrykkelig fremgår at tilbakekall kan foretas dersom foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet. (...)»

Som det fremgår av verdipapirlovutvalgets redegjørelse, ble også avgjørelser om tilbakekall av tillatelse i medhold av tidligere § 9-4 første ledd nr. 4 truffet ut fra en vurdering av om det aktuelle foretaket fortsatt var egnet til å inneha tillatelsen ut fra hensynet til fremtidige kunder og tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i markedet. Utvalgets poeng var at slike tilbakekall derfor ikke er å betrakte som straff etter EMK, og det foreslo en presisering i ny § 9-7 første ledd nr. 4 for å klargjøre at tilbakekall etter bestemmelsen ikke utgjør en administrativ sanksjon.

I Prop. 77 L (2017-2018) punkt 5.1.5.3 oppsummerer departementet verdipapirlovutvalgets forslag til ny § 9-7 første ledd nr. 4, og uttaler blant annet at:

«Utvalget konkludere (sic) med at tilbakekallet således ikke er å betrakte som straff etter EMK. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en presisering i bestemmelsen for å klargjøre at tilbakekall etter bestemmelsen ikke utgjør en administrativ sanksjon».

Videre fremkommer under departementets vurdering i Prop. 77 L (2017-2018) punkt 5.1.5.5 at (vår understrekning):

«Departementet er enig i utvalgets vurderinger av bestemmelser om tilbakekall av tillatelse, jf. forslag til verdipapirhandeloven § 9-7.

Departementet er herunder enig i utvalgets vurderinger og forslag til presisering av at tilbakekall av tillatelse ikke er å anse som administrativ sanksjon. I samsvar med utvalgets utkast foreslås det på denne bakgrunn tilføyet i vilkåret for tilbakekall etter første ledd nr. 4 at alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov «gir grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet». Departementet bemerker at slikt vurderingstema også er i samsvar med forvaltningspraksis.»

⁵¹ Børsloven § 6 annet ledd bokstav d og verdipapirhandeloven § 9-4 første ledd nr. 4.

Etter departementets syn viser forarbeidene at tilføyelsen i § 9-7 første ledd nr. 4 ikke var ment som en rettsendring, men som en kodifisering av gjeldende rett, hvor det fremoverskuende vurderingstemaet var del av den skjønnsmessige vurdering av om tilbakekall skulle skje. Tilføyelsen utgjorde altså ikke et nytt og selvstendig vilkår for tilbakekall, men et pliktig tema for skjønnsutøvelsen.

Klager har i forføyningssaken anført at tilføyelsen i ny § 9-7 første ledd nr. 4 må anses som et vilkår for tilbakekall, blant annet under henvisning til lovskravet i EMK P1-1 og til uttalelser i Prop. 62 L (2015-2016) *Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.)*. Herunder anføres at «det å tolke lovens vilkår som en beskrivelse av skjønn også strider mot forarbeidenes forutsetning om at tilbakekall også må praktiseres slik at det ikke kan regnes som straff etter EMK». Videre uttaler klager at: «Når Finanstilsynet legger til grunn at det er grunnlag for tilbakekall basert på historiske lovbrudd, der subjektiv skyld og overtredelsens karakter tillegges utslagsgivende vekt og det derfor ser vekk fra rekvalifiserende tiltak, er det ankende parts syn at tilbakekallet vil utgjøre en sanksjon (...)».⁵²

Departementet kan imidlertid ikke se at Finanstilsynet i sitt vedtak har praktisert tilbakekallsbestemmelsen slik at tilbakekallet utgjør en sanksjon, da det er gjort en fremoverskuende vurdering. Det medfører ikke riktighet som klager anfører, at Finanstilsynet har sett bort fra «rekvalifiserende tiltak». I vedtak 19. mars 2019 s. 35-36 drøftes tvert imot de forbedringstiltakene klager har gjennomført, og Finanstilsynet foretar en konkret avveining av de ulike momenter i en skjønnsmessig vurdering av om tilbakekall skal skje, herunder av forbedringstiltakene.

