



Forum Securities AS
Løvenskiolds Gate 26
0260 OSLO

VÅR REFERANSE
18/1644

DERES REFERANSE

DATO
18.06.2019

Merknader - endelig rapport

1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn i Forum Securities AS (Foretaket) 16. mars 2016. Endelige merknader etter det stedlige tilsynet ble sendt til Foretaket 27. januar 2017. Merknadene inneholdt kritikk av Foretakets virksomhet sett opp mot verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk.

På tilsynstidspunktet var Foretakets hovedvirksomhet handel i norske børsnoterte aksjer på handelsplattformene til Netfonds Bank AS (Netfonds) og Nordnet Bank AB (Nordnet), samt salg av strukturerte produkter (warrants og autocalls). I etterkant av Merknadene endret Foretaket sin forretningsmodell og gjennomførte en betydelig utskiftning og økning i antall ansatte. Foretaket har opprettholdt sin virksomhet innen handel i børsnoterte aksjer og tilbyr i tillegg handel i finansielle differansekontrakter (CFD) på handelsplattformen til Saxo Bank AS (Saxo). Foretaket har avviklet sin virksomhet innen strukturerte produkter. Foretaket ser i etterkant av det forrige tilsynet også ut til å ha drevet aktiv forvaltning for flere kunder, og å ha forestått tilrettelegging og plassering av flere egenkapitalemisjoner for unoterte selskaper. Foretaket har ikke tillatelse til å yte noen av disse investeringstjenestene.

Finanstilsynet har på denne bakgrunn foretatt oppfølgende undersøkelser av Foretakets virksomhet i form av et dokumentbasert tilsyn. Finanstilsynet har etterspurt diverse dokumentasjon fra Foretaket i brev av 8. februar 2018 og i diverse e-poster i perioden april – juli 2018. Foretaket mottok foreløpig rapport etter det dokumentbaserte tilsynet i brev datert 6. mars 2019 (Rapporten) og avga sine kommentarer i brev datert 2. mai 2019 (Tilsvaret).

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenestene nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 1 (ordreformidling) og 5 (investeringsrådgivning), samt tilknyttede tjenester nevnt i verdipapirhandelloven § 2-6 (1) nr. 4 og 5. Foretaket hadde medio 2018 etter det opplyste 19 ansatte. Finanstilsynet vedtok å kalle tilbake Foretakets tillatelser til å yte investeringstjenester i brev av 25. februar 2019 på grunn av brudd på kapitaldekningsregelverket samt brudd på kravene til betryggende retningslinjer og rutiner. Foretaket har påklaget Finanstilsynets vedtak. Vedtaket er ikke gitt oppsettende virkning, og Foretakets virksomhet er derfor avviklet.

Lov- og forskriftshenvisninger i denne rapporten er til verdipapirhandelloven (vphl.) og verdipapirforskriften (vpf.) som var gjeldende for tidsrommet tilsynet omfatter. Beskrivelsen i rapporten tar ikke hensyn til endret lov som følge av gjennomføringen av MiFID II, som trådte i kraft 1. januar 2019.

2. God forretningsskikk – ivaretagelse av kundenes interesser

2.1. Rettslig utgangspunkt

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

2.2. Finanstilsynets gjennomgang av kundedokumentasjon

Kundenes trading i aksjer og CFD

Foretaket hadde per desember 2017 til sammen 160 kunder med handelsaktivitet i 2017 i børsnoterte aksjer på Netfonds eller Nordnets handelsplattform, og 23 kunder med handelsaktivitet i CFD i 2017 på Saxos handelsplattform. Finanstilsynet har mottatt transaksjonslogger for hele 2017 for samtlige kunder, samt lydopptak og elektronisk kommunikasjon for utvalgte delperioder for 15 kunder. Disse 15 kundene (Utvalget) har handlet gjennom Foretakets meglere (ni av kundene har handlet aksjer, fem av kundene har handlet CFD, mens én kunde har handlet både aksjer og CFD). For disse kundene fremgår det av lydopptakene at megler i hovedsak er pådriver for kundens trading. Det er stort sett megler som tar kontakt (ofte flere ganger daglig) og gir investeringsråd med relativt kort horisont. Kundene fremstår (med noen unntak) som relativt passive i de samtalene Finanstilsynet har hørt på, og følger stort sett meglers råd uten nærmere diskusjon.

Finanstilsynet viste i Rapporten tabeller som sammenfattede Finanstilsynets beregninger knyttet til Utvalgets handelsmønster, tradingresultater og transaksjonskostnader i 2017. Beregningene viste at kundene i Utvalget har hatt:

- Høy transaksjonshyppighet og høy grad av kortsiktighet – Kundene har i gjennomsnitt gjort 1,2 transaksjoner per dag (varierende mellom 0,3 og 4,3), og har hatt en gjennomsnittlig posisjonsvarighet på 6,8 dager (varierende mellom 2,6 og 11,4). Andelen av kundenes posisjoner i perioden som er stengt samme dag eller dagen etter at posisjonen ble inngått er i snitt 25 % (for de seks CFD-kundene er tilsvarende andel 46%)
- Høye tap – 10 av de 15 kundene har tapt penger. Om det særlige tilfellet for en av kundene som har tapt rundt 80% av innskutt egenkapital i løpet av en drøy måned holdes utenom, så har kundene i snitt tapt rundt 28% av innskutt egenkapital på annualisert basis
- Høye transaksjonskostnader – Om det særlige tilfellet for en av kundene som har betalt rundt 23% av innskutt egenkapital i kurtasje i løpet av en drøy måned holdes utenom, så har kundene hatt gjennomsnittlig annualiserte kurtasjekostnader på rundt 9% av innskutt egenkapital. Det betyr at kundene i snitt må oppnå en brutto gevinst på 9% på sin kortsiktige trading i løpet av et år bare for å gå "break even"

