



Pioner Kapital AS
Postboks 1705
Vika
0121 OSLO

VÅR REFERANSE
17/3277

DERES REFERANSE

DATO
26.04.2018

Tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester

1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn i Pioner Kapital AS (Foretaket) 3. mai 2017. Under tilsynet ble det ført samtaler med daglig leder, complianceansvarlig og ekstern juridisk rådgiver.

Foretaket hadde på tidspunktet for det stedlige tilsynet tillatelse til å yte investeringstjenestene nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1) nr. 1, 2, 5 og 6, samt tilknyttede tjenester nevnt i vphl. § 2-1 (2) nr. 1, 3, 5 og 6.

Foretakets hovedvirksomhet er strategisk/finansiell rådgivning overfor næringslivskunder samt tilrettelegging/plassering av egenkapital- og fremmedkapitalemisjoner i unoterte selskaper. Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at det i denne forbindelse også yter investeringsrådgivning, hovedsakelig til ikke-profesjonelle investorkunder. Foretaket har kontor i Oslo. På tidspunktet for det stedlige tilsynet hadde Foretaket 13 ansatte, hvorav seks innen corporate finance og fire innen corporate sales.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige vurderinger og varsel om tilbakekall av tillatelse i brev av 1. desember 2017 (Varselet). Foretaket ga sine kommentarer til Varselet i brev av 10. januar 2018 (Tilsvaret).

I Tilsvaret gir Foretaket avkall på sin tillatelse til å yte investeringstjeneste 5 (investeringsrådgivning). I tråd med dette fattet Finanstilsynet 6. mars 2018 vedtak om tilbakekall av Foretakets tillatelse til å yte denne investeringstjenesten. Tilsvaret beskriver også en rekke andre endringer og forbedringstiltak som Foretaket har gjennomført eller planlegger å gjennomføre. Disse drøftes samlet i punkt 9.3 under.

Finanstilsynet gjør oppmerksom på at beskrivelsene i dette vedtaket av rettslig utgangspunkt ikke tar hensyn til forskriftene som fastsetter tilsvarende regler som MiFID II og MiFIR, da disse ikke var gjeldende i perioden som omfattes av tilsynet.

2. Foretakets forretningsmodell og produkter

Forretningsmodell

I mottatt "Presentasjon av Pioner Kapital AS" beskriver Foretaket, i avsnittene "Virksomhetsområder" og "Litt om markedet for SMB og tidligfase", sin virksomhet til å være konsentrert om strategisk rådgivning/M&A/tilrettelegging/plassering knyttet til små og mellomstore unoterte selskaper. I

dokumentet "Mål og strategi 2017" beskriver Foretaket "Våre tjenester" til å være corporate finance og selskapsrådgivning.

I de telefonsamtaler Finanstilsynet har lyttet til mellom medarbeiderne i corporate sales-avdelingen (heretter omtalt som salgsvdelingen) og potensielle investorkunder, beskrives Foretakets virksomhet også typisk som *"vi jobber med å oppkapitalisere små og mellomstore bedrifter i fasen før kommersialisering og eventuelt børsnøtering eller salg til industriell aktør"* og *"vi jobber med prosjektfinansiering, hvis kunden tror på prosjektet så er han med, og hvis han ikke tror på det så kommer det alltid nye prosjekter"*.

I nevnte presentasjon skriver Foretaket at *"Kundegruppen til Pioner kan grovt sett deles i to: 1. Foretakene som Pioner rådgir i forbindelse med corporateoppdrag mv, 2. Investorer i selskaper/prosjekter hvor Pioner er tilrettelegger"*. Kundene i kategori 1 og 2 omtales heretter som henholdsvis utstederkunder og investorkunder.

Foretakets inntekter består hovedsakelig av honorarer fra utstederkunder, og kun en liten andel stammer fra kurtasje betalt av investorkunder (i forbindelse med begrenset annenhåndsomsetning av unoterte aksjer – etter det opplyste i all hovedsak i selskaper hvor Foretaket har hatt et plasseringsoppdrag).

Som nevnt opplyste Foretaket under det stedlige tilsynet at det yter investeringsrådgivning i forbindelse med plasseringsvirksomheten. I Tilsvaret legges det derimot stor vekt på en anførsel om at Foretaket ikke har ytet slik investeringsrådgivning og dermed ikke kan bedømmes med utgangspunkt i kravene som gjelder ved ytelse av denne tjenesten. Siden denne anførselen fremheves på flere ulike punkter i Tilsvaret, har Finanstilsynet valgt å drøfte dette spørsmålet separat (se punkt 5 under).

Investeringsprodukter

Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at det ikke tilbyr andre investeringsprodukter enn sine egne corporate-prosjekter, hovedsakelig egenkapital (aksjer) og i mindre grad fremmedkapital (obligasjoner) i unoterte tidligfase utstederkunder.

Foretaket skriver i sin beskrivelse av virksomheten at *"Mye av virksomheten til Pioner knyttet til SMB relaterer seg til såkalte tidligfase selskaper [...] Profesjonell transaksjonsgjennomføring gjennom flere år har bidratt til å etablere Pioner som en anerkjent rådgiver i dette segmentet [...] Basert på opparbeidet nettverk og track record har Pioner betydelig tilflyt av tidligfase selskaper som søker vekstkapital og strategisk rådgivning"*. Foretaket skriver at *"det norske markedet for tidligfase bedrifter er lite utviklet"*, og omtaler investorkapital i tidligfaseselskaper som "business engler"/"venture capital" og bemerker at såkalte "private equity" investorer normalt ikke går inn i selskaper på et så tidlig stadium. Foretaket opplyser videre at det i verdivurdering av tidligfase selskaper legges til grunn et årlig avkastningskrav (WACC) på 40-80 %.

Produktene i Foretakets snevre produktspekter innebærer relativt høy risiko, både selskapsmessig (fare for konkurs eller andre uforutsette negative hendelser) og likviditetsmessig (liten eller ingen mulighet for salg i annenhåndsmarkedet).

3. Interessekonflikter og god forretningsskikk

3.1. Rettslig utgangspunkt

Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-10 (1), og å innrette sin virksomhet slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. vphl. § 9-11 (1) nr. 2. Dersom tiltakene etter sistnevnte bestemmelse ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, skal foretaket opplyse kunden om mulige interessekonflikter, jf. vphl. § 10-10 (2). Etter utfyllende bestemmelser i

verdipapirforskriften stilles det blant annet krav om at verdipapirforetak som et minimum skal vurdere om foretaket har økonomiske eller andre grunner til å prioritere en annen kundes eller andre grupper av kunders interesser foran kundens interesser, jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 9-23 bokstav c. Det stilles videre krav til at verdipapirforetak skal ha skriftlige retningslinjer for å håndtere interessekonflikter. Retningslinjene skal som et minimum omfatte angivelse av de forhold som kan medføre interessekonflikter, samt angivelse av rutiner som skal følges og tiltak som skal iverksettes for å håndtere slike interessekonflikter, jf. vpf. § 9-24 (1) og (2).

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

3.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Håndtering av interessekonflikter

Foretaket har som nevnt opplyst om at det ikke tilbyr sine investorkunder andre investeringsprodukter enn Foretakets egne corporate-prosjekter. Dette innebærer at når Foretakets salgsavdeling kontakter en potensiell investorkunde, vil det typisk være for å presentere ett aktuelt produkt som Foretaket søker å selge på vegne av en utstederkunde. Medarbeideren i salgsavdelingen har da som oftest ingen andre produkter å tilby enn det aktuelle corporate-prosjektet. Dette illustreres av eksemplene på utfylte kundeskjemaer som Finanstilsynet har gjennomgått, hvor det gjennomgående kun er fylt inn navnet på ett aktuelt corporate-prosjekt under "Løsningsforslag/produktvalg", og "Rådgivers begrunnelse for løsningsforslaget" stort sett er en oppsummering av investerings-caset.

Det ligger følgelig en åpenbar iboende interessekonflikt i Foretakets virksomhet – mellom Foretakets utstederkunders interesse i å oppnå en vellykket plassering av den aktuelle emisjonen og Foretakets investorkunders interesse i å foreta en hensiktsmessig eller egnet investering – som må identifiseres og håndteres (eventuelt opplyses om). Når samtidig Foretakets inntjening hovedsakelig består av honorarer fra utstederkunder for gjennomførte plasseringsoppdrag, må Foretaket anses å ha et klart interessefellesskap med Foretakets utstederkunder.

Finanstilsynet trakk i Varselet frem tre forhold som hver for seg skjerper kravet til aktsomhet fra Foretaket med hensyn til håndtering av interessekonflikten mellom Foretaket og Foretakets utstederkunder på den ene siden og Foretakets investorkunder på den andre siden:

- (i) Foretaket fokuserer primært på små og mellomstore unoterte selskaper i tidlig fase. Finanstilsynet uttalte at det på generelt grunnlag antar at finansieringskilder for denne type selskaper er mer begrenset enn for mer modne og børsnoterte selskaper. Foretaket skriver i sin presentasjon at det er *"relativt lav interesse i Norge for å investere i tidligfase selskaper, men sterk etterspørsel etter kapital og rådgivning fra selskaper"*
- (ii) Det var Finanstilsynets inntrykk, basert på gjennomlytting av telefonsamtaler mellom medarbeiderne i Foretakets salgsavdeling og investorkunder, at Foretaket har flere investorkunder som ikke synes å ha særlig kunnskap og erfaring med investeringer i unoterte tidligfase selskaper
- (iii) Som nevnt opplyste Foretaket under det stedlige tilsynet at det yter investeringsrådgivning til sine investorkunder, hvorav de fleste er klassifisert som ikke-profesjonelle. Finanstilsynet påpekte at et verdipapirforetaks rolle overfor den enkelte investorkunde ved ytelse av investeringsrådgivning – og dermed investorkundenes berettigede forventninger til foretakets opptreden – skiller seg vesentlig fra foretakets rolle ved plassering av emisjoner. Ved investeringsrådgivning er det typiske utgangspunktet at foretaket skaffer en investorkunde og deretter forsøker å identifisere eventuelle

egnede investeringsprodukter innenfor et gitt produktspekter. Ved plassering er utgangspunktet et salgoppdrag fra en utsteder, og henvendelser til potensielle investorkunder skjer som ledd i dette oppdraget, på vegne av utsteder. Selv om slike henvendelser med eventuell etterfølgende tegning må skje i henhold til god forretningsskikk, har foretaket – i motsetning til ved ytelse av individuell investeringsrådgivning – ingen plikt til å gi den enkelte investor den ekstra beskyttelse som ligger i å vurdere på individuell basis om emisjonsdeltagelse vil være egnet, tatt i betraktning investeringsmål og finansiell situasjon, jf. vphl § 10-11 (4)

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet at Foretaket hverken har identifisert eller håndtert denne grunnleggende interessekonflikten i Foretakets virksomhet på en tilfredsstillende måte. Konflikten er ikke identifisert i Foretakets instruksamling eller i mottatte styreprotokoller, compliance-rapporter eller årlige gjennomganger av risikostyring og internkontroll. For eksempel står det ingenting i Foretakets instruksamling om hvordan Foretakets rådgivere skal sikre at det ytes forsvarlig investeringsrådgivning til investorkundene samtidig som det meste av Foretakets inntekter kommer fra plasseringsoppdrag fra utstederkundene. Finanstilsynet har heller ikke sett dokumentasjon på at konflikten er håndtert eller opplyst om til kunder. Tvert imot var det Finanstilsynets generelle inntrykk fra Foretakets telefonsamtaler med eksisterende eller potensielle investorkunder at Foretakets salgssavdeling har hatt langt sterkere fokus på plassering og salg på vegne av utstederkundene enn på investeringsrådgivning for investorkundene.