8.8.3 Alvorlige eller systematiske overtredelser

Klager har anført at det ikke foreligger verken alvorlige eller systematiske overtredelser, i hovedsak basert på at klager ikke er enig i at det foreligger slike overtredelser som Finanstilsynet har konkludert med.⁵³

Departementet har under punkt 8.4 («God forretningsskikk – egnethetsvurdering»), funnet at klager har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av verdipapirhandellovens bestemmelser om egnethetsvurdering, og brutt kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 første ledd, jf. fjerde ledd og tilhørende forskriftsbestemmelser. Klager har ikke innhentet tilstrekkelige opplysninger fra kundene til å kunne vurdere om kundene har nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen knyttet til klagers snevre produktspekter. For det store flertallet av de undersøkte kundene, som har oppgitt at de har lav erfaring med obligasjoner, er det uansett grunn til å stille spørsmål ved klagers egnethetsvurdering. Videre har departementet funnet at klager har hatt som praksis å oppfordre kunder med lav eller middels risikovillighet til å endre til høy risikovillighet slik at klager

⁵² Anke til Borgarting lagmannsrett s. 19 flg.

⁵³ Se blant annet anke til Borgarting lagmannsrett s. 66-67, og klagen s. 43-44.

kunne tilby kundene sine høyrisikoprodukter. Dette bryter klart med kravene til egnethetsvurdering. Departementet har også funnet at klager i flere tilfeller har gjort en mangelfull vurdering av kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i de anbefalte transaksjonene.

Når det gjelder punkt 8.6 («God forretningsskikk – befatning med underagenter konsesjonspliktige virksomhet») har klager etter departementets vurdering gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 første ledd, ved over tid og i mange tilfeller ha akseptert og lagt til rette for at underagenter av JCPAS ytet investeringstjenesten ordreformidling uten tillatelse til dette.

I likhet med Finanstilsynet finner departementet det skjerpende at investeringene som overtredelsene knytter seg til, er gjort i et snevert spekter av investeringsprodukter med høy risiko.

Departementet slutter seg således til Finanstilsynets vurdering av forholdene opp mot vilkårene om «alvorlige eller systematiske overtredelser» i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4. Departementet finner at vilkårene for tilbakekall etter verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 er oppfylt. Overtredelsene i punkt 8.4 og punkt 8.6 anses hver for seg å oppfylle vilkårene for tilbakekall.

Departementet har under punkt 8.5 («God forretningsskikk – hensiktsmessighetsvurdering») konkludert med at klager heller ikke har tilfredsstilt kravene som gjelder ved hensiktsmessighetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 femte ledd. I den grad saksforholdet skulle vært vurdert etter denne bestemmelsen, påpeker departementet for ordens skyld at overtredelsene anses som «alvorlige» og «systematiske», slik at vilkårene for tilbakekall vil være oppfylt også under en slik synsvinkel.

8.8.4 Utgangspunkter for den skjønnsmessige vurderingen

Ved avgjørelsen av om tilbakekall skal skje der det foreligger «alvorlige» eller «systematiske overtredelser», skal det vurderes om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta hensynene bak tilbakekallsbestemmelsen, jf. også tilføyelsen i § 9-7 første ledd nr. 4, veid opp mot negative konsekvenser av et tilbakekall. Herunder vurderes det som ledd i skjønnsutøvelsen om en mindre inngripende reaksjonsform vil være tilstrekkelig. Som ledd i dette legges det vekt på om en mindre inngripende reaksjon i tilstrekkelig grad reduserer sannsynligheten for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov og for at foretakets kunder skades, og om reaksjonsformen i tilstrekkelig grad ivaretar hensynet til tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet.

Klager har fremsatt flere anførsler knyttet til forståelsen av § 9-7 første ledd nr. 4, se omtale over under punkt 6.8. Departementet viser også til anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 punkt 10.