Finanstilsynet har lyttet til en rekke lydopptak av telefonsamtaler mellom Foretakets meglere og kunder, og viste i vedlegg til Rapporten utdrag fra enkelte av disse samtalene. Utdragene illustrerer Foretakets fokus på kortsiktighet og høy omsetningshastighet, samt kundens relativt passive holdning. Det er hovedsakelig megler som tar initiativ til handel. Kunden følger svært ofte meglers kortsiktige investeringsråd uten særlig diskusjon. Meglers aktive rolle og kundens passive rolle overskrider i mange tilfeller grensen mot aktiv forvaltning (nærmere omtalt under punkt 3).

Foretakets konsept "Forum Quantify"

Foretaket tilbyr en ukebasert modellportefølje, "Forum Quantify", som etter det opplyste er basert på en algoritme som velger ut "10 beste aksjer" basert på fem definerte faktorer ("value", "momentum", "quality", "low volatility", "size"). Foretaket har forklart at *"Utregning skjer en gang i uken. Hvis ny rangering avviker fra forrige ukes rangering så foretas en porteføljerotasjon. Kunder blir kontaktet per mail/telefon før rotasjon utføres"*.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det er uklart for Finanstilsynet når Foretaket lanserte dette konseptet. Foretakets oversendte dokumentasjon på samtlige gjennomførte transaksjoner innenfor dette konseptet omfatter transaksjonslogger for kun to kunder for perioden 16. februar 2018 – 23. mars 2018, samtidig som Finanstilsynet har hørt lydopptak som indikerer at andre kunder fulgte "Forum Quantify" allerede i mai 2017. Finanstilsynet ba i Rapporten om en forklaring.

Finanstilsynet bemerket at selv om observert periode for de to kundene Foretaket har oversendt transaksjonslogger for er relativt kort, så viser de gjennomførte transaksjonene hvordan dette konseptet fungerer. De to kundene har i uke syv 2018 investert henholdsvis MNOK 1 og MNOK 0,5 i de ti aksjene algoritmen har plukket ut. I de fire påfølgende ukene i observert periode reallokeres porteføljen med henholdsvis tre, en, en og tre aksjer.

I den observerte perioden har de to kundene realisert tap på henholdsvis ca. NOK 13.500 og NOK 6.800 (inkludert kurtasje på NOK 5.000 og NOK 2.500). Foretaket ser ut til å ta kurtasje på 0,2% for hver transaksjon. I løpet av de 26 handelsdagene i den observerte perioden har de to kundene hver betalt totalt 0,5% av investert kapital for de nevnte rebalanseringene. Med en slik rebalanseringstakt innebærer dette annualiserte kurtasjekostnader på 5,1%. Med en risikopremie i det norske aksjemarkedet på 5%¹, innebærer det at kundene med en aksjeportefølje med høy risiko kun kan forvente å oppnå risikofri rente. Finanstilsynet bemerket at Foretakets konsept "Forum Quantify" dermed ikke fremstår som bærekraftig over tid, og ikke å være i kundens interesse.

Foretakets konsept "Forum Wave"

Foretaket tilbyr også konseptet "Forum Wave", som etter det opplyste er en svært kortsiktig algoritmebasert trading-strategi i CFD med utvalgte råvarer og valutakryss som underliggende, basert på såkalt bølgeteori. Posisjoner åpnes og stenges automatisk, og alltid innenfor samme dag. Finanstilsynet skrev i Rapporten at konseptet fremstår som aktiv forvaltning (se pkt. 3).

Finanstilsynet skrev også om dette konseptet at det er uklart for Finanstilsynet når Foretaket lanserte dette. Foretakets oversendte dokumentasjon på samtlige gjennomførte transaksjoner innenfor dette konseptet omfatter transaksjonslogger for kun tre kunder for perioden 6. desember 2017 – 23. mars 2018, samtidig som Finanstilsynet har hørt lydopptak som indikerer at andre kunder fulgte Forum Wave allerede i august 2017. Finanstilsynet ba i Rapporten om en forklaring.

Finanstilsynet bemerket at selv om observert periode for de tre kundene Foretaket har oversendt transaksjonslogger for også her er relativt kort, så viser de gjennomførte transaksjonene hvordan dette konseptet fungerer. De klart fleste transaksjonene er i valuta-CFD, med et lite mindretall i råvare-CFD. De tre kundene ser ut til å ha fått utført de samme kjøps- og salgstransaksjoner, (en av kundene har ikke handlet råvare-CFD).