Ivaretagelse av investorkundenes interesser

Finanstilsynet har lyttet til et betydelig antall telefonsamtaler mellom Foretakets salgssavdelings fire medarbeidere (heretter omtalt som rådgivere) og eksisterende eller potensielle investorkunder fra utvalgte perioder i 2016 og 2017. Finanstilsynet har videre gjennomgått Foretakets kundeskjemaer for 33 investorkunder.

Blant samtalene Finanstilsynet har lyttet til, er det stor variasjon, men det var som nevnt Finanstilsynets inntrykk at rådgiverne gjennomgående har fokus på plassering og salg fremfor investeringsrådgivning. Foretaket har som nevnt opplyst til Finanstilsynet at det ikke tilbyr andre investeringsprodukter enn sine egne corporate-prosjekter. Svært mange av samtalene fremstår som rene salgssøstøt for å få kunden eller den potensielle kunden til å tegne seg i det aktuelle corporate-prosjektet. Tilsvarende er feltet "Løsningsforslag/produktvalg" i kundeskjemaene gjennomgående fylt ut med én enkeltinvestering i det corporate-prosjektet som Foretaket på det aktuelle tidspunktet forsøker å plassere. Feltet "Rådgivers begrunnelse for løsningsforslaget" er stort sett en oppsummering av investerings-caset, typisk uten henvisning til kundens kunnskap og erfaring, investeringsmål og finansielle situasjon. Dette understøtter inntrykket av at fokus er på plassering og salg fremfor investeringsrådgivning.

Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet, har Foretaket ikke ivare tatt sine investorkunders interesser på en tilfredsstillende måte. I flere tilfeller opptrer rådgiver relativt pågående overfor kunder som nøler eller uttrykker skepsis, med flere oppringninger på samme prosjekt og stadige gjentakelser av investerings-caset. I flere tilfeller ignorerer også rådgiver at kunden sier han ikke har midler å investere, og fortsetter etter slike uttalelser fra kunden med å presentere og anbefale investerings-caset. Finanstilsynet viser til de konkrete sitatene gjengitt i Varselet som eksempler på rådgivers salgssfokus.

Blant de samtalene mellom Foretakets rådgivere og eksisterende eller potensielle investorkunder som Finanstilsynet har lyttet til, har Finanstilsynet dessuten observert flere tilfeller hvor den potensielle kunden bestemmer seg for å tegne før rådgiver har innhentet kundeopplysninger for å vurdere om den aktuelle investeringen er egnet. I samtalene før den potensielle kunden bestemmer seg for å tegne er tema i all hovedsak det aktuelle investerings-caset, og ikke den potensielle kundens personlige forhold. Først i en etterfølgende samtale innhenter rådgiver opplysninger fra kunden som skal gi grunnlag for en egnethetsvurdering. Finanstilsynet viser til de konkrete eksemplene på dette som er gjengitt i Varselet.

Dette styrker også inntrykket av at fokus er på plassering og salg på vegne av utstederkundene fremfor forsvarlig investeringsrådgivning overfor investorkundene.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket i flere tilfeller har brutt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk, ved at det ikke har ivaretatt sine investorkunders interesser på beste måte – med et ensidig fokus på salg av emisjoner på vegne av utstederkunder og en pågående opptreden i denne forbindelse overfor investorkunder.

3.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver innledningsvis i Tilsvaret at det forstår Finanstilsynets drøftelse av interessekonflikten mellom Foretakets utstederkunder og investorkunder dit hen at dette dreier seg om interessekonflikten som vil oppstå der Foretaket også yter investeringsrådgivning innenfor denne rammen. Foretaket presiserer at dets hovedvirksomhet er som tilrettelegger og plasserer for unoterte selskaper i vekstfasen, og anfører at det kun i svært begrenset omfang yter investeringsrådgivning (Foretakets nærmere argumentasjon rundt dette er gjengitt i punkt 5.3 under). Foretaket påpeker at dets oppdrag på vegne av utstederkunden er å forsøke å plassere aksjer i utsteder, innenfor rammen av god forretningsskikk. Foretaket mener at når det opptre som tilrettelegger, og ikke yter investeringsrådgivning, oppstår det ikke noen interessekonflikt av den typen som Finanstilsynet beskriver i Varselet.

Foretaket fremholder videre at det ikke har brutt kravet til god forretningsskikk i de salgsmøtene som er gjort overfor investorene, tatt i betraktning nevnte vurdering om at det ikke er ytet investeringsrådgivning til kundene i disse sammenhengene. Foretaket påpeker dessuten at muntlig kommunikasjon ofte er mer unøyaktig enn skriftlig. Foretaket erkjenner likevel at enkelte av eksemplene trukket frem i Varselet tilsier at Foretaket bør forsterke intern opplæring med hensyn til kundekommunikasjon.

Foretaket konkluderer i Tilsvaret med at interessekonflikten knyttet til forholdet mellom utstederkunder og investorkunder ikke har vært av en slik art at Foretakets opptreden innebærer brudd på god forretningsskikk.

3.4. Finanstilsynets endelige merknader

Håndtering av interessekonflikter

Finanstilsynets foreløpige vurdering var som nevnt at det ligger en åpenbar iboende interessekonflikt i Foretakets virksomhet. Foretaket anfører imidlertid at det ikke oppstår noen interessekonflikt når det ikke ytes investeringsrådgivning i tilknytning til Foretakets plassering av emisjoner. Finanstilsynet deler ikke Foretakets syn på dette og vil påpeke at en iboende interessekonflikt foreligger ved all ytelse av investeringstjenesten plassering av emisjoner, siden slik virksomhet involverer to kundegrupper – utstederkunder og investorkunder – som ikke nødvendigvis har sammenfallende interesser.

Hvor sterkt denne interessekonflikten gjør seg gjeldende, kan imidlertid variere. I Foretakets tilfelle forsterkes konflikten av at Foretaket, i motsetning til større og mer diversifiserte meglerhus, ikke tilbyr sine investorkunder andre tjenester og produkter som kan generere inntekter for Foretaket, som alternativ til honorarer fra utstederkunder for gjennomførte plasseringsoppdrag. For å generere inntekter fra sin investeringstjenestevirksomhet er Foretaket dermed helt avhengig av å få investorkundene til å investere i de emisjonene Foretaket plasserer på vegne av utstederkundene. Som nevnt i Varselet må Foretaket følgelig anses å ha et klart interessefellesskap med utstederkundene. Dette gjelder uavhengig av om Foretaket driver ren plassering eller i tillegg yter investeringsrådgivning til investorkundene.

Videre la Finanstilsynet i Varselet til grunn at Foretaket har tilbudt et smalt investeringsprodukt (investeringer i unoterte selskaper i tidlig fase), hvor interessen i markedet for å investere gjennomgående er lav, mens etterspørselen etter kapital fra utstederkunder er høy. Flertallet av Foretakets investorkunder

er klassifisert som ikke-profesjonelle, og det var Finanstilsynets inntrykk at flere av disse ikke synes å ha særlig kunnskap og erfaring med slike investeringer. Finanstilsynet la til grunn at disse forholdene skjerper kravet til aktsomhet fra Foretaket med hensyn til å håndtere den underliggende interessekonflikten. Finanstilsynet opprettholder denne vurderingen og vil bemerke at også dette er forhold som gjør seg gjeldende uavhengig av om Foretaket yter investeringsrådgivning til investorkundene.

Som det fremgår av punkt 5.4 under, opprettholder i tillegg Finanstilsynet sin foreløpige vurdering av at det er kravene som stilles ved ytelse av tjenesten investeringsrådgivning som må legges til grunn ved vurderingen av Foretakets opptreden overfor investorkundene. Dette innebærer en ytterligere skjerpelse av Foretakets omsorgsforpliktelser overfor sine investorkunder, noe som medfører at håndteringen av interessekonflikten (herunder det nevnte interessefellesskapet med utstederkundene) blir både vanskeligere og viktigere.

Ivaretagelse av investorkundenes interesser

Foretaket anfører at det ikke har brutt kravet til god forretningsskikk i de salgsfremstøt som er gjort overfor investorene, tatt i betraktning Foretakets vurdering om at det ikke er ytet investeringsrådgivning til kundene i disse sammenhengene.

Selv om man skulle legge til grunn Foretakets syn om at det ikke er ytet investeringsrådgivning, er Finanstilsynet ikke enig med Foretaket i at dets opptreden overfor investorkundene har vært i samsvar med god forretningsskikk. Uavhengig av type investeringstjeneste har Foretaket en generell forpliktelse til å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte. Denne omsorgsforpliktelsens nærmere innhold må fastlegges basert på de konkrete omstendigheter. I foreliggende sak er det snakk om salg til hovedsakelig ikke-profesjonelle kunder av smale investeringsprodukter med høy risiko, på Foretakets initiativ (ofte med utgangspunkt i "cold calls" til potensielle kunder). Finanstilsynet legger til grunn at disse omstendighetene fordrer en svært høy grad av forsiktighet i kundekommunikasjonen, uavhengig av om det også ytes investeringsrådgivning til den enkelte kunde. Finanstilsynets vurdering, basert på gjennomlytting av en rekke kundesamtaler, er at Foretakets kommunikasjon ikke bærer preg av slik forsiktighet. Som beskrevet og eksemplifisert i Varselet har rådgiverne tvert imot drevet med pågående innsalg. Blant annet har Finanstilsynet observert flere tilfeller hvor rådgiver ignorerer at kunden sier han ikke har midler å investere, og fortsetter etter slike uttalelser fra kunden med å presentere og anbefale investerings-caset.

Finanstilsynet har som nevnt konkludert med at det er kravene som stilles ved ytelse av tjenesten investeringsrådgivning som må legges til grunn ved vurderingen av Foretakets opptreden overfor investorkundene, jf. punkt 5.4 under. Dette innebærer en ytterligere skjerpelse av Foretakets omsorgsforpliktelser overfor sine investorkunder, særlig i form av det spesifikke kravet om å foreta egnethetsvurdering. Foretakets overholdelse av sistnevnte krav er nærmere drøftet i punkt 4 under.