Med utgangspunkt i ordlyden «grunn til å frykte» mener departementet at det ikke er krav til sannsynlighetsovervekt for at de aktuelle skadevirkningene vil inntre. Departementet er enig med klager i at det må gjøres en konkret vurdering basert på objektive forhold. Denne vurderingen knytter seg til sammenhengen mellom de aktuelle overtredelser som gir grunnlag for bruk av tilbakekallskompetansen, og de fremtidige forventede virkninger, jf. begrepet «slik at». Dette vurderingstemaet sammenfaller med tidligere praksis, jf. påpekningen over av at tilføyelsen i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 med ikrafttredelse 1. januar 2019 utgjorde en kodifisering av tidligere praksis. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i vurderingen, jf. NOU 2017:1 punkt 10.4.4.

Klager har en rekke anførsler knyttet til de ulike skadealternativer som oppregnes i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4. Departementet viser til at hensynet bak tilbakekallsbestemmelsen er at det enkelte foretak skal virke på en hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med regelverket og tillatelsen, herunder slik at foretakets kunder oppnår den beskyttelsen som følger av verdipapirhandellovens regler, og videre at markedet skal være velfungerende, blant annet ved å opprettholde tilliten til verdipapirforetakene som sådan, jf. NOU 2017: 1, som referert over. «Skade», jf. verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4, vil dermed knytte seg til disse bakenforliggende hensyn.

Klager har, i forbindelse med en anførsel om at Finanstilsynets skjønnsutøvelse har vært vilkårlig, påpekt at det er «et utenforliggende hensyn når forbedringstiltak som eliminerer restrisiko ikke tillegges vekt fordi de er igangsatt etter mottak av varsel. Lovteksten åpner ikke for å vektlegge på hvilket tidspunkt forbedringstiltakene ble igangsatt. (...) Det utenforliggende hensyn innebærer i neste rekke at relevante hensyn ikke er vektlagt. Også dette innebærer vilkårlighet».⁵⁴ Klager har i denne forbindelse også pekt særskilt på hensynet til ansatte, som klager mener Finanstilsynet ikke har vurdert tilstrekkelig grundig, jf. Grunnloven § 110, ØKS artikkel 6 og ILO-konvensjonen nr. 122 om sysselsettingspolitikk artikkel 1.⁵⁵

Departementet påpeker innledningsvis at det ikke medfører riktighet at Finanstilsynet ikke har tillagt forbedringstiltakene vekt på dette grunnlag. Det vises her til Finanstilsynets vedtak punkt 7.3, som for øvrig også omhandler hensynet til de ansatte. Spørsmålet er snarere hvilken vekt forbedringstiltakene skal tillegges. Etter departementets vurdering er det i den forbindelse klart relevant å se hen til omstendighetene rundt iverksettelsen av forbedringstiltakene, noe som også er gjort i

⁵⁴ Anke til Borgarting lagmannsrett 1. november 2019 s. 74.

⁵⁵ Klage 10. april 2019 s. 47-48.

forvaltningspraksis.⁵⁶ For øvrig viser departementet til følgende uttalelser fra Borgarting lagmannsrett i forbindelse med forføyningssaken:

«Hvilke hensyn som er relevante å vektlegge ved skjønnsutøvelsen etter en bestemt hjemmel, beror på hvilket formål den konkrete bestemmelsen skal ivareta. I denne sammenheng fremgår det uttrykkelig av det lagmannsretten har gjengitt over fra NOU 2017: 1 at formålet med tilbakekallsbestemmelsen er å beskytte markedet. I en slik vurdering, er det etter lagmannsrettens syn ikke tvilsomt at det er adgang til å legge vekt på hva som er bakgrunnen for at forbedringstiltakene er igangsatt, samt at det ligger innenfor Finanstilsynets skjønnsutøvelse å vurdere om tiltakene er tilstrekkelig. Det er dermed ikke grunnlag for å si at det er tatt utenforliggende hensyn».

Departementet er enig i dette.