Finanstilsynet har gjort beregninger på en av kundens handelsmønster og tradingresultat, og antok i Rapporten at beregninger på de to andre kundene ville gitt tilsvarende resultater. Tradingen har

¹ "Risikopremien i det norske markedet, Desember 2018" – PwC og NFF

vært svært kortsiktig, med et gjennomsnittlig antall transaksjoner per dag i perioden på 6,4 og en gjennomsnittlig posisjonsvarighet på to og en halv time. Kunden har på de drøyt fire månedene tapt rundt NOK 22.000 på denne kortsiktige tradingen. Finanstilsynet skrev at det ikke ser ut til at kundene er belastet kurtasje for disse transaksjonene, men at det antas at Foretaket har mottatt en andel av kundenes spread-kostnader (forskjellen mellom kundens kjøps- og salgskurs) fra leverandøren av handelsplattformen (som for dette konseptet er opplyst å være IG Markets Limited). Finanstilsynet bemerket at med så hyppig og kortsiktig handel som det her er snakk om, fremstår heller ikke "Forum Wave" som bærekraftig over tid, og ikke å være i kundens interesse.

2.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet skrev at de lydopptakene Finanstilsynet har hørt på gir inntrykk av at Foretakets meglere svært ofte gir svakt funderte investeringsråd, basert på magesfølelse og løse gjetninger om en aksje/råvare/valutas kortsiktige retning. Både råd om åpning og stengning av en posisjon blir svært ofte ikke gitt med noen annen begrunnelse enn at markedet svinger kraftig (vinklet som en mulighet for gevinst ved posisjonsinngåelse og deretter som en grunn til å sikre en oppnådd kortsiktig gevinst eller begrense et kortsiktig tap). Ofte når en posisjon som er anbefalt av megler, etter svært kort tid vurderes av samme megler til å "ikke fungere", så anbefaler megler å bytte ut posisjonen med "nye muligheter". Finanstilsynet skrev at meglernes investeringsrådgivning fremstår som planløs og ustrukturert, og det er Finanstilsynets foreløpige vurdering at dette er motivert av et ønske om å lede kundene til høyest mulig transaksjonshyppighet. Dertil kommer at de to beskrevne konseptene "Forum Quantify" og "Forum Wave" begge ser ut til å fremme svært kortsiktige handelsstrategier, og heller ikke ser ut til å være i kundens interesse.

Finanstilsynet omtalte i Rapporten særskilt at Foretakets mest aktive megler, når det gjelder å lede kunder til overdreven verdipapirhandel, ikke så ut til å ha vært gjenstand for intern kontroll og oppfølging i 2017. Megleren ble ansatt i Foretaket primo 2016, og det var da offentlig kjent at meglersens forrige arbeidsgiver rett i forkant hadde levert tilbake sine tillatelser til å yte investeringstjenester etter å ha mottatt varsel om tilbakekall fra Finanstilsynet, på bakgrunn av blant annet å ha vært en aktiv pådriver for kundenes kortsiktige og tapsbringende CFD-handel. Foretaket har således hatt en spesiell foranledning til å kontrollere denne meglersens adferd spesielt. Meglersens opptreden og rådgivning overfor kunder har vært gjenstand for kritikk i fire påfølgende compliancerapporter i perioden mars – oktober 2016, og han er i denne perioden gitt flere advarsler. Hans adferd er imidlertid ikke tema i compliancerapporter etter dette. Finanstilsynet stilte derfor i Rapporten spørsmål ved Foretakets vurderinger når det over en svært lang periode, gjennom 2017, har latt denne meglersens drive på tilsvarende måte som omtalt i forbindelse med hans forrige arbeidsgiver og som kritisert i de første compliancerapportene i 2016.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket for mange kunder gjennomgående har satt sine egne interesser foran kundens, ved å lede kunden til overdreven og tapsbringende verdipapirhandel, og samtidig unnlate å foreta konkrete vurderinger av kundens kostnader og negative resultatutvikling som følge av Foretakets hyppige anbefalte omrokkinger.

2.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Med henvisning til Finanstilsynets beregnede gjennomsnittlig posisjonsvarighet på 6,8 dager for kundene i Utvalget, bemerket Foretaket at *"Det kan absolutt diskuteres om dette er kortsiktig handel, og skal en slik diskusjon ha noen mening, må det tas utgangspunkt i hver enkelt kundes*

preferanser med hensyn til formål med investeringsvirksomheten, ønsket aktivitet, risiko osv. Forum kan ikke se at slike hensyn er tatt i forbindelse med gjennomgangen".

Om kundenes tap skrev Foretaket at *"Forum har løpende fulgt opp kundenes resultater på månedlig basis og gjennomført tiltak for å bedre resultatene. Det faktum at 10 kunder har tapt penger på investeringsvirksomheten i en gitt periode har mange ulike årsaker, forskjellig fra kunde til kunde, og meglerforetaket kan ikke bære ansvaret for at tap skjer".* Foretaket bemerket at ti av kundene i Utvalget har hatt to meglere som begge har vært fulgt opp tett av Compliance Officer.