Finanstilsynets endelige konklusjon

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har identifisert eller håndtert den grunnleggende interessekonflikten mellom Foretaket og Foretakets utstederkunder på den ene siden og Foretakets investorkunder på den andre siden, jf. vphl. §§ 9-11 (1) nr. 2 og 10-10 (1). Foretaket har i denne forbindelse blant annet unnlatt å vurdere om det har økonomiske eller andre grunner til å prioritere utstederkundenes interesser foran investorkundenes interesser, jf. vpf. § 9-23 bokstav c. I forlengelsen av at Foretaket ikke har identifisert denne interessekonflikten, har det heller ikke hatt retningslinjer som beskriver den, jf. vpf. § 9-24 (1) og (2). Den aktuelle interessekonflikten knytter seg til hoveddelen av Foretakets virksomhet, som består i å tilrettelegge (corporate finance-avdelingen) og plassere (corporate sales-avdelingen) emisjoner, og Finanstilsynet ser alvorlig på at Foretaket ikke synes å ha vært bevisst denne helt grunnleggende interessekonflikten i Foretakets virksomhet.

Videre mener Finanstilsynet at Foretaket har hatt et ensidig fokus på salg av emisjoner på vegne av utstederkunder og en pågående opptreden i denne forbindelse overfor investorkunder. Finanstilsynets konklusjon er at Foretaket med dette i flere tilfeller har brutt verdipapirhandelovens krav til god forretningsskikk, ved at det ikke har påsett at investorkundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Finanstilsynet anser det som skjerpene at dette har foregått i tilknytning til produkter med høy risiko. Uttalelser fra Foretakets rådgivere (som gjengitt i Varselet) om at sentrale dokumenter som kundeavtale og kundeprofilskjema for investorkundene kun skal fylles ut fordi det er påkrevet fra Finanstilsynet, og at dette kan gjøres i etterkant, styrker inntrykket av at Foretaket ikke har hatt tilstrekkelig fokus på å ivareta investorkundenes interesser.

4. God forretningsskikk – Kundetesting

4.1. Rettslig utgangspunkt

Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at verdipapirforetak, avhengig av hvilken investeringstjeneste som ytes, plikter å gjennomføre enten en egnethetsvurdering eller en hensiktsmessighetsvurdering. Ved ytelse av investeringstjeneste 4 (aktiv forvaltning) eller 5 (investeringsrådgivning) skal foretaket gjennomføre en egnethetsvurdering, hvor det for ikke-profesjonelle kunder skal innhentes opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, kundens finansielle situasjon og kundens investeringsmål, jf. vphl. § 10-11 (4). Ved ytelse av andre investeringstjenester skal verdipapirforetak foreta en hensiktsmessighetsvurdering, hvor det for ikke-profesjonelle kunder skal innhentes opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, jf. vphl. § 10-11 (5).

Både ved en egnethetsvurdering og ved en hensiktsmessighetsvurdering skal foretaket altså innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Opplysningene som hentes inn, skal gi grunnlag for å ta stilling til om kunden har nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå den aktuelle risikoen, jf. vpf. §§ 10-16 (1) bokstav c og 10-17, og skal så langt det er relevant 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, jf. vpf. § 10-18 (1).

4.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Som beskrevet i punkt 3.2 over, var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har håndtert den krevende forretningsmodellen det har lagt opp til på en tilfredsstillende måte, ved ikke å sikre en balansert ivaretagelse av henholdsvis utstederkundenes og investorkundenes interesser. Som nevnt fremsto det for Finanstilsynet som at fokus gjennomgående har vært på plassering og salg på vegne av utstederkundene fremfor forsvarlig investeringsrådgivning overfor investorkundene. I forlengelsen av dette ser Foretaket heller ikke ut til, som beskrevet i det følgende, å ha gjennomført reelle egnethetsvurderinger (eller hensiktsmessighetsvurderinger) knyttet til det snevre spekter av investeringsprodukter Foretaket faktisk tilbyr (aksjer og obligasjoner i unoterte tidligfase selskaper).

Vurdering av kundens kunnskap og erfaring

Med det snevre og spesielle produktspekteret Foretaket tilbyr blir det særlig viktig at Foretaket foretar en grundig vurdering av kundens kunnskap om og erfaring med slike produkter. Dette er vurderinger Foretaket må gjøre uansett hvilken investeringstjeneste som ytes, altså uavhengig av om det skal gjennomføres en egnethetstest eller en hensiktsmessighetstest.

Finanstilsynet har som nevnt gjennomgått kundedokumentasjon for 33 av Foretakets investorkunder, som blant annet omfatter ulike versjoner av de skjemaene Foretaket har benyttet for kundetesting.

Finanstilsynet trakk i Varselet frem en lang rekke konkrete eksempler og kommentarer knyttet til disse skjemaene, som etter Finanstilsynets vurdering demonstrerte grunnleggende svakheter ved Foretakets vurderinger av kundenes kunnskap og erfaring. Med det snevre spekteret av spesialiserte investeringsprodukter med høy risiko – bestående av aksjer og i mindre grad obligasjoner i unoterte tidligfase selskaper, typisk uten en verifisert kommersiell forretningsmodell – må Foretaket være spesielt aktsom i sin vurdering av kundens kunnskap og erfaring. Basert på den gjennomgåtte dokumentasjonen som beskrevet i Varselet, kunne ikke Finanstilsynet se at Foretaket har tatt de nødvendige skritt for å forsikre seg om at kunden virkelig er i stand til å forstå risikoen knyttet til slike investeringer. Foretaket ser ikke ut til å ha stilt konkrete spørsmål hverken om kundens kunnskap om, eller om kundens erfaring med, direkteinvesteringer i henholdsvis aksjer og obligasjoner i unoterte tidligfase bedrifter – investeringer som utvilsomt har høyere risiko enn tilsvarende investeringer i modne børsnoterte selskaper. De spesifiserte produktkategoriene i de gjennomgåtte skjemaene, med vide kategorier som blant annet "aksjer" og "obligasjoner", var etter Finanstilsynets vurdering for generelle til å kunne danne et meningsfullt grunnlag for å foreta de påkrevde vurderingene. Det er riktignok lagt inn åpne kommentarfelt i de ulike skjemaene, men det fremgår ikke i Foretakets instruksamling hva det som et minimum bør legges inn av informasjon her. Informasjonsverdien i disse feltene i de eksemplene Finanstilsynet har gjennomgått, er da også høyst variabel. Det er som nevnt Finanstilsynets inntrykk, basert på gjennomgåtte kundesamtaler, at Foretaket har flere investorkunder som ikke synes å ha særlig kunnskap om eller erfaring med investeringer i unoterte tidligfase selskaper.

Øvrige avdekkede svakheter

Finanstilsynet bemerket i Varselet at selv om Foretakets salgsavdeling ser ut til å ha vært mer opptatt av salg enn av rådgivning, så har Foretaket som nevnt – i tråd med sin uttalte intensjon under det stedlige tilsynet – gitt sine investorkunder en berettiget forventning om at det vil ytes investeringsrådgivning. Det er således kravene som stilles ved ytelse av denne investeringstjenesten, herunder kravet til egnethetsvurdering, som i utgangspunktet må legges til grunn ved vurdering av Foretakets kundetesting. En forutsetning for at Foretaket skal være i stand til å foreta en egnethetsvurdering av kundene er at det er innhentet tilstrekkelig informasjon om kunden før det ytes investeringsrådgivning. Finanstilsynet har over kommentert Foretakets mangelfulle innhenting og vurdering av de kundeopplysninger som uansett investeringstjeneste må innhentes som et minimum, nemlig kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Finanstilsynet påpekte i tillegg en rekke mangler og svakheter ved Foretakets gjennomføring av egnethetsvurdering av de 33 utvalgte investorkundene. Disse omfattet blant annet:

- For 15 av de 33 kundene har Foretaket ikke fremlagt kundeskjema og synes dermed ikke å ha hatt grunnlag for å gjennomføre egnethetsvurdering før det har ytet investeringsrådgivning
- I flere andre tilfeller er påkrevde kundeopplysninger for å gjennomføre egnethetsvurdering først innhentet i etterkant av at investorkunden har tegnet seg i et prosjekt
- Skjemaet som Foretaket benytter til egnethetsvurdering for eksisterende kunder ved hver etterfølgende investering, er ikke fremlagt for 30 av 88 investeringer undersøkt av Finanstilsynet
- For enkelte av de utvalgte kundene er fremlagt kundeprofilskjema datert flere år før kunden gjennomførte en eller flere investeringer i den undersøkte perioden. Finanstilsynet bemerket at det i slike tilfeller er en stor risiko for at de opprinnelig innhentede kundeopplysningene er utdaterte og dermed ikke kan danne tilfredsstillende grunnlag for egnethetsvurdering
- I skjemaene stilles det flere spørsmål knyttet til kundens risikovillighet, som summeres opp til en "Risikoklasse" inndelt i "Lav", "Moderat" og "Høy". I seks av de mottatte skjemaene er kunden registrert med risikoklasse "Moderat", mens fem er registrert i skjæringspunktet mellom "Moderat" og "Høy". Finanstilsynet stilte spørsmål ved at kunder med moderat risikovillighet er anbefalt høyrisiko-produkter

- Finanstilsynet kommenterte at for flere av kundene med relativt oppdaterte opplysninger ser samlet investert beløp i Foretakets produkter ut til å utgjøre en uforholdsmessig stor andel av kundens oppgitte likvide midler

Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det var basert på det ovennevnte Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket har brutt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk, ved at det har ytet investeringsrådgivning fra salgsavdelingen uten å foreta lovpålagt egnethetsvurdering. Finanstilsynet påpekte at Foretaket heller ikke har tilfredsstilt de mindre omfattende kravene til hensiktsmessighetsvurdering.

4.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket anfører i Tilsvaret at det ikke har ytet investeringsrådgivning til de aktuelle kundene, og at det ikke kan legges til grunn at Foretakets virksomhet skal oppfylle kravene som gjelder til investeringsrådgivning (Foretakets nærmere argumentasjon rundt dette er gjengitt i punkt 5.3 under).

Foretaket bemerker at kundeskjemaene har sin opprinnelse før 2012, da Foretakets tjenestespekter var begrenset til ordreformidling og investeringsrådgivning. Foretaket erkjenner at skjemaene bærer preg av dette, og at de samlet sett ikke er passende for oppfyllelse av Foretakets forpliktelser med hensyn til Foretakets nåværende virksomhet. Etter Foretakets vurdering har skjemaene som har vært brukt, generelt vært egnet til å innhente de opplysningene som kreves for å gjennomføre en hensiktsmessighetstest, som påkrevet ved ytelse av investeringstjenesten plassering, hvor Foretaket er forpliktet til å innhente informasjon om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde.

Foretaket erkjenner at det har vært feil og mangler knyttet til dokumentasjon av innhenting av informasjon om kunden og gjennomføring av hensiktsmessighetstest. Foretaket anser likevel at det som den klare hovedregel har god innsikt i den enkelte investorkundes kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde.

4.4. Finanstilsynets endelige merknader

Foretakets hovedanførsel er som nevnt at det ikke kan legges til grunn at Foretakets virksomhet skal oppfylle kravene som gjelder til investeringsrådgivning. Finanstilsynet vil imidlertid understreke at de fleste av observasjonene og vurderingene i Varselet knyttet til kundetesting gjelder uavhengig av om det er en egnethetstest eller en hensiktsmessighetstest som skal gjennomføres.