8.8.5 Konkret vurdering av om tilbakekall skal skje

8.8.5.1 Overtredelsenes karakter

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 at verdipapirforetaket må foreta alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, «slik at» det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan føre til skade. Overtredelsenes karakter har dermed betydning både for om lovens vilkår for tilbakekallskompetanse («alvorlige eller systematiske overtredelser») er oppfylt, samtidig som det også er et viktig moment i vurderingen av om tilbakekall fremstår som egnet og nødvendig.

Med overtredelsenes karakter menes overtredelsenes art, grovhet, omfang og varighet. Det avgjørende er om overtredelsenes karakter kan påvirke sannsynligheten for at foretaket også i fremtiden vil overtre lov- eller forskriftsbestemmelser, eller påvirke tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet, jf. «grunn til å frykte».

Departementet har over konkludert med at klager har overtrådt kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11, både knyttet til egnethetstesting (samt hensiktsmessighetstesting) og klagers befatning med forsikringsunderagenters ulovlige investeringstjenesteyting, samt at overtredelsene anses både alvorlige og systematiske. Departementet viser for øvrig til redegjørelsene over.

Departementet vektlegger at det er tale om omfattende, grove og alvorlige overtredelser knyttet til sentrale bestemmelser om investorbeskyttelsen, som etter departementets syn går langt utover de krav som stilles i vilkårene om «alvorlige eller

⁵⁶ Herunder vises til Finansdepartementets vedtak 1. november 2011 (Agilis), 11. oktober 2013 (Acta) og 30. juni 2017 (Nordic Securities), samt Finanstilsynets praksis.

systematiske» overtredelser i verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd nr. 4. Til de overtredelser som knytter seg til kundetesting, anses det som skjerpende at investeringene er gjort i et snevert spekter av investeringsprodukter med høy risiko, samt at de fleste av klagers kunder er ikke-profesjonelle, hvorav mange i henhold til Finanstilsynets undersøkelser må kunne karakteriseres som forbrukere, som har krav på høyeste grad av investorbeskyttelse. Departementet trekker også frem at klagers overtredelser knyttet til forsikringsunderagenters investeringstjenesteyting, som har funnet sted uten at underagentene har hatt tillatelse etter verdipapirhandelloven eller vært tilknyttet agent av klager, har skapt risiko for at kunder ikke har fått den investorbeskyttelsen de har krav på etter verdipapirhandelloven.

8.8.5.2 Subjektive forhold

Verdipapirlovutvalget uttalte i NOU 2017: 1 punkt 10.4.4 om verdipapirhandelloven tidligere § 9-4 første ledd nr. 4 at: «Med subjektive forhold menes en vurdering av hvorvidt det er utvist skyld og graden av skyld hos den eller de personer eller det organ som direkte har foretatt overtredelsene, og i hvilken grad overtredelsene kan knyttes til forhold hos ledelsen, styret, aksjonærer, eller andre med faktisk innflytelse i foretaket eller et samvirke av disse».

Subjektive forhold anses som relevante momenter i den fremtidsrettede vurderingen i den utstrekning de påvirker sannsynligheten for at klager også i fremtiden vil overtre lov- eller forskriftsbestemmelser, eller påvirke tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet, jf. «grunn til å frykte».

Klagers overtredelser knytter seg som nevnt over til sentrale og grunnleggende bestemmelser om investorbeskyttelsen. Klager har overfor flesteparten av sine kunder lagt til grunn at det ytes en annen investeringstjeneste enn det som faktisk er tilfelle, og har overtrådt kravene til egnethetsvurdering, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde ledd. Videre har klager akseptert og tilrettelagt for underagenters investeringstjenesteyting, uten at disse har vært tilknyttet agent eller hatt tillatelse etter verdipapirhandelloven. På begge disse punkter har klager overtrådt kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 første ledd. Etter departementets vurdering tyder overtredelsene både hver for seg og samlet på en mer gjennomgående svikt i foretaket, knyttet til blant annet mangler ved interne rutiner og kundedokumenter og compliance, samt manglende oppfølging fra den daglige ledelsen.