Om kundenes transaksjonskostnader skrev Foretaket at Finanstilsynet trekker *"konklusjoner basert på gjennomsnittsberegninger som gir liten mening. Det eneste korrekte vil være å trekke konklusjoner på bakgrunn av den enkelte kundes transaksjonshyppighet, resultat og transaksjonskostnader, og ha dette som grunnlag når konklusjonene skal trekkes [...] Det er kun to kunder som har en break even ratio på mer enn 10%, og dette har sine helt spesielle årsaker"*

Foretaket kommenterte videre at *"Finanstilsynet hevder å ha lyttet til en rekke lydopptak mellom meglere og foretak, og vedlegger sitater fra disse samtalerne. De utdrag som er vedlagt skriver seg fra kommunikasjonen mellom to meglere og et fåtall av deres kunder. Utdraget legges ut som om dette lille antallet er typisk for Forums virksomhet og utdraget danner grunnlaget for senere konklusjoner i rapporten. Det tas heller ikke hensyn til at Forum har 180 andre aktive kunder og at det antall samtaler som er trukket frem utgjør kun en liten brøkdel av meglernes totale samtaler".*

Om Foretakets konsept "Forum Quantify" skrev Foretaket at *"Under enkelte spesielle markedsforhold kan modellen gi signaler om kjøp og salg som kan virke ulogiske. Det er derfor viktig å følge modellens utvikling over tid for å analysere resultat og kostnader. Det gir liten mening å se på kostnad og avkastning i en kort periode og på bakgrunn av dette komme frem til et annualisert resultat, slik Finanstilsynet har gjort. Konklusjonen Finanstilsynet trekker er igjen foretatt på sviktende grunnlag, og det er absolutt ikke grunnlag for å hevde at Foretakets konsept Forum Quantity fremstår som ikke bærekraftig over tid, og ikke er i kundens interesse".*

Om Foretakets konsept "Forum Wave" skrev Foretaket at *"Konseptet ble introdusert for tre testkunder i en kort periode. Det ble etter kort tid konkludert med at konseptet ikke var klart for kommersialisering, og konseptet ble ikke videreført".* Foretaket bemerket også at det ikke er en korrekt antakelse at det har mottatt en andel av kundenes spread-kostnader.

Foretaket skrev avslutningsvis at *"Det er etter Foretakets oppfatning ikke fremlagt noe som kan danne grunnlag for at Forum har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandelens bestemmelser om god forretningsskikk".*

2.5. Finanstilsynets endelige merknader

Foretaket hevder at en vurdering av hva som utgjør kortsiktig handel må ta utgangspunkt i den enkelte kundes preferanser. Finanstilsynet presiserer at det i flere offentlige vedtak og merknader har uttalt at kortsiktig og hyppig verdipapirhandel mest sannsynlig ikke vil være lønnsomt over tid når det tas hensyn til transaksjonskostninger, og at foretak som er aktiv pådriver for dette raskt vil opptre i strid med god forretningsskikk. Dette gjelder uavhengig av den enkelte kundes preferanser. Aktørene i verdipapirmarkedet bør dermed være godt kjent med hvordan et verdipapirforetaks pådriverrolle for kortsiktig overdreven verdipapirhandel vurderes opp mot verdipapirhandelens krav. De 15 kundene i Utvalget har en gjennomsnittlige posisjonsvarighet i

perioden de har vært aktive på mellom 2,6 og 11,4 dager. Dette må etter Finanstilsynets vurdering betegnes som kortsiktig.

Foretaket anfører at kundenes tap har mange ulike årsaker, at det kun er to kunder som har "break even ratio" på mer enn 10%, og at kundenes resultater og de to meglerne med kundeansvar for flest kunder i Utvalget har vært fulgt opp tett. Finanstilsynets beregninger viser en sammenheng mellom størrelsen på kundens annualiserte prosentvise tap og kurtasjekostnader, gjennomsnittlig antall transaksjoner per dag og gjennomsnittlig posisjonsvarighet. Tre av kundene i Utvalget har annualisert "break even ratio" over 10% (en på 175% og to på 18%), mens de øvrige kundene har gjennomsnittlig annualisert "break even ratio" på 6%. Kundenes høye transaksjonskostnader skyldes kortsiktige og hyppige posisjoner, noe som igjen har redusert kundenes forventede avkastning i forhold til risiko betydelig. Finanstilsynet har som nevnt undersøkt kundenes handel i aksjer og CFD i 2017, og har ikke sett dokumentasjon på at den klart mest aktive megleren og hans kunders resultater har vært gjenstand for oppfølging i denne perioden.

Foretaket anfører at det lille antall utdrag av lydopptak Finanstilsynet vedla Rapporten danner grunnlaget for Finanstilsynets konklusjoner. Finanstilsynet har hørt på langt flere samtaler mellom Foretakets meglere og kunder enn de som er sitert i vedlegget til Rapporten (som for øvrig omfatter fire og ikke to meglere). Det er de samlede gjennomgåtte lydopptakene kombinert med Finanstilsynets beregninger knyttet til kundenes handelsmønster, tradingresultater og transaksjonskostnader som danner grunnlaget for Finanstilsynets konklusjoner.

Foretaket skriver at det ikke kan trekkes konklusjoner om konseptet "Forum Quantify" basert på en så kort periode som Finanstilsynet har gjort. Foretaket har som nevnt oversendt transaksjons-logger for kun to kunder over fem uker i februar – mars 2018, samtidig som Finanstilsynet har hørt lydopptak som indikerer at andre kunder fulgte dette konseptet allerede i mai 2017. Finanstilsynet registrerer at Foretaket ikke har svart på Finanstilsynets forespørsel om en forklaring. Finanstilsynet opprettholder sin vurdering av at den observerte dokumentasjonen viser hvordan dette konseptet fungerer.