Dette gjelder for det første samtlige av Finanstilsynets observasjoner og vurderinger under overskriften "*Vurdering av kundens kunnskap og erfaring*", da kravene som stilles til dette, er sammenfallende for de to typene kundetester, jf. punkt 4.1 over. Foretaket kommenterer dette kort med anførsler som at "*skjemaene som har vært brukt, generelt [har] vært egnet til å innhente de opplysningene som kreves for å gjennomføre en hensiktsmessighetstest*" og at Foretaket "*som den klare hovedregel har god innsikt i den enkelte investorkundes kunnskap og erfaring*". Finanstilsynet kan imidlertid ikke se at disse helt generelle anførselene på noen måte er underbygget, og registrerer at Foretaket har valgt ikke å imøtegå eller på annen måte kommentere noen av Finanstilsynets mange konkrete observasjoner og vurderinger i Varselet knyttet til dette.

For det annet gjelder det de av observasjonene og vurderingene under overskriften "*Øvrige avdekkede svakheter*" som knytter seg til mangler ved selve innhenting av kundeopplysninger, noe som umuliggjør gjennomføring av reell og forsvarlig egnethetstest eller hensiktsmessighetstest. Foretaket erkjenner som nevnt i Tilsvaret at det har vært mangler knyttet til dokumentasjon av innhenting av informasjon om kunden og gjennomføring av hensiktsmessighetstest, og synes ikke å imøtegå noen av Finanstilsynets konkrete eksempler knyttet til dette.

Finanstilsynet har som nevnt valgt å trekke spørsmålet knyttet til ytelse av investeringsrådgivning ut som en separat drøftelse, jf. punkt 5 under. Som det fremgår av den drøftelsen, er Finanstilsynets konklusjon at det er kravene som stilles ved ytelse av tjenesten investeringsrådgivning som må legges til grunn ved vurderingen av Foretakets opptreden overfor investorkundene. Dette innebærer blant annet at Foretaket har hatt plikt til å foreta egnethetsvurderinger, noe det også har vært lagt opp til i Foretakets kundeskjemaer. Finanstilsynet opprettholder på dette grunnlag også de foreløpige vurderingene i Varselet som spesifikt knytter seg til gjennomføring av egnethetstest, herunder observasjoner knyttet til kunders risikovillighet og investert beløp.

På grunnlag av dette er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har brutt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk, ved at det har ytet investeringsrådgivning fra salgsavdelingen uten å tilfredsstillere kravene til egnethetsvurdering, jf. vphl. § 10-11 (4). Foretaket har i denne sammenheng heller ikke tilfredsstilt de mindre omfattende kravene til hensiktsmessighetsvurdering, jf. vphl. § 10-11 (5). Finanstilsynet ser alvorlig på dette. Finanstilsynet anser det som skjerpene at investeringene som overtredelsene knytter seg til, er gjort i et snevert spekter av investeringsprodukter med høy risiko. Ved formidling av denne type investeringsprodukter må det stilles strenge krav til et verdipapirforetaks vurdering av egnethet eller hensiktsmessighet, og det blir særlig viktig at foretaket forsikrer seg om at kunden har tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen forbundet med slike produkter.

5. Ytelse av investeringsrådgivning til investorkunder

5.1. Rettslig utgangspunkt

Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter, jf. vphl. § 2-4 (1). De nærmere kjennetegnene ved investeringsrådgivning er omtalt i to dokumenter fra European Securities and Markets Authority (ESMA): "Question & Answers – Understanding the definition of advice under MiFID" (Dokument 10-293) og et parallelt utgitt "Feedback Statement" (Dokument 10-294).¹

5.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Som beskrevet i punkt 2 over kan det i utgangspunktet se ut til at Foretaket vurderer sin virksomhet til hovedsakelig å omfatte investeringstjeneste 6 (plassering) og tilknyttet tjeneste 3 (selskapsrådgivning). Foretaket opplyste imidlertid under det stedlige tilsynet om at Foretakets salgsavdeling gjennomgående yter investeringstjeneste 5 (investeringsrådgivning) til investorkunder i forbindelse med plassering av emisjoner på vegne av Foretakets utstederkunder.

Foretaket har som nevnt opplyst at det ikke tilbyr sine investorkunder andre investeringsprodukter enn Foretakets egne corporate-prosjekter. Dette innebærer at når Foretaket kontakter en potensiell investorkunde, vil det typisk være for å presentere kun ett aktuelt investeringsprodukt, som Foretaket har et pågående tidsbegrenset oppdrag fra en utstederkunde om å selge. Finanstilsynet uttalte i Varselet at det i en slik kontekst fremstår som urealistisk at det i praksis skal kunne ytes reell og forsvarlig investeringsrådgivning til den enkelte investorkunde. Foretaket har videre opplyst om at det primært fokuserer på små og mellomstore unoterte selskaper i tidlig fase. Finanstilsynet antok på generelt grunnlag at en investering i et slikt selskap er egnet for en relativt liten andel av potensielle investorer, og uttalte at dette får Foretakets intensjon om å yte investeringsrådgivning til å fremstå som enda mer illusorisk.

Foretaket benytter skjemaet "Situasjonsbeskrivelse" ved gjennomføring av egnethetsvurdering av investorkunder. Finanstilsynet bemerket i Varselet at det står innledningsvis i dette skjemaet at "Rådgiver

¹ Dokumentene er tilgjengelig på ESMA's hjemmesider; www.esma.europa.eu

skal sette seg inn i kundens økonomiske situasjon og kundens mål for plasseringen, herunder klargjøre kundens risikoprofil og investeringserfaring" og at "Når rådgiver utarbeider et forslag til plassering av finansiell formue, skal dette tilpasses kundens behov på en slik måte at det kan danne grunnlag for kundens beslutning". Etter felter for innhenting av relevant informasjon om kunden har skjemaet et felt kalt "Løsningsforslag/produktvalg", etterfulgt av "Rådgivers begrunnelse for løsningsforslaget". Etter løsningsforslaget, i skjemaets siste avsnitt, gis blant annet følgende informasjon: "Situasjonsbeskrivelsen må ikke oppfattes som noe annet enn vår beste vurdering av din økonomiske situasjon [...] Sammensetningen av vårt porteføljeforslag søker imidlertid å gi en god balanse når det gjelder ditt ønske om god avkastning på den ene side og din vilje til å ta risiko på den annen".

Finanstilsynet påpekte i Varselet at dette skjemaet er utformet i samsvar med Foretakets intensjon om å yte investeringsrådgivning til investorkundene, både med hensyn til informasjonen som gis til kunden, og ved at det i skjemaet innhentes nødvendige kundeopplysninger for å gjennomføre en egnethetsvurdering. Finanstilsynet ga uttrykk for at dette gir Foretakets kunder en berettiget forventning om at de vil motta individuell investeringsrådgivning. Ved vurderingen av Foretakets opptreden overfor investorkundene, er det derfor kravene som stilles ved ytelse av denne tjenesten, som i utgangspunktet må legges til grunn.

5.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket presiserer i Tilsvaret at det markedsfører seg som en tilrettelegger for unoterte selskaper i vekstfasen og at Foretakets forretningsmodell og virksomhet primært er strategisk rådgivning, M&A, tilrettelegging og plassering knyttet til små og mellomstore unoterte selskaper. Foretaket fremholder at det yter investeringsråd i begrenset omfang og påpeker i denne sammenheng at inntektene fra investeringsrådgivning i første halvår 2017 var i underkant av 30 % av Foretakets samlede inntekter. Inntektene allokert til investeringsrådgivning stammer i all hovedsak fra virksomhet knyttet til formidling av andeler i syndikater tilrettelagt av andre aktører.

Foretaket er enig i at det kunne ha vært innført klarere interne regler for å skille mellom Foretakets investeringsrådgivning og tilrettelegging/plassering, og at dette kunne ha vært kommunisert bedre utad til investorkundene.

Etter Foretakets vurdering er det ikke rettslig grunnlag for å trekke slutningen Finanstilsynet gjør om at Foretakets virksomhet skal oppfylle kravene som gjelder til investeringsrådgivning, knyttet til de kundene Varselet gjelder. Verdipapirhandellovens krav til investeringsrådgivning gjelder dersom Foretaket har påtatt seg å yte eller faktisk yter en slik tjeneste. Om Foretaket har ytet investeringsrådgivning, må vurderes konkret i det enkelte tilfelle. Etter Foretakets vurdering har det ikke ytet investeringsrådgivning til de kundene Varselet gjelder.

Foretaket påpeker at det har benyttet samme skjema for innhenting av opplysninger om kunden som grunnlag både for hensiktsmessighetsvurdering og egnethetsvurdering. Foretaket fremholder at det ikke er noe rettslig til hinder for at Foretaket innhenter denne type informasjon på grunnlag av samme skjemaer, og at dette vil være naturlig for et foretak som driver blandet virksomhet, med mindre det er klart ved inngåelsen av kundeforholdet at det ikke vil bli ytet investeringsrådgivning i fremtiden.

Foretaket erkjenner at bruk av ett skjema er egnet til å skape tvil for investorkunden om Foretaket ved den enkelte anledning yter investeringsrådgivning, eller om det tilbyr et produkt som ledd i tilrettelegging. Foretaket fremholder imidlertid at vurderingen av hvilken tjeneste som er ytet, ikke kan gjøres på grunnlag av skjemaene alene, men må sees i sammenheng med kundeavtalene, øvrige dokumenter, hvilke oppgaver de ansatte har gjort for investorkundene, Foretakets markedsføring mv. Foretaket skriver at det kun i begrenset grad driver markedsføring av sin investeringsrådgivningsvirksomhet, og at denne virksomheten blant annet ikke er en del av Foretakets nettsider. Etter Foretakets vurdering har kommunikasjonen med

kundene vært relativt klar med hensyn til Foretakets tjenesteytelse i forbindelse med emisjoner tilrettelagt av Foretaket.

Foretaket presiserer avslutningsvis i Tilsvaret at det ikke har tilbudt de aktuelle kundene å gi råd, og at det ikke har inngått noen avtale om å yte investeringsrådgivning.

5.4. Finanstilsynets endelige merknader

Investeringsrådgivning er som nevnt definert som personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter. En anbefaling anses som personlig dersom den er presentert som egnet eller basert på en vurdering av kundens omstendigheter, jf. kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 52 og ESMAs dokument 10-293 punkt 4. Som det fremgår av punkt 6 i dokument 10-293, skal det tas utgangspunkt i hvordan situasjonen vil oppfattes av en fornuftig observatør ("reasonable observer"). Dette innebærer blant annet at det ikke er noe krav om at den aktuelle rådgiveren som har gitt anbefalingen, rent faktisk har tatt hensyn til kundens omstendigheter eller har ment å gi et råd som er egnet for kunden. Spørsmålet er om det vil fremstå slik for en fornuftig observatør.