Når det gjelder overtredelsene knyttet til egnethetsvurdering, har klager blant annet hatt en etablert praksis med å sende ut standard e-post og ringe kunder som har oppgitt lav eller middels risikovillighet, med oppfordring om å endre dette til høy risikovillighet, slik at risikovilligheten passet med de produkter foretaket tilbød. Finanstilsynets undersøkelser viser at både salgssjef og meglersjef i tillegg til øvrige ansatte har foretatt slike samtaler.

Når det gjelder klagers aksept og tilrettelegging av underagenters ulovlige investeringstjenesteyting, har departementet funnet at klager klart må identifiseres med sin salgsleder. At salgsleder i tillegg har sittet i foretakets styre, forsterker etter departementets vurdering det som er nevnt over om gjennomgående svikt i foretaket.

8.8.5.3 Hensynet til kunder og ansatte mv.

I vurderingen av om tilbakekall skal skje, tar departementet i betraktning at tilbakekall kan føre til ikke ubetydelige økonomiske konsekvenser for klager, herunder klagers eiere, forretningsforbindelser og ansatte. Dersom overtredelsene gir «grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet», som nevnt i verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4, legger imidlertid departementet under henvisning til lovens formål om «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse», til grunn at det generelt skal mye til før hensynet til klager, eiere og ansatte kan bli avgjørende.

Et tilbakekall kan få midlertidig eller varig negativ betydning for klagers eksisterende kunder. Departementet legger likevel avgjørende vekt på at tilbakekall etter verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 er et offentligrettslig tiltak der vurderingen er fremoverskuende med sikte på å beskytte fremtidige kunder eller utvidede kundeforhold, samt bevare tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i markedet.

8.8.5.4 Forbedringstiltak

Med forbedringstiltak menes tiltak igangsatt av foretaket for å avhjelpe de forhold som har medført eller medvirket til overtredelsene, jf. NOU 2017: 1 punkt 10.4.4. Departementet tar i vurderingen av om tilbakekall skal skje hensyn til de forbedringstiltak klager har iverksatt, i den utstrekning de forutsettes å redusere risikoen for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirke tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet.

Klager anfører at det er gjennomført forbedringstiltak som medfører at de aktuelle overtredelser ikke «kan eller vil gjeatas». Departementet viser til Finanstilsynets oversikt over de tiltak klager har gjennomført eller besluttet å gjennomføre, i vedtak 19. mars 2019 punkt 7.3:

- «For å organisere Foretaket på en mer robust måte:
 - (i) Styret skal til enhver tid ha et absolutt flertall av eksterne styremedlemmer, hvorav én av disse skal være styreleder
 - (ii) Bistand fra anerkjente revisjonsfirmaer, med:
 - Kartlegging, evaluering og eventuell forbedring av dagens risikostyring av internkontroll; og