Foretaket skriver at konseptet "Forum Wave" ble introdusert for tre testkunder, men ikke videreført, og at Foretaket ikke har mottatt noen inntekter knyttet til de gjennomførte transaksjonene. Foretaket har som nevnt oversendt transaksjonslogger for kun tre kunder over tre og en halv måneder i desember 2017 – mars 2018, samtidig som Finanstilsynet har hørt lydopptak som indikerer at andre kunder fulgte dette konseptet allerede i august 2017. Finanstilsynet registrerer at Foretaket ikke har svart på Finanstilsynets forespørsel om en forklaring. Finanstilsynet opprettholder sin vurdering av at den observerte dokumentasjonen viser hvordan dette konseptet fungerer. De aktuelle kundene er uansett belastet spread-kostnader av plattform-leverandør IG Markets i tilknytning til de aktuelle transaksjonene, selv om Foretaket hevder å ikke ha mottatt noen andel av dette.

På grunnlag av ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket for mange kunder gjennomgående har satt sine egne interesser foran kundens, ved å lede kunden til overdreven og tapsbringende verdipapirhandel, og samtidig unnlate å foreta konkrete vurderinger av kundens kostnader og negative resultatutvikling som følge av Foretakets hyppige anbefalte omrokkinger. Finanstilsynet ser svært alvorlig på Foretakets tilsynelatende manglende omsorg for kundene. Foretaket har med dette gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningskikk, jf. vphl. § 10-11.

3. Ytelse av investeringstjenester uten tillatelse – aktiv forvaltning

3.1. Rettslig utgangspunkt

Det følger av vphl. § 9-1 (1) at investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis bare kan ytes av foretak som har tillatelse til dette. Aktiv forvaltning er definert som investeringstjeneste, jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 4. Foretaket har ikke tillatelse til å yte denne investeringstjenesten.

3.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det har avdekket flere tilfeller av aktiv forvaltning i form av:

- Det fremgår av lydopptak at megler enten foreslår eller faktisk utfører diskresjonære ordre (aktiv forvaltning), slik at kunden overlater til megler å vurdere timing for en handel, om det i det hele tatt skal handles, og i tilfelle hvilket volum som skal handles
- Megler ser ut til å ha drevet aktiv forvaltning over lengre perioder, ved at det er utført flere kjøp og salg uten at Finanstilsynet har mottatt dokumentasjon på at megler og kunde har hatt kontakt i perioden
- Eksempler på avtaler inngått med kunder om aktiv forvaltning i valuta-CFD
- Foretakets konsept "Forum Wave" fremstår, slik det er beskrevet av Foretaket og i kundeavtaler, som aktiv forvaltning

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket for mange kunder har ytet investerings-tjenesten aktiv forvaltning uten tillatelse.

3.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skrev at det er *"enig i at det i en kortere periode etter nyansettelse av en megler fra et annet foretak i 2017, foregikk transaksjoner som faller inn under definisjonen av Aktiv Forvaltning"*, ved at meglerens praksis var videreført fra hans forrige arbeidsgiver uten at dette var avklart med Foretaket, og at dette ble avdekket og avvirket av Foretaket.

3.4. Finanstilsynets endelige merknader

Foretaket omtaler én megler som videreførte sin praksis med aktiv forvaltning fra sin forrige arbeidsgiver, uten at dette var godkjent av Foretaket, og at dette ble stoppet av Foretaket etter en tid. Foretaket kommenterer imidlertid ikke Finanstilsynets beskrivelse i vedlegg til Rapporten, av flere tilfeller av aktiv forvaltning utført av en annen av Foretakets meglere (den samme som omtalt under pkt. 2.3), som ser ut til å ha pågått etter dette. Foretaket kommenterer heller ikke at konseptet "Forum Wave" fremstår som aktiv forvaltning, utover som nevnt å bemerke at konseptet ble introdusert for tre testkunder men ikke videreført.

På grunnlag av ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har ytet investeringstjenesten aktiv forvaltning til mange kunder uten tillatelse, jf. vphl. § 9-1 (1), og § 2-1 (1) nr. 4. Finanstilsynet ser svært alvorlig på at Foretaket over lang tid har utført denne investerings-tjenesten uten tillatelse. Foretaket har på denne måten innrettet seg slik at det i langt større grad enn ved ytelse av tjenesten investeringsrådgivning har kunnet påvirke kundenes handelsmønster til å følge Foretakets løpende kortsiktige anbefalinger om åpning og stengning av CFD- og aksje- posisjoner.

4. Ytelse av investeringstjenester uten tillatelse – plassering av emisjoner

4.1. Rettslig utgangspunkt

Det følger av vphl. § 9-1 (1) at investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis bare kan ytes av foretak som har tillatelse til dette. Plassering av emisjoner er definert som en investerings-tjeneste, jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 6. Foretaket har ikke tillatelse til å yte denne investeringstjenesten.

Kjernen i denne investeringstjenesten er mellommannsfunksjonen mellom utsteder og investorer, primært i form av formidling av tilbud om tegning til potensielle investorer på vegne av utsteder (herunder markedsføring av emisjonen gjennom eksempelvis utsendelse av tegningsdokumenta-sjon, gjennomføring av plenumsmøter/"road shows" samt individuelle møter/telefonsamtaler/e-kommunikasjon), ofte i kombinasjon med formidling av aksepter tilbake til utsteder.