Foretaket benytter som nevnt skjemaet "Situasjonsbeskrivelse" for sine investorkunder. Skjemaet innledes med feltet "Hensikt", hvor kunden opplyses om følgende: "*Målet med situasjonsbeskrivelsen er å kartlegge din økonomiske situasjon, finansielle kompetanse og fremtidige økonomiske mål. På grunnlag av den innsamlede informasjonen vil vi komme med en anbefaling til investering.*" I tråd med denne uttalte hensikten er det videre i skjemaet lagt opp til at rådgiver gjennomfører en egnethetstest, som munner ut i et individuelt utarbeidet "løsningsforslag/produktvalg". Skjemaet er nærmere beskrevet i punkt 5.2 over. Slik skjemaet er utformet, finner Finanstilsynet det ikke tvilsomt at anbefalingen som gis i feltet "løsningsforslag/produktvalg" i et ferdig utfylt skjema som et klart utgangspunkt må anses for både å være presentert som egnet og å være basert på en vurdering av kundens omstendigheter. Løsningsforslaget utgjør dermed en personlig anbefaling og følgelig et investeringsråd.

Finanstilsynet finner Foretakets beskrivelse i Tilsvaret av det nevnte skjemaet og hvordan det er benyttet, svært lite treffende. Finanstilsynet er ikke enig med Foretaket i at skjemaet "*er egnet til å skape tvil*" om hvilken investeringstjeneste som ytes. Tvert imot synes skjemaet ikke å etterlate noe rom for tvil om at det dreier seg om tjenesten investeringsrådgivning. Tilsvarende fremstår Foretakets anførsel om at det har benyttet samme skjema som grunnlag for både hensiktsmessighets- og egnethetsvurdering, og at det ikke er "*noe rettslig til hinder*" for dette, som lite relevant, da det aktuelle skjemaet, ved fullt ut å integrere egnethetsvurderingen og selve investeringsrådet (i form av Foretakets løsningsforslag), ikke åpner for at det kun utføres en hensiktsmessighetsvurdering. Finanstilsynet har da heller ikke i sine undersøkelser kommet over eksempler på at rådgiverne har utført rene hensiktsmessighetsvurderinger.

Med ovenstående som utgangspunkt skal det etter Finanstilsynets oppfatning svært mye til at andre faktorer som "*kundeavtalene, øvrige dokumenter, hvilke oppgaver de ansatte har gjort for investorkundene, Foretakets markedsføring mv.*" skal kunne medføre at Foretaket likevel ikke må anses å ha ytet investeringsrådgivning til den aktuelle kunden. Fremlagte kundeavtaler og øvrig kundedokumentasjon bidrar uansett i liten grad til ytterligere klargjøring av dette spørsmålet, og Finanstilsynet kan ikke se at Foretaket har påpekt konkrete forhold som med styrke taler mot at en fornuftig observatør vil oppfatte løsningsforslaget i nevnte skjema som et investeringsråd. Kundeavtalen sier at Foretaket skal "*yte kunden investeringstjenester i henhold til verdipapirforetakets konsesjon*", noe som omfatter blant annet investeringsrådgivning. At Foretaket i sin generelle markedsføring ikke fremhever investeringsrådgivning, må anses lite relevant når den enkelte kunde gis spesifikk informasjon om investeringsrådgivning i nevnte kundeskjema. Når det gjelder "*hvilke oppgaver de ansatte har gjort for investorkundene*", omfatter jo dette nettopp å gjennomføre en egnethetstest som munner ut i et individualisert investeringsråd. Finanstilsynet

er følgelig ikke enig i Foretakets anførsel om at det ikke har tilbudt de aktuelle kundene å gi råd, eller at det ikke har inngått noen avtale om å yte investeringsrådgivning. (Som beskrevet i punkt 6.2 under er det i tegningsblankettene for enkelte av Foretakets corporate-prosjekter på feilaktig rettslig og faktisk grunnlag inntatt en standardformulering om at transaksjonen er utført i medhold av unntaket i vphl. § 10-11 (6) fra kravet om hensiktsmessighetstest. Finanstilsynet finner ikke at en slik standardformulering kan tillegges vekt når Foretaket til tross for formuleringen faktisk gjennomfører en egnethetsvurdering.)

På grunnlag av Foretakets rutine for og intensjon om å benytte nevnte skjema overfor alle sine investorkunder, er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket gjennomgående har ytet tjenesten investeringsrådgivning, og at det følgelig er kravene som stilles ved ytelse av denne tjenesten som må legges til grunn ved vurderingen av Foretakets opptreden overfor investorkundene. Finanstilsynet vil påpeke at når nevnte kundeskjema først er blitt fylt ut for en kunde, vil også etterfølgende anbefalinger i utgangspunktet anses som investeringsrådgivning, jf. ESMA's dokument 10-293 punkt 54 og 57. I tillegg er det Foretakets rutine å benytte skjemaet "Vedlegg til situasjonsbeskrivelse" for etterfølgende investeringer, som også har et innhold som klart indikerer at det dreier seg om investeringsrådgivning, og som også munner ut i et "Løsningsforslag/produktvalg".

Som påpekt i Varselet har Finanstilsynet avdekket en rekke tilfeller av at kundeskjemaer først er blitt fylt ut i etterkant av at en kunde har foretatt en investering. Det kan da stilles spørsmål ved om den aktuelle kunden på investeringstidspunktet hadde en berettiget forventning om å motta investeringsrådgivning. Finanstilsynet finner det ikke nødvendig å gå nærmere inn på dette, da dette er situasjoner som innebærer avvik fra Foretakets rutiner, og som typisk også medfører alvorlige overtredelser av andre bestemmelser, særlig kravet om å gjennomføre hensiktsmessighetstest. Sistnevnte er drøftet nærmere i punkt 4 over.

6. God forretningsskikk – Opplysninger til kunder

6.1. Rettslig utgangspunkt

Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at verdipapirforetak skal gi kunder og potensielle kunder relevante opplysninger i en forståelig form om verdipapirforetaket og de tjenester det yter og om de aktuelle finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, og skal påse at all informasjon gitt til kunder og potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3).

6.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Foretakets opplysninger om egen virksomhet

I Foretakets kundeskjema står det blant annet at *"Sammensetningen av vårt porteføljeforslag søker imidlertid å gi en god balanse når det gjelder ditt ønske om god avkastning på den ene side og din vilje til å ta risiko på den annen. Vi har også gjort deg oppmerksom på at Pioner Kapital AS mottar provisjon i forbindelse med distribusjonsavtaler med ulike produktleverandører og har gitt deg informasjon om at du om ønskelig kan få opplyst nærmere detaljer vedrørende disse provisjonene. Pioner Kapital AS har flere leverandører av finansielle instrumenter og søker til enhver tid å etablere distribusjonsavtaler med de produktleverandører som til enhver tid tilbyr de beste produktene i markedet sett fra kundens ståsted, og uten tanke for Pioner Kapitals forventede distribusjonsgodtgjørelse knyttet til produktet. Pioner kapital AS tilstreber derfor å være mest mulig nøytral m.h.t. anbefalt produktvalg"*.

Finanstilsynet påpekte i Varselet at disse opplysningene ser ut til å passe dårlig med Foretakets faktiske virksomhet. Beskrivelsen gir et feilaktig inntrykk av at Foretaket yter uavhengig investeringsrådgivning basert på et bredt produktspekter, og at Foretaket har distribusjonsavtaler med flere produktleverandører. Foretaket tilbyr som nevnt ikke andre investeringsprodukter enn sine egne corporate-prosjekter, og Foretaket har ikke fremlagt for Finanstilsynet noen avtaler med andre produktleverandører.

Foretakets opplysninger om verdipapirhandellevens unntak fra hensiktsmessighetsvurdering

Finanstilsynet har gjennomgått alt tegningsmaterieell for 12 av Foretakets corporate-prosjekter. I tegningsblankettene for fem av disse prosjektene står det at "*Denne tegningsblanketten har utelukkende som formål utføring/gjennomføring av ordre i emisjonen ("execution only"), jf. verdipapirhandellevens § 10-11 (6), ettersom Tilretteleggeren ikke er i posisjon til å ta stilling til hvorvidt en investering i egenkapitalbevisene er hensiktsmessig for investoren. Tegneren vil dermed ikke nyte godt av beskyttelsen som ligger i relevante bestemmelser i samsvar med verdipapirhandellevens*".

Finanstilsynet påpekte at opplysningene i disse tegningsblankettene indikerer at det ikke gis investeringsråd i tilknytning til den aktuelle plasseringen, og dermed står i direkte motstrid til Foretakets opplysninger gitt i skjemaet "Situasjonsbeskrivelse" (som beskrevet i punkt 5 over). Finanstilsynet bemerket i tillegg at Foretakets plassering av de aktuelle corporate-prosjektene ikke synes å kvalifisere for unntaket i vphl. § 10-11 (6). I tillegg til å være villedende, ser opplysningene i tegningsblanketten dermed ut til å ikke være juridisk holdbare.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Basert på det ovennevnte var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets opplysninger om sin virksomhet i skjemaet "Situasjonsbeskrivelse" og Foretakets opplysninger om unntak fra hensiktsmessighetsvurdering i de aktuelle tegningsblankettene er i strid med verdipapirhandellevens krav til god forretningsskikk.

6.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket erkjenner at opplysninger gitt i ulike dokumenter ikke har vært tilstrekkelig godt kvalitetssikret, og at skjemaene ikke har vært tilstrekkelig gode til å sikre at Foretaket fikk innhentet opplysninger for gjennomføring av hensiktsmessighetstest, og dokumentere dette. Foretaket påpeker i forlengelsen av dette at det for øvrig har vært klar i sin markedsføring og kundekommunikasjon med hensyn til at det ikke ville bli ytet investeringsrådgivning, jf. punkt 5 over.

6.4. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet kan ikke se at Tilsvaret bringer nye momenter, og opprettholder sin vurdering fra Varselet om at Foretaket har overtrådt bestemmelsene i vphl. § 10-11 (2) og (3) knyttet til opplysninger til kunder.

7. Kundekontroll og tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering

7.1. Rettslig utgangspunkt

Det følger av lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering mv. (hvv.) at verdipapirforetak skal foreta kundekontroll blant annet ved kundeetablering og ved transaksjon som gjelder 100 000 kroner eller mer, for kunde som det ikke har et etablert kundeforhold til, jf. §§ 4, 5 og 6. Det skal i tillegg foretas løpende oppfølging etter hvv. § 14, jf. § 5. Omfanget og intensiteten av kundekontroll-tiltakene, og den løpende oppfølgingen, skal tilpasses antatt risiko for transaksjoner med tilknytning til utbytte av straffbare handlinger eller forhold som rammes av straffeloven §§ 131-136a, der risikoen skal vurderes ut fra type kunde, kundeforhold, produkt eller transaksjon, jf. hvv. § 5. I situasjoner som etter sin art innebærer høy risiko skal verdipapirforetaket ut ifra en risikovurdering anvende andre kontrolltiltak i tillegg til de "ordinære" tiltakene som følger av hvv. §§ 5-14, jf. § 15. Verdipapirforetaket skal ha til rådighet egnede kontrolltiltak for å kunne fastslå om kunden er en politisk eksponert person, jf. hvv. § 15. Verdipapirforetaket skal kunne påvise at omfanget av utførte tiltak er tilpasset den aktuelle risiko, jf. hvv. § 5.