- etablering av internrevisjon (i første omgang ved at revisjonsfirma har en fulltids ansatt ved Oslo-kontoret i fire måneder)
- (iii) Styrke førstelinjekontroller gjennom etablering av en kontrollfunksjon (skal kontrollere samtlige sjekklister og kundeavtaler)
- (iv) Styrke compliance med ett årsverk ved Oslo-kontoret
- For å styrke kartleggingen av kundens kunnskap/erfaring:
 - (v) Endre kundeavtale, inkludert kundeprofil
 - (vi) Tiltakene nevnt i (iii) og (iv) over
- For å sikre at Foretakets ikke påvirker kunder til å endre risikovillighet:
 - (vii) Endre e-post vedrørende risikonivå for å sikre at denne ikke har påvirkningspotensiale
 - (viii) Forby etterfølgende telefonisk oppfølging av potensielle kunder som har mottatt slik e-post (kunder skal kun følges opp på kundens forespørsel)
 - (ix) Tiltakene nevnt i (iii) og (iv) over
- For å sikre konsistens og unngå logiske brister i utfylling av kundeprofil:
 - (x) Supplere kundeavtaler/-profil med informasjon og eksempler som letter lesingen og reduserer faren for misforståelser
 - (xi) Etablere IT-basert onboarding-verktøy med logiske kontroller som kan gi grunnlag for ytterligere undersøkelser
 - (xii) Tiltakene nevnt i (iii) og (iv) over
- For å sikre Foretaket mot manuelle feil knyttet til vurdering av kundens finansielle stilling:
 - (xiii) Særlig advarsel til ordreformidlingskunder som har gitt opplysninger om sin finansielle stilling og som eksponerer over 50 % av sin likvide formue i Foretakets produkter
 - (xiv) Eskaleringsprosedyre dersom rådgivningskunder ønsker å investere mer enn 50 % av sine oppgitte likvide midler, samt minimumskrav til diversifisering
 - (xv) Tiltakene nevnt i (xi) over
- Tiltak knyttet til avdekking av konsesjonspliktig investeringstjenesteytelse fra JCPAS' underagenter:
 - (xvi) Avvikle Salgsleders styreverv og ansettelse i Foretaket
 - (xvii) Si opp underagentavtalen med JCPAS. Foretaket har ingen planer om å etablere agentavtale eller ny ynderagentavtale innenfor forsikring

I tillegg til ovenstående, har JCPAS opplyst at pålydende på obligasjonene som utstedes av Foretakets økes. Foretaket har opplyst at det skal innføres krav om at forsikringsselskaper som tegner seg skal bekrefte av bakenforliggende kunder hver for seg ville kvalifisert til direktetegning for 1 MNOK dersom kunden ønsket det.»

Tiltakene er omtalt i klagers tilsvare til Finanstilsynet 12. september 2018 og 5. november 2018. Departementet viser også til klagers øvrige tilsvare, herunder om inngåtte avtaler med BDO og KPMG. Departementet viser videre til brev fra klager til Finanstilsynet 9. mai 2019, hvor det blant annet fremgår at kundeavtalene er endret slik at det ikke innhentes «overflødig informasjon i forhold til å tilby tjenesten ordreformidling», at «en stadig større andel av de ikke-profesjonelle kundene i selskapet får tjenesten investeringsrådgivning» og at det innføres en intern instruks om at «alle ikke-profesjonelle investorer kun skal motta tjenesten investeringsrådgivning», at klager har avsluttet avtalen om underagentvirksomhet med JCPAS, at kunder som ønsker lavere risiko enn det klager tilbyr blir avvist per e-post, samt at rutineverket er revidert og implementert i samsvar med MiFID II. Klager har for øvrig opplyst at både daglig leder og CCO per 1. juli 2019 har fratrådt sine stillinger.

Klager har i forføyningssaken anført at Finanstilsynet «uriktig har lagt til grunn at forbedringstiltak med ett unntak er gjennomført etter varsel om tilsyn», under henvisning til virksomhetsgjennomgang våren 2017 og klagers forberedelse til MiFID II, som etter klagers vurdering må anses som forbedringstiltak som adresserer og reduserer risikoen for brudd på verdipapirhandelloven.⁵⁷

Departementet påpeker at det avgjørende ikke er hva klager eventuelt er blitt anbefalt å iverksette av tiltak, men hvilke tiltak som faktisk er iverksatt eller gjennomført av betydning for denne saken. Departementet bemerker i den sammenheng at Finanstilsynet i forbindelse med det stedlige tilsynet hos klager 6. desember 2017, i etterkant av virksomhetsgjennomgangen, avdekket både alvorlige og systematiske overtredelser av regelverket. Det bemerkes også at kontroll av lydopptak fra stikkprøver som gjaldt samtaler med kunder som hadde kommet til klager «etter tips fra søsterselskapet JCPAS», og som var nevnt i virksomhetsgjennomgangen, i henhold til opplysninger fra klager ble utført før salgsleder begynte i sin stilling.⁵⁸ Som redegjort for over, økte salgsliders dobbeltansettelser i klager og JCPAS risikoen for en sammenblanding av foretakenes virksomhetsområder.