4.2. Foretakets rolle i aksjeemisjoner

Finanstilsynet har gjennomgått diverse dokumentasjon knyttet til syv ulike aksjeemisjoner i 2017 og 2018 hvor Foretaket har hatt en rolle. I fire av emisjonene har Foretaket inngått en oppdrags-avtale ("Oppdrag knyttet til investoridentifikasjon") direkte med utstederselskapet. Foretaket har beskrevet sin rolle i disse emisjonene som *"å bidra til å finne investorer til selskapene og å distribuere informasjonsmemorandum utarbeidet av selskapene selv, samt å sette opp seminar/møter mellom mulige investorer og de respektive selskapenes representanter"*. I de øvrige tre emisjonene har Foretaket inngått en oppdragsavtale ("Mandatavtale Distribusjon") med et annet verdipapirforetak, som igjen har hatt en oppdragsavtale med utstederselskapet. Foretaket har beskrevet sin rolle i disse emisjonene som *"å bidra med distribusjon"*.

Foretaket har opplyst at det i samarbeid med et advokatfirma har vurdert Foretakets rolle i disse emisjonene til ikke å falle innenfor investeringstjenesten plassering av emisjoner. Finanstilsynet skrev i Rapporten at emisjonsoppdragene er omtalt i flere av Foretakets compliancerapporter og styreprotokoller gjennom 2017, hvor denne virksomheten blant annet er beskrevet som: *"et nytt forretningsområde – innhenting av kapital til selskaper"*. Finanstilsynet bemerket i Rapporten også at det i flere av Foretakets ansettelsesavtaler er spesifisert *"godtgjørelse for kapitalinnhenting"*.

Foretaket har levert tegninger fra totalt 21 kunder for til sammen MNOK 21 til utstederselskapene i de syv emisjonene. Finanstilsynets beskrev i Rapporten innholdet i oppdragsavtalene for disse emisjonene, hvorav følgende hitsettes:

- I avtalene direkte med utstederselskapene (hvor Foretaket omtales som Rådgiver) står det blant annet: *"Rådgiver har ikke konsesjon til å tilby plassering av emisjoner [...] og kan derfor verken opptre som tilrettelegger eller som tegningssted ifm Emisjonen [...] Selskapet skal selv ha ansvaret for emisjonsprosessen, og vil være tegningssted for Emisjonen. Betalinger for Emisjonen vil skje direkte til klientkonto hos Selskapets advokat. Rådgiver skal bistå Selskapet med å identifisere mulige investorer som kan være interessert i å tegne i Emisjonen, og skal i denne sammenheng benytte sin ordreformidlingskonsesjon og/eller investeringsrådgivnings-konsesjon, avhengig av hva som er lovmessig nødvendig ift kunden [...] Selskapet skal i samråd med Rådgiver gjennomføre investorpresentasjoner. Selskapet skal for øvrig stille til rådighet investorpresentasjonen, slik at Rådgiver kan bearbeide investorer, herunder gjennomføre møter med egne kunder. Investorer skal sende tegninger i Emisjonen direkte til Selskapet [...] De tegninger som kommer til selskapet via Rådgiver skal likebehandles ift andre som tegner seg i emisjonen [...] Rådgiver kan ikke starte arbeidet mot investorer før investorpresen-tasjonen er*

klar [...] Rådgiver skal motta et honorar på 8% av innbetalt kapital på tegninger som kommer fra investorer som Rådgiver har fremskaffet og som Selskapet gir tildeling i Emisjonen [...] Rådgiver dekker [...] kostnader forbundet med oppgjør"

- I tegningsblankettene for disse emisjonene står det at "Forum Securities AS is acting as Co-Ordinator and Bookrunner in connection with the Offering". Det fremgår også av tegningsblankettene at Foretaket er tegningssted
- I avtalene med et annet verdipapirforetak (hvor Foretaket omtales som Distributør) står det blant annet: "Oppdragsgiver er engasjert av Selskapet til å bistå med distribusjons- og tilretteleggertjenester i forbindelse med Emisjonen [...] Oppdragsgiver ønsker å engasjere Distributør som en av flere underleverandører av distribusjonstjenester i forbindelse med Oppdragsgivers oppfyllelse av sine forpliktelser overfor Selskapet [...] Distributør skal [...] arbeide aktivt for å generere tilstrekkelig interesse blant investorer for fulltegning av Emisjonen, gjennom et antall individuelle og/eller generelle investorpresentasjoner [...] Dersom Distributør utarbeider markedsføringsmaterieell utover det materieell som utarbeides av Oppdragsgiver og Selskapet, skal Oppdragsgiver skriftlig godkjenne dette før bruk. Distributør står fritt til å presentere prosjektet med minstetegning [...] til et fritt antall investorer i sin relevante sfære [...] Distributør bekrefter å være innehaver av alle nødvendige offentlige tillatelser som kreves for å utføre Oppdraget". Under avsnittet om "Distributørs generelle plikter" står det blant annet "Utarbeide og oversende en liste over tegninger i det format som oversendes av Oppdragsgiver, senest kl. 09:00 dagen etter siste tegningsdag". Under avsnittet om "Oppdragsgivers plikter" står det blant annet "Oppdragsgiver skal fungere som bestillings-/tegningssted for Emisjonen samt stå ansvarlig for organisering og gjennomføring av oppgjøret [...] Distributør står fritt til å ta 1,5% av Tegningsbeløp i Tegningshonorar [...] Av [Distributørs pro rata tegningsbeløp] skal Distributør motta et Tegningsproveny på 4,5%".