Kundekontroll skal etter hvvl. § 9 som hovedregel gjennomføres før etablering av kundeforhold eller utførelse av transaksjon. I henhold til hvvl. § 7 omfatter kundekontrollen (i) navn- og foretaksopplysninger som nevnt i § 8, (ii) bekreftelse av kundens identitet på grunnlag av gyldig legitimasjon, (iii) bekreftelse av identiteten til reelle rettighetshavere på grunnlag av egnede tiltak, og (iv) innhenting av opplysninger om kundeforholdets formål og tilsiktede art. Dersom kunden er en juridisk person, skal identiteten til den som handler på vegne av kunden bekreftes på grunnlag av gyldig legitimasjon, jf. hvvl. § 7. Kopier av fremlagte fysiske legitimasjonsdokumenter skal påføres "rett kopi bekreftes" med signaturen til den personen som har foretatt kundekontrollen samt dato for kontrollen, jf. forskrift om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering mv. § 17.

7.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet redegjorde i Varselet for sin gjennomgåelse av Foretakets kundedokumentasjon for 33 utvalgte kunder. Gjennomgåelsen avdekket mangler ved kundekontrollen hos samtlige kunder, som beskrevet under:

- Foretaket har opplyst om at det ikke har innhentet noen kundedokumentasjon for åtte av de utvalgte kundene (for noen av disse er det i etterkant innhentet og oversendt firmaattest)
- For ytterligere én av foretakskundene er det ikke innhentet firmaattest
- For åtte av kundene er det innhentet legitimasjon (firmaattest/kopi av førerkort) først lang tid etter at det er utført handler og etablert kundeforhold, mens kopi av førerkort for tre av kundene ikke er datert
- For fem av personkundene er ikke kopi av legitimasjon bekreftet eller signert. For ti av foretakskundene er ikke kopi av legitimasjon for firmaets representant bekreftet eller signert
- Identiteten til reelle rettighetshavere er ikke dokumentert for noen av de 19 foretakskundene (for én av kundene ble dette gjort åtte måneder etter gjennomført transaksjon)
- Ikke for noen av de 33 utvalgte kundene er det innhentet opplysninger om kundeforholdets formål og tilsiktede art eller om kunden er en politisk eksponert person. Foretaket har heller ikke for noen av kundene dokumentert at det er foretatt en risikovurdering eller løpende oppfølging av kunden
- Det er heller ikke i noen av de mottatte versjonene av kundeskjemaer lagt opp til å registrere opplysninger om kundeforholdets formål og tilsiktede art eller å dokumentere at det er foretatt en risikovurdering. I flere av versjonene av kundeskjemaer Foretaket benytter, er det heller ikke lagt opp til å registrere om kunden er en politisk eksponert person

Finanstilsynet påpekte i Varselet at gjennomgåelsen har avdekket betydelige svakheter i den dokumentasjonen som innhentes av Foretaket i forbindelse med etablering av kundeforhold. Basert på de ovennevnte funn var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets hvitvaskingskontroll ikke tilfredsstillende etter hvitvaskingsloven med forskrift. De avdekkede manglene representerer også brudd på Foretakets egen hvitvaskingsinstruks.

7.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket erkjenner at det ikke har sørget for en tilstrekkelig god etterlevelse av eksterne og interne krav til tiltak mot hvitvasking og kundekontroll. Foretaket redegjør i Tilsvaret for tiltak det vil iverksette i denne forbindelse.

7.4. Finanstilsynets endelige merknader

Foretakets hvitvaskingskontroll tilfredsstillende etter hvitvaskingsloven med forskrift. De avdekkede manglene representerer også brudd på Foretakets egen hvitvaskingsinstruks.

De påpekte forholdene vitner etter Finanstilsynets syn om alvorlige mangler ved Foretakets hvitvaskingskontroll, samt manglende bevissthet og prioritering av dette kontrollarbeidet fra Foretakets side. Finanstilsynet finner Foretakets mangelfulle hvitvaskingskontroller kritikkverdige og vil i denne sammenheng påpeke at en dokumentert risikovurdering er helt avgjørende for de videre vurderingene som skal gjøres i henhold til loven, herunder vurderingen av om det er nødvendig med forsterkede kontrolltiltak og løpende oppfølging.

8. Tilrettelegging og plassering av emisjon

8.1. 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). Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at verdipapirforetak skal gi kunder og potensielle kunder relevante opplysninger i en forståelig form om de aktuelle finansielle instrumenter, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko, og påse at all informasjon til kunder er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3). Informasjon rettet mot verdipapirforetakets eksisterende eller potensielle kunder skal ikke fremheve potensielle fordeler med en investeringstjeneste eller et finansielt instrument uten også å gi balansert informasjon om relevant risiko, jf. vpf. § 10-9 (1) bokstav b.

8.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet har gjennomgått den skriftlige dokumentasjonen knyttet til flere av Foretakets emisjonsoppdrag. På grunn av de nærmere omstendigheter rundt ett av disse oppdragene, valgte Finanstilsynet å gjøre nærmere undersøkelser, og drøftet derfor dette oppdraget særskilt i Varselet.

Foretaket har hatt en løpende mandatavtale med den aktuelle utstederkunden (Oppdragsgiver) og har bistått Oppdragsgiver med tilrettelegging og plassering av flere emisjoner samt annen selskapsrådgivning. En tid etter at Foretaket hadde bistått Oppdragsgiver med en egenkapitalemisjon, kom Oppdragsgiver i en situasjon hvor selskapet var avhengig av å styrke egenkapitalen og likviditeten, og Foretaket bisto på bakgrunn av dette Oppdragsgiver med tilrettelegging og plassering av ytterligere en egenkapitalemisjon (Emisjonen).

Finanstilsynet har gjennomgått diverse skriftlig dokumentasjon knyttet til Emisjonen og Oppdragsgiver, herunder en investorpresentasjon (Presentasjonen) utarbeidet av Foretaket og Oppdragsgiver, som ble benyttet i forbindelse med Emisjonen. Finanstilsynet har videre lyttet til et betydelig antall telefonsamtaler mellom Foretakets rådgivere og eksisterende eller potensielle investorkunder i forbindelse med plasseringen av Emisjonen. Finanstilsynet pekte i Varselet på en rekke forhold som etter Finanstilsynets foreløpige vurdering indikerte at Foretaket ikke har håndtert tilretteleggingen og plasseringen av Emisjonen på en tilfredsstillende måte.

Informasjon til potensielle investorer

Finanstilsynet ga i Varselet en detaljert gjennomgåelse av en rekke konkrete observasjoner som etter Finanstilsynets foreløpige vurdering innebar at Foretakets rådgivere hadde gitt ufullstendig og villedende informasjon til potensielle investorer. Finanstilsynet fant blant annet at Foretaket har gitt ufullstendige opplysninger om årsaken til Oppdragsgivers likviditetsproblemer og i enkelte tilfeller villedende opplysninger om årsaken til Emisjonen og om planlagt børsnotering. Videre har Foretaket etter Finanstilsynets foreløpige vurdering gitt lite balanserte og villedende opplysninger om risikoen ved å investere i Emisjonen, ved at Foretakets rådgivere i mange telefonsamtaler (i) har bagatellisert eller avskrevet risikoen knyttet til pågående og kritiske omlegninger i Oppdragsgivers virksomhet og fremstilt det

som at den aktuelle endringsprosessen nå er fullført og endringene implementert uten gjenstående problemer – uten at det har vært grunnlag for en slik fremstilling – og (ii) har fokusert ensidig på mulig gevinst med relativt pågående argumentasjon om at Oppdragsgivers aksjer nå er på "billigsalg" med den lave emisjonskursen, og at det "lønner seg" å tegne så mye som mulig for å "snitte ned kursen" så mye som mulig. Basert på denne gjennomgåelsen var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket i denne saken ikke har gitt korrekte og fullstendige opplysninger til kunder og potensielle kunder.

Foretakets undersøkelsesplikt

Finanstilsynet uttalte i Varselet at investeringstjenestens plassering av emisjoner innebærer utøvelsen av en mellommannsfunksjon mellom emisjonsutsteder og investor, primært i form av formidling av tilbud om tegning til potensielle investorer på vegne av utsteder. Finanstilsynet la til grunn at når et verdipapirforetak inntar en slik mellommannsrolle, har de potensielle investorene en berettiget forventning om at foretaket – gjennom grundige og selvstendige undersøkelser av utstederselskapet – kvalitetssikrer informasjonen som inngår i tilbudet det har påtatt seg å formidle. Undersøkelsene må ta utgangspunkt i forsvarlige risiko- og vesentlighetsvurderinger av potensielle feil og mangler i informasjonsgrunnlaget, og undersøkelsesplikten vil skjerpes dersom det er forhold ved emisjonen, utstederselskapet eller tegningsmaterialet som indikerer at det bør foretas nærmere undersøkelser. Rekkevidden av undersøkelsesplikten vil avhenge av faktorer ved den enkelte emisjon, som blant annet investorenes profesjonalitet og forutgående innsikt i utstederselskapet. Selv om et verdipapirforetaks undersøkelsesplikt til en viss grad kan modifiseres gjennom relevant informasjon til potensielle investorer om begrensninger i foretakets mandat, følger det av god forretningsskikk at plikten ikke kan fraskrives. Undersøkelsesplikten løper gjennom hele emisjonsprosessen og gjelder for verdipapirforetak som plasserer emisjonen, uavhengig av om det også har deltatt i utarbeidelsen av tegningsmaterialet.

Basert på en konkret og detaljert gjennomgang gjengitt i Varselet var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket i forbindelse med og i etterkant av ferdigstillingen av Presentasjonen ikke hadde gjort tilstrekkelige selvstendige undersøkelser og verifisering av opplysninger om Oppdragsgivers driftsmessige og regnskapsmessige situasjon gitt til potensielle investorer i Emisjonen. Finanstilsynet la til grunn at Foretaket ikke hadde innhentet ytterligere opplysninger om Oppdragsgivers driftsmessige eller finansielle utvikling etter at Presentasjonen ble ferdigstilt i begynnelsen av tegningsperioden, til tross for at Oppdragsgiver da befant seg i en svært kritisk driftsmessig fase. Slik forholdene rundt Oppdragsgivers situasjon lå an, med de usikkerhetsmomentene som Foretaket må ha forstått forelå, var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket hadde plikt til å sørge for verifiserte statusoppdateringer på Oppdragsgivers driftsmessige og regnskapsmessige situasjon på løpende basis gjennom hele emisjonsperioden.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets håndtering av tilretteleggingen og plasseringen av Emisjonen har vært i strid med verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk.