I tilsvare 5. november 2018 ga klager en orientering om status for de forbedringstiltak som klager hadde redegjort for i tilsvare 12. september 2018, og som i henhold til klager var «tiltak som foretaket [hadde] besluttet å gjennomføre som konsekvens av stedlig tilsyn og de utfordringer foretaket [stod] over». Tiltakene fremgår av Finanstilsynets oversikt, inntatt over. Departementet bemerker at det i orienteringen om status 5. november 2018 blant annet ble opplyst at det var valgt en ekstern styreleder, at kundeavtalen og den standard e-posten vedrørende risikovillighet var endret, at salgsliders ansettelsesforhold var avviklet, og at underagentavtalen med JCPAS var sagt opp.

⁵⁷ Utvidet påstandsskrift til Oslo Byfogdembete 9. september 2019 s. 3.

⁵⁸ Klage 10. april 2019 s. 34-35.

Med de presiseringer som er nevnt over, legger derfor departementet i likhet med Finanstilsynet til grunn at forbedringstiltakene, med unntak av etableringen av et IT-basert «on-boarding»-verktøy, ble igangsatt etter mottak av varsel om tilbakekall av tillatelse, eller da det ble klart at Finanstilsynet i varselet ville adressere underagenteres involvering i direktetransaksjoner.

Betydningen av at tiltakene gjennomgående er iverksatt etter at tilsynsprosessen ble igangsatt, drøftes nærmere i neste punkt.

Klager har bedt Finanstilsynet eller departementet vurdere pålegg om utlevering av «det som måtte være rapportert» av «foreløpige observasjoner» til klager fra KPMG i henhold til mandatavtale om «Compliance and enterprise risk management maturity assessment» mellom klager og KPMG datert 14. februar 2019. Det er anført at klager ikke ellers kan utlevere disse opplysningene, på grunn av en konfidensialitetsklausul. I brev 29. januar 2020 ba departementet opplyst om KPMG hadde levert endelig rapport til klager og om klager som følge av KPMGs observasjoner eller ellers hadde satt i gang ytterligere tiltak av betydning for klagesaksbehandlingen. I svarbrev 12. februar 2020 opplyste klager at KPMG ikke hadde levert endelig rapport til klager. Klager henviste til omtale av forbedringstiltak i brev 9. mai 2019 til Finanstilsynet, men uten opplysninger om eventuelle forbedringstiltak var foranlediget av KPMGs foreløpige observasjoner.

Departementet anser saken tilstrekkelig opplyst uten at KPMGs observasjoner er fremlagt. Dels viser departementet til at det kun er tale om «foreløpige observasjoner» og ingen endelig rapport, dels påpeker departementet at KPMG ble engasjert av klager etter at klager mottok varsel om tilbakekall av tillatelse. Det sentrale er imidlertid uansett ikke om klager har fått forslag til forbedringstiltak, men om og når disse eventuelt er iverksatt. Klager er gitt anledning til å opplyse om eventuelle ytterligere forbedringstiltak, men har ikke redegjort for slike utover dem som er omtalt ovenfor.

8.8.5.5 Avveining og vurdering av reaksjon

I vurderingen av om klager foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, «slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet», jf. verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 1, har departementet sett hen til overtredelsenes karakter, subjektive forhold og forbedringstiltak, slik disse forhold er nærmere omtalt over.

Etter departementets vurdering vil det at det foreligger «alvorlige» og «systematiske» overtredelser av verdipapirhandelloven med tilhørende forskrift, begrunne en generell risiko for at klager også i fremtiden vil overtre regelverket på andre måter til ugunst for kunder, selv om klager har truffet konkrete tiltak for å unngå at påviste feil gjentar seg. Det er verdipapirforetakenes ansvar å etterleve regelverket og forebygge overtredelser, og det er generelt egnet til å svekke tilliten til både verdipapirmarkedet og

institusjonene som virker i markedet som sådan, herunder tilliten til at foretakene som operere i markedet til enhver tid overholder regelverket, dersom forbedringstiltak først kommer på plass etter at overtredelsene har pågått inntil de blir avdekket av Finanstilsynet.