4.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Kjernen i investeringstjenesten plassering av emisjoner er som nevnt mellommannsfunksjonen mellom utsteder og investorer. Når det gjelder de fire emisjonsoppdragene hvor Foretaket har inngått avtaler direkte med utstederselskapene, skrev Finanstilsynet i Rapporten at utsteder i disse tilfellene har gitt Foretaket et klart mandat til å utøve en slik mellommannsfunksjon, i form av et oppdrag om å bistå med "å identifisere mulige investorer som kan være interessert i å tegne i Emisjonen [...] Selskapet skal i samråd med Rådgiver gjennomføre investorpresentasjoner. Selskapet skal for øvrig stille til rådighet investorpresentasjonen, slik at Rådgiver kan bearbeide investorer, herunder gjennomføre møter med egne kunder". Som det fremgår over har Foretaket i disse emisjonene også stått som mottaker av tegningsblankettene. For tegninger generert av Foretaket, er det avtalt at utsteder skal betale et betydelig vederlag, utmålt som en prosentandel av innbetalt tegningsbeløp. At det i oppdragsavtalene er slått fast at Foretaket ikke har konsesjon "til å tilby plassering av emisjoner [...] og kan derfor verken opptre som tilrettelegger eller som tegningssted ifm Emisjonen", kan ikke tillegges betydning når oppdraget som faktisk beskrives i avtalen er plassering og Foretaket faktisk var tegningssted. Foretaket omtaler da også selv sitt "nye forretningsområde" i styreprotokoll fra desember 2016 som "innhenting av kapital til selskaper", en beskrivelse som også blir benyttet i flere styreprotokoller og compliancerapporter gjennom 2017. I tegningsblankettene for emisjonene omtales Foretaket også som "Bookrunner", en betegnelse som virker misvisende siden ingen av disse emisjonene ser ut til å være plassert gjennom en bookbuilding, men hvor hensikten sannsynligvis har vært å vise at det er Foretaket som står for

plasseringen. Finanstilsynet bemerket at det også fremgår av flere lydopptak Finanstilsynet har lyttet til at flere av Foretakets meglere har vært svært aktive i å få kunder til å tegne i de ulike emisjonene, og det levnes i disse samtalene liten tvil om at det er Foretaket som står for plasseringen.

Når det gjelder de tre emisjonsoppdragene hvor Foretaket har inngått avtaler med et annet verdipapirforetak, skrev Finanstilsynet i Rapporten at det ikke kan se at Foretaket i disse oppdragene faktisk har opptrådt annerledes enn i de fire oppdragene hvor Foretaket har hatt avtaler direkte med utsteder. Foretaket skulle i disse oppdragene *"arbeide aktivt for å generere tilstrekkelig interesse blant investorer for fulltegning av Emisjonen, gjennom et antall individuelle og/eller generelle investorpresentasjoner"*. Det er det andre verdipapirforetaket som er oppført som tegningssted på tegningsblankettene for disse emisjonene. Det fremgår imidlertid av oppdragsavtalene at også Foretaket kan motta tegningsblanketter, ved at Foretaket skal *"Utarbeide og oversende en liste over tegninger i det format som oversendes av Oppdragsgiver, senest kl. 09:00 dagen etter siste tegningsdag"*. Også for disse oppdragene er det avtalt at Foretaket skal motta et betydelig vederlag, utmålt som en prosentandel av innbetalt tegningsbeløp, for tegninger generert av Foretaket. Det var, basert på omstendighetene i disse oppdragene, Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket også i disse tilfellene har opptrådt som mellommann mellom utsteder og investorer og har drevet aktiv markedsføring av disse emisjonene, og at Foretaket dermed har ytet investeringstjenesten plassering av emisjoner.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket i forbindelse med de syv emisjonsoppdragene har ytet investeringstjenesten plassering av emisjoner uten tillatelse.

4.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skrev at det gjennom årene ofte er blitt kontaktet av andre verdipapirforetak for å bistå med å identifisere potensielle investorer i forbindelse med innhenting av kapital til ulike prosjekter og selskaper, og at det etter en juridisk vurdering ble besluttet at Foretaket på visse betingelser kunne bistå enkelte selskaper med dette. Foretaket kommenterte videre at *"Det ble etter hvert klart at det i praksis var vanskelig å unngå å komme i en gråsoner, der arbeidet med prosjektene fikk mer karakter av plassering. Styret besluttet derfor å avvikle virksomheten [...] Uten i denne sammenheng å gå inn på hvert enkelt prosjekt, er Styret i store trekk enig i den kritikken som fremkommer [...] i rapporten, og er også enig i Finanstilsynets foreløpige konklusjon på dette punkt"*.

4.5. Finanstilsynets endelige merknader

Foretaket beskriver i Tilsvaret et utgangspunkt hvor det skulle bistå med å identifisere potensielle investorer. Foretaket har imidlertid tidligere beskrevet sin rolle i de aktuelle emisjonene til også å *"distribuere informasjonsmemorandum utarbeidet av selskapene selv, samt å sette opp seminar/møter mellom mulige investorer og de respektive selskapenes representanter"*. Avtalene inngått direkte med utstederselskaper er som nevnt kalt "Oppdrag knyttet til investoridentifikasjon", men oppdraget som faktisk beskrives i både disse avtalene og i avtalene inngått med et annet verdipapirforetak er å bistå med plassering av emisjonen. Den samlede dokumentasjonen knyttet til de syv emisjonsoppdragene (herunder oppdragsavtaler, investorpresentasjoner, tegningsblanketter og lydopptak) levner ingen tvil om at Foretaket i disse emisjonene har tatt en aktiv rolle i markedsføringen – og dermed plasseringen – av emisjonene på vegne av utstederselskapene, og dermed har gått mye lenger enn kun å identifisere mulige investorer.