8.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det oppfatter Finanstilsynets kritikk som å rette seg mot Foretakets oppfyllelse av tilretteleggers undersøkelsesplikt og Foretakets oppfyllelse av sin opplysningsplikt overfor investorkunder. Foretaket forklarer videre at det velger å behandle spørsmålene i motsatt rekkefølge av hva som er gjort i Varselet, fordi undersøkelsesplikten er bestemmende for opplysningsplikten.

Foretakets undersøkelsesplikt

Foretaket medgir at det ved tilrettelegging har en undersøkelsesplikt knyttet til utstederselskapet, men fremholder at de nærmere grensene for denne plikten foreløpig er uavklart. Foretaket påpeker videre at

det overfor markedet og investorene har tilkjennegitt at Foretakets undersøkelser har vært begrenset, og at ingen undersøkelser av Oppdragsgiver (due diligence) har vært gjennomført av tredjepart. Foretaket har videre tilkjennegitt at det er høy risiko. Opplysningene inntatt i Presentasjonen og videreformidlet av Foretaket var basert på en rekke samtaler med ledelsen i Oppdragsgiver. Oppdragsgivers styre innesto for at informasjonen i Presentasjonen var korrekt.

Foretaket påpeker at undersøkelsesplikten er avgrenset i tid, og at kravet til god forretningsskikk og Foretakets forpliktelser overfor utstederkunden og investorkundene gjelder fra oppdraget er inngått til oppdraget er utført. Foretaket opplyser videre om at det aktuelle oppdraget ble avsluttet da klientmidlene (emisjonsprovenyet) ble overført til Oppdragsgiver. Foretaket fremholder at Finanstilsynet har tatt utgangspunkt i en rekke forhold som ligger senere i tid enn dette, og at det derfor ikke kan hevdes at Foretaket har noen undersøkelsesplikt eller opplysningsplikt om disse forhold. Foretaket påpeker blant annet at Finanstilsynet har tatt utgangspunkt i perioderegnskaper som først var tilgjengelig i ettertid, og fremholder at for å avdekke forholdene Finanstilsynet peker på, ville Foretaket måtte ha foretatt en grundig undersøkelse av Oppdragsgivers bokføringsmateriale, noe som er høyst uvanlig.

Foretaket anfører at det ikke er rettslig grunnlag for å hevde at det foreligger noen plikt for en tilrettelegger til å sørge for verifiserte statusoppdateringer på selskapets driftsmessige og regnskapsmessige situasjon på løpende basis gjennom tegningsperioden.

Foretaket er enig i at det ville ha oppstått en ad hoc opplysningsplikt for Foretaket dersom tegningsperioden hadde vært lenger og Foretaket hadde fått kjennskap til de aktuelle opplysningene, eller indikasjoner på de underliggende forhold hadde vært synbare for Foretaket. Dette var imidlertid ikke tilfelle i denne saken.

Foretaket konkluderer med at det ikke har overtrådt undersøkelsesplikten i forbindelse med tilretteleggingen og plasseringen av Emisjonen.

Informasjon til potensielle investorer

Foretaket har en rekke innvendinger til Finanstilsynets observasjoner, som etter Finanstilsynets foreløpige vurdering tilsa at Foretakets rådgivere hadde gitt ufullstendig og villedende informasjon til potensielle investorer.

En gjennomgående anførsel er at medarbeidernes fremstilling på telefon (som Foretaket medgir i mange tilfeller har vært unyansert) må ses i sammenheng med fremstillingen i den skriftlige Presentasjonen, hvor risikoforhold var beskrevet på en mer adekvat og fullstendig måte. Alle potensielle investorer har før tegning mottatt Presentasjonen og er blitt bedt om å sette seg inn i den. Det er ikke naturlig å gjengi store deler av det skriftlige materialet i telefonsamtaler, som skal være mer rettede og korte. På denne bakgrunn anser Foretaket at potensielle investorkunder samlet sett har mottatt et forsvarlig vurderingsgrunnlag.

Videre anfører Foretaket at Finanstilsynet i to tilfeller har lagt til grunn for sin vurdering opplysninger som fremkommer i dokumenter som er produsert etter Emisjonen, og som Foretaket følgelig ikke hadde tilgang til på det aktuelle tidspunkt. For det første tilfellet påpeker Foretaket at Finanstilsynet viser til en styreprotokoll fra et styremøte som ble avholdt to måneder etter emisjonsperiodens slutt. For det andre tilfellet påpeker Foretaket at dette dreier seg om en endringsprosess som var pågående under emisjonsperioden, og at erfaringene fra denne naturlig nok ikke kunne ha vært trukket på det tidspunktet.

Foretakets konklusjon

Foretaket erkjenner at enkelte medarbeidere muntlig har uttrykt seg på en unyansert måte, og at de i visse tilfeller har fremhevet positive momenter til fortrensel for en mer balansert fremstilling av opplysningene. Foretaket fremholder imidlertid at Finanstilsynet har lagt vekt på flere omstendigheter som ble kjent etter at emisjonsperioden var omme, og at dette har påvirket Finanstilsynets oppfatning av om informasjonen

som er gitt til potensielle investorkunder, både i investorpresentasjonen og muntlig, er korrekt eller fullstendig. Samlet er det Foretakets vurdering at tilretteleggingen og plasseringen av Emisjonen ikke har vært i strid med god forretningsskikk. Foretaket trekker i denne sammenheng også frem at de aller fleste investorkunder som tegnet seg i Emisjonen, var eksisterende aksjonærer i Oppdragsgiver, og at tegning for disse hadde et betydelig trekk av verdisikring.

8.4. Finanstilsynets endelige merknader

I Tilsvaret har Foretaket som nevnt valgt å behandle spørsmålet om undersøkelsesplikt først. Dette er begrunnet med at "*Foretakets undersøkelsesplikt er bestemmende for dets opplysningsplikt*". Finanstilsynet finner ikke begrunnelsen treffende i dette tilfellet. Avsnittet om opplysningsplikten fokuserte på mangler ved fremstillingen av informasjon Foretaket faktisk besatt (hvor undersøkelsesplikten dermed ikke var relevant for opplysningspliktens innhold), mens avsnittet om undersøkelsesplikten fokuserte på i hvilken utstrekning Foretaket i tillegg hadde plikt til å forsøke å fremskaffe ytterligere informasjon for å bekrefte, avkrefte eller utfylle den informasjonen Foretaket allerede besatt. De to drøftelsene var dermed bevisst lagt opp slik at de var uavhengig av hverandre.

Informasjon til potensielle investorer

Foretakets hovedanførsel på dette punktet synes som nevnt å være at til tross for at enkelte av Foretakets medarbeidere har vært "*unyanserte*" i sin muntlige fremstilling av ulike aspekter knyttet til Emisjonen og Oppdragsgivers situasjon, har potensielle investorer "*samlet sett [...] mottatt et forsvarlig vurderingsgrunnlag*".

Selv om Presentasjonen har enkelte svakheter, er Finanstilsynet ikke uenig i at den isolert vurdert kan sies å ha utgjort et forsvarlig vurderingsgrunnlag for investorer, holdt opp mot den informasjonen Foretaket faktisk besatt da den ble utarbeidet (Foretakets plikt til å gjøre nærmere undersøkelser er som nevnt drøftet separat nedenfor). Finanstilsynet har imidlertid i Varselet gitt en rekke eksempler på at Foretakets rådgivere har gitt informasjon som ikke bare er unyansert, men også ufullstendig, villedende og lite balansert. Foretaket påpeker at det ved en muntlig fremstilling ikke vil være naturlig å gjengi store deler av det skriftlige materialet. Finanstilsynet er ikke uenig i dette, men det forutsetter at de opplysningene man da faktisk velger å gjengi, må være korrekte, rimelig balanserte og ikke villedende, noe de ikke var i de tilfellene Finanstilsynet har påpekt i Varselet.

Finanstilsynet vil presisere at opplysninger gitt til kunder og potensielle kunder må være korrekte og balanserte innenfor enhver benyttet kommunikasjonskanal. Finanstilsynet deler følgelig ikke Foretakets oppfatning om at korrekt skriftlig informasjon nødvendigvis kan anses å "rette opp" mangler i muntlig kommunikasjon, særlig når den skriftlige informasjonen ikke er gitt til investorene i en sammenheng som tilsier at den er ment å utgjøre noen slik "rettelse". Videre vil Finanstilsynet påpeke at Foretaket har en forretningsmodell hvor selve "innsalget" overfor kundene typisk skjer på telefon, ofte på en forholdsvis pågående måte og over flere samtaler, og det ikke sjelden fremstår som at kunden fatter sin endelige investeringsbeslutning i løpet av samtalene. Det er under slike omstendigheter ekstra viktig at den telefoniske kommunikasjonen tilfredsstillende opplever verdipapirhandellovens krav, også når den vurderes isolert fra skriftlig materiale gitt til investoren.

Når det gjelder Foretakets anførsel om at Finanstilsynet i sin vurdering har lagt til grunn opplysninger som fremkommer i dokumenter som er produsert etter emisjonen, er Finanstilsynet ikke enig i at slike dokumenter har hatt noen vesentlig plass i Finanstilsynets drøftelse. For det første tilfellet viste Finanstilsynet i Varselet til to styreprotokoller hvor dette var tema, én fra et styremøte avholdt før emisjonsperioden startet og én fra et styremøte avholdt etter emisjonsperiodens slutt. Informasjonen var således kjent for Foretaket i forkant av emisjonsperioden, og dette er da også opplyst om i Presentasjonen. For det andre tilfellet har Finanstilsynet vist til opplysninger i etterfølgende dokumenter for å kaste

ytterligere lys over hvordan forholdene faktisk lå an på emisjonstidspunktet, men ved selve vurderingen av om opplysningsplikten er overholdt, har Finanstilsynet lagt til grunn informasjonen som Foretaket faktisk besatt på emisjonstidspunktet. Dette understrekes av at Finanstilsynets kritikk i all hovedsak ikke er rettet mot innholdet i den skriftlige Presentasjonen, men mot rådgivernes muntlige kommunikasjon, særlig der denne avviker fra Presentasjonen. Foretaket påpeker som nevnt at endringsprosessen som det andre tilfellet dreier seg om, var pågående under emisjonsperioden og at erfaringene fra denne naturlig nok ikke kunne ha vært trukket på det tidspunktet. Denne påpekningen synes å underbygge deler av Finanstilsynets kritikk i Varselet, som nettopp går på at Foretakets rådgivere, i samtaler med potensielle investorer under emisjonsperioden, har fremstilt det som at den aktuelle endringsprosessen allerede var avsluttet, og at det ikke lenger var noen risiko knyttet til den, uten at det har vært grunnlag for en slik fremstilling.

Finanstilsynet opprettholder etter dette sin foreløpige konklusjon om at Foretakets rådgivere har gitt ufullstendig og villedende informasjon til potensielle investorer.