Som nevnt over har klager foretatt alvorlige og systematiske overtredelser av sentrale og grunnleggende bestemmelser om investorbeskyttelsen. Det anses skjerpene at overtredelsene knytter seg til investeringer i høyrisiko produkter, samtidig som de fleste av klagers kunder er ikke-profesjonelle, med krav på høyeste grad av investorbeskyttelse. Departementet viser for øvrig til det som er sagt over om overtredelsenes karakter.

Departementet finner i likhet med Finanstilsynet at klager har iverksatt flere og til dels omfattende forbedringstiltak, som fremstår som egnet til å redusere sannsynligheten for at klager i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

At salgsleder, daglig leder og CCO har fratrådt sine stillinger, tillegges vekt i helthetsvurderingen, men departementet påpeker at utskiftningen av enkeltpersoner ikke er et tungtveiende moment dersom overtredelsene skyldes en mer gjennomgående svikt i foretaket. Som omtalt over, mener departementet at det er tilfellet i den forliggende sak. Klager har unnlatt å innrette seg korrekt etter sentrale og grunnleggende bestemmelser i verdipapirhandelregelverket, uten at noen i styret, ledelsen, compliancefunksjonen, eierne eller øvrige ansatte har avdekket disse forhold slik at de kunne endres før Finanstilsynets stedlige tilsyn.

Dette innebærer etter departementets vurdering at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, fordi sannsynligheten for at klager skal foreta nye, men eventuelt andre, overtredelser av regelverket, ikke blir tilstrekkelig redusert ved klagers etterfølgende tiltak.

Departementet mener også at omstendighetene omkring klagers igangsettelse av forbedringstiltakene, sammen med overtredelsenes karakter og ledelsens og compliancefunksjonens rolle, gir grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade ikke bare foretakets kunder, men også tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i markedet, som sådan.

Departementet mener etter dette at overtredelsene klart «er slik» at de gir «grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet», jf. verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4.

Under henvisning til de samme momenter, finner departementet at alternative reaksjonsformer til et fullt tilbakekall av klagers tillatelse til å yte investeringstjenester, slik som pålegg om retting etter verdipapirhandelloven § 19-7 første ledd, jf. § 19-1, eller

delvis tilbakekall, verken i tilstrekkelig grad vil redusere sannsynligheten for at klager i fremtiden overtrer regelverket, eller ivareta tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i det.

Departementet finner ikke at det foreligger særskilte forhold ved ansatte, eiere, nåværende kunder eller andre negative konsekvenser, som kan begrunne en mindre vidtgående reaksjonsform, jf. omtale over.

Etter en konkret helhetsvurdering finner departementet at et fullt tilbakekall etter verdipapirhandelloven § 9-7 første ledd nr. 4 er en egnet, nødvendig og ikke uforholdsmessig reaksjon.

Etter dette slutter departementet seg i det alt vesentlige til Finanstilsynet avveininger også på dette punkt.

9. DEPARTEMENTETS VEDTAK

Klagen tas etter dette ikke til følge, og Finanstilsynets vedtak 19. mars 2019 stadfestes, slik at Jool Markets AS' tillatelser til å yte investeringstjenester nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1, 2, 3, 5, 6 og 7 tilbakekalles.

Dette vedtaket kan ikke påklages, jf. forvaltningsloven § 28.

Med hilsen

Geir Åvitsland e.f.
ekspedisjonssjef

Marianne Irgens
avdelingsdirektør

Dokumentet er elektronisk godkjent og har derfor ikke håndskrevne signaturer

Gjenpart:
Finanstilsynet, deres ref. 17/10291