Foretaket sier i Tilsvaret at det "etter hvert" besluttet å avvikle emisjonsvirksomheten. De syv emisjonsoppdragene er gjennomført i perioden september 2017 – april 2018. I et brev til Finanstilsynet fra desember 2018, i forbindelse med en annen sak, sier Foretaket blant annet at "*I tillegg til gjennomførte kostnadsreducerende tiltak, lyktes det selskapet å øke sine inntekter de neste tre månedene (juli, august og september) [2018] i forbindelse med at foretaket påtok seg oppdrag med å identifisere potensielle investorer for selskaper og tilretteleggere av tre emisjoner*". Det er rimelig å anta at disse oppdragene har vært gjennomført på samme måte som de øvrige emisjonsoppdragene beskrevet over. Foretakets redegjørelse indikerer sterkt at denne virksomheten har stått sentralt hos Foretaket også etter Finanstilsynets undersøkte periode. Foretaket har i en e-post til Finanstilsynet fra januar 2019 opplyst at det har avvirket emisjonsvirksomheten.

På grunnlag av ovenstående er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i flere tilfeller og over en lang periode har ytet investeringstjenesten plassering av emisjoner omtalt i vphl. § 2-1 (1) nr. 6 uten tillatelse, i strid med vphl. § 9-1 (1).

Forbudet mot å yte investeringstjenester uten tillatelse står sentralt i verdipapirlovgivningen, og det skal svært lite til før et verdipapirforetaks overtredelse av dette forbudet anses konsesjons-kritisk. I Foretakets tilfelle består bruddet i omfattende virksomhet, som i enkelte perioder synes å ha utgjort en betydelig del av Foretakets virksomhet og involvert en rekke av dets medarbeidere. Foretaket har i denne sammenheng henvendt seg til flere potensielle investorer, og har også generert flere tegninger som er blitt effektuert. Foretaket har definert "innhenting av kapital til selskaper" som et av sine virksomhetsområder ultimo 2016, og emisjonene Foretaket har plassert har følgelig vært ledd i Foretakets forretningsplan.

5. Oppsummering

Finanstilsynet har konkludert med at Foretaket, med sine hyppige anbefalinger om omrokkering og manglende ivaretagelse av kundenes interesser i denne forbindelse, har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretnings-skikk. Finanstilsynet har videre konkludert med at Foretaket har utført investeringstjenestene aktiv forvaltning og plassering av emisjoner uten tillatelse i et så stort omfang og over en så lang periode at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandel-lovens bestemmelser om konsesjonsplikt ved ytelse av investeringstjenester.

Finanstilsynet anser at de grove bruddene på reglene om god forretnings-skikk og reglene om konsesjonsplikt utgjør en grunnleggende svikt i Foretakets forståelse og løpende prosess for å sikre at virksomheten til enhver tid drives i henhold til verdipapirhandelloven. Finanstilsynet finner det lite tillitvekkende at Foretakets styre og ledelse har godkjent ytelse av investeringstjenester Foretaket ikke har tillatelse til, og dermed ikke synes å ha et tilstrekkelig bevisst forhold til sitt ansvar for at Foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven.

Det følger av vphl. § 9-7 (1) nr. 4 at Finanstilsynet helt eller delvis kan endre eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester 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. Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretakets overtredelser beskrevet i punktene 2, 3 og 4 hver for seg oppfyller vilkåret alvorlige eller systematiske overtredelser. Det er videre Finanstilsynets konklusjon at overtredelsene hver for seg

er av en slik art at det ville gitt grunn til å frykte at fortsatt virksomhet kunne skade Foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i det. Finanstilsynet har i denne vurderingen lagt særlig vekt på at overtredelsene representerer en alvorlig svekkelse av den tillit markedsaktører generelt, og forbrukere spesielt, skal kunne ha til verdipapirforetak. Foretakets investorkunder består omtrent utelukkende av ikke-profesjonelle kunder, og Finanstilsynet legger til grunn at mange av disse må karakteriseres som forbrukere. Vilkårene for tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester anses oppfylt.

Finanstilsynet har som nevnt kalt tilbake Foretakets tillatelser til å yte investeringstjenester i brev av 25. februar 2019 på grunn av brudd på kapitaldekningsregelverket samt brudd på kravene til betryggende retningslinjer og rutiner. Foretaket har påklaget Finanstilsynets vedtak, men vedtaket ble iverksatt 11. april 2019. Foretaket har som følge av dette ikke tillatelse til å yte investeringstjenester, og det er derfor ikke nødvendig å fatte vedtak om å tilbakekalle foretaket tillatelse slik saken står. Dersom Finansdepartementet i sin behandling av klagen omgjør Finanstilsynets vedtak av 25. februar 2019, vil Finanstilsynet vurdere å fatte vedtak om tilbakekall på bakgrunn av funnene som redegjort for i denne rapporten.

For Finanstilsynet

Gry E. Skallerud
seksjonssjef

Roy V. Halvorsen
tilsynsrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.

Kopi til:
Nitschke AS