Foretakets undersøkelsesplikt

Temaet for denne delen av Finanstilsynets drøftelse i Varselet var Foretakets undersøkelsesplikt, det vil si plikten til aktivt å forsøke å fremskaffe ytterligere opplysninger for å bekrefte, avkrefte eller utfylle den informasjonen Foretaket faktisk besitter og som er blitt videreformidlet til potensielle investorer. Det sentrale spørsmålet var rekkevidden av denne plikten, altså spørsmålet om hvor langt Foretaket er pålagt å gå i slike forsøk på å fremskaffe ytterligere opplysninger. Finanstilsynets generelle uttalelser i Varselet om dette spørsmålet er gjengitt i punkt 8.2 over, hvor det blant annet fremgår at undersøkelsenes omfang og innhold må avpasses etter de konkrete forhold ved den enkelte emisjon og det enkelte utstederselskap.

Med dette som utgangspunkt vurderte Finanstilsynet de konkrete forholdene rundt Emisjonen og kom til at Foretaket i forbindelse med og i etterkant av ferdigstillingen av Presentasjonen ikke hadde gjort tilstrekkelige selvstendige undersøkelser og verifisering av opplysninger om Oppdragsgivers driftsmessige og regnskapsmessige situasjon gitt til potensielle investorer i Emisjonen. Finanstilsynet la i denne sammenheng til grunn at Foretaket ikke hadde innhentet ytterligere opplysninger etter ferdigstillingen av Presentasjonen. Med de usikkerhetsmomenter rundt Oppdragsgivers situasjon som Foretaket må ha forstått forelå, var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket hadde plikt til å sørge for verifiserte statusoppdateringer på Oppdragsgivers driftsmessige og regnskapsmessige situasjon på løpende basis gjennom hele emisjonsperioden.

Foretaket anfører som nevnt at det ikke er rettslig grunnlag for noen slik plikt til å sørge for løpende, verifiserte statusoppdateringer. Finanstilsynet vil presisere at det rettslige grunnlaget for undersøkelsesplikten er god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11, og at det nærmere innholdet av plikten må fastlegges basert på de konkrete omstendighetene rundt den enkelte emisjon, som beskrevet over. Finanstilsynets formulering om løpende, verifiserte statusoppdateringer er nettopp ment som en slik konkret fastleggelse, med utgangspunkt i de svært spesielle omstendighetene rundt Emisjonen og Oppdragsgivers situasjon. Det er ikke ment som en formulering av undersøkelsespliktens innhold ved emisjoner generelt.

Foretaket fremholder videre at for å avdekke forholdene Finanstilsynet peker på, ville Foretaket måtte ha foretatt en grundig undersøkelse av Oppdragsgivers bokføringsmateriale, og at dette er høyst uvanlig. Til dette vil Finanstilsynet påpeke at siden Foretaket ikke synes å ha foretatt undersøkelser overhodet i den aktuelle perioden, har Finanstilsynet ikke funnet det nødvendig å ta stilling til hva som ville ha vært akseptabel form og innhold av eventuelle undersøkelser. Finanstilsynet vil uansett presisere at det hypotetiske spørsmålet om hvilke opplysninger som faktisk ville blitt avdekket hvis Foretaket hadde foretatt undersøkelser, ikke er sentralt for vurderingen av hvorvidt Foretaket har overholdt sin undersøkelsesplikt. Det relevante spørsmålet er om Foretaket har foretatt de undersøkelser som på hvert aktuelle tidspunkt fremsto som nødvendige for å påse at investorenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste

måte, vurdert med utgangspunkt i den informasjonen Foretaket faktisk besatt om Oppdragsgivers situasjon og usikkerheten rundt denne. Finanstilsynet legger uansett til grunn at det bør være et betydelig rom for et verdipapirforetaks selvstendige skjønn omkring dette, så lenge skjønnsutøvelsen fremstår som profesjonell og forsvarlig basert på den informasjonen verdipapirforetaket faktisk besatt på hvert aktuelle tidspunkt.

Når det gjelder spørsmålet om undersøkelsesplikts avgrensning i tid, synes det i Tilsvaret først lagt til grunn at det eksisterer en undersøkelsesplikt (hvis nærmere innhold riktignok er uavklart), og at denne gjelder under hele oppdraget, altså i dette tilfellet frem til overføring av emisjonsprovenyet til Oppdragsgiver. Senere er det imidlertid en drøftelse som kan forstås som at Foretaket mener at undersøkelsesplikten ikke strekker seg utover tegningsperiodens utløp. Finanstilsynet vil i denne sammenheng understreke at referansen i Varselet til "*verifiserte statusoppdateringer [...] gjennom hele emisjonsperioden*" refererer til perioden frem til emisjonen er helt avsluttet, ikke bare til tegningsperioden. Uansett synes Foretaket ikke å bestride at det avsluttet sine undersøkelser ved ferdigstillingen av Presentasjonen, det vil si omtrent to uker før utløpet av tegningsperioden og seks uker før utbetaling av emisjonsprovenyet.

Til Foretakets anførsel om at Finanstilsynet i Varselet har "*tatt utgangspunkt i en rekke forhold som ligger senere i tid enn avslutningen av Foretakets oppdrag*", vil Finanstilsynet påpeke at selv om enkelte av dokumentene det henvises til i Varselet (blant annet perioderegnskaper og styreprotokoller), er datert etter emisjonsperiodens utløp, er selve de underliggende forhold som omtales i dokumentene, knyttet til Oppdragsgivers driftsmessige og regnskapsmessige situasjon før og under emisjonsperioden. De tjener derfor som en illustrasjon av usikkerheten som forelå rundt denne situasjonen og som eksempler på hva slags informasjon som potensielt kunne ha fremkommet dersom Foretaket hadde oppfylt sin plikt til å foreta nærmere undersøkelser.

Avslutningsvis i det aktuelle punktet i Tilsvaret går Foretaket over til å drøfte den "*ad hoc opplysningsplikt*" som ville ha oppstått dersom Foretaket hadde fått kjennskap til nye opplysninger i tegningsperioden. Til dette vil Finanstilsynet bemerke at spørsmål rundt hvilke plikter som hypotetisk ville ha foreligget dersom nye opplysninger om Oppdragsgiver faktisk hadde kommet til Foretakets kjennskap (gjennom Foretakets undersøkelser eller på annen måte), dreier seg om noe annet enn undersøkelsesplikten, som er en plikt til aktivt å forsøke å skaffe ytterligere kunnskap. Denne drøftelsen i Tilsvaret fremstår følgelig som lite relevant. Siden det kan synes som at Foretaket legger til grunn at en slik "*ad hoc opplysningsplikt*" er begrenset til tegningsperioden, ønsker Finanstilsynet likevel å presisere at det ikke er enig i at slik opplysningsplikt om ny informasjon opphører ved tegningsperiodens utløp.

Finanstilsynet opprettholder etter dette sin foreløpige konklusjon om at Foretaket i forbindelse med og i etterkant av ferdigstillingen av Presentasjonen ikke hadde gjort tilstrekkelige selvstendige undersøkelser og verifisering av opplysninger om Oppdragsgivers driftsmessige og regnskapsmessige situasjon gitt til potensielle investorer i Emisjonen.

Finanstilsynets endelige konklusjon

Det er på bakgrunn av ovenstående Finanstilsynets konklusjon at Foretakets håndtering av tilretteleggingen og plasseringen av Emisjonen var i strid med verdipapirhandellovens krav til god forretningskikk, jf. vphl. § 10-11 (1), (2) og (3).

Finanstilsynet forstår at Oppdragsgiver befant seg i en svært kritisk situasjon, både driftsmessig og likviditetsmessig, og at det var presserende å få på plass ny kapital. I en slik situasjon er det imidlertid spesielt viktig at potensielle investorer mottar korrekt, fullstendig og balansert informasjon. Det er av avgjørende betydning for den generelle tilliten til markedet at investorer skal kunne feste lit til de opplysningene som gis i forbindelse med transaksjoner hvor verdipapirforetak har tatt på seg rollen som tilrettelegger og plasserer.

Foretaket har som nevnt avslutningsvis påpekt at de aller fleste investorene i Emisjonen var eksisterende aksjonærer i Oppdragsgiver, og at tegning for disse hadde et betydelig trekk av verdisikring. Finanstilsynet legger til grunn at potensielle investorers forutgående innsikt i utstederselskapet etter omstendighetene kan få betydning for innhold og omfang av både opplysningsplikt og undersøkelsesplikt. Dette vil imidlertid avhenge av en rekke forhold, herunder investorenes nærmere forutsetninger og hva slags opplysninger det dreier seg om. Vurdert opp mot de konkrete forholdene Finanstilsynet har påpekt i denne saken, finner Finanstilsynet at den eventuelle innsikten som følger av å være eksisterende investor er lite relevant og ikke kan tillegges vekt. Finanstilsynet kan heller ikke se at det er relevant at investeringsbeslutningen for eksisterende aksjonærer kan karakteriseres som en "verdisikring". Tvert imot retter deler av Finanstilsynets kritikk seg mot Foretakets bruk av visse salgsgargumenter overfor eksisterende aksjonærer, som at det "lønner seg" å tegne så mye som mulig for å "snitte ned kursen" så mye som mulig.

9. Oppsummering – tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester

9.1. Innledning

Etter vphl. § 9-4 (1) nr. 4 kan Finanstilsynet helt eller delvis endre eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

Finanstilsynet finner at de forhold som er omtalt i det foregående, representerer så alvorlige og systematiske brudd på bestemmelser i verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter at vilkårene for å tilbakekalle Foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester er til stede, jf. vphl. § 9-4 (1) nr. 4. Finanstilsynet har i denne vurderingen lagt særlig vekt på at overtredelsene representerer en alvorlig svekkelse av den tillit markedsaktører generelt, og forbrukere spesielt, skal kunne ha til verdipapirforetak.

9.2. Nærmere begrunnelse

Finanstilsynet har i punkt 3 og 4 over konkludert med at Foretakets behandling av investorkunder har vært i strid med verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk og interessekonflikter, ved at Foretaket (i) ikke har identifisert eller håndtert den grunnleggende interessekonflikten mellom utstederkunder og investorkunder, (ii) ikke har påsett at investorkundenes interesser ivaretas på beste måte i forbindelse med Foretakets plassering av emisjoner på vegne av utstederkunder, og (iii) har overtrådt bestemmelsene om kundetesting, herunder særlig kravet om å vurdere om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå den aktuelle risikoen. Finanstilsynet anser det som skjerpene at dette har skjedd i tilknytning til produkter med høy risiko.

Det er Finanstilsynets vurdering at disse overtredelsene er både alvorlige og systematiske, og at vilkårene for å tilbakekalle Foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. vphl. § 9-4 (1) nr. 4, således er oppfylt. Finanstilsynet har ved denne vurderingen særlig lagt vekt på at det ikke dreier seg om enkeltstående forhold, men om helt grunnleggende mangler ved Foretakets forretningsmodell, som har gitt seg påregnelige utslag i gjennomgående brudd på sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven knyttet til kundebeskyttelse. Foretakets investorkunder er med svært få unntak kategorisert som ikke-profesjonelle og har følgelig krav på det høyeste nivå av kundebeskyttelse.

Finanstilsynet har i punkt 5 over konkludert med at Foretaket gjennomgående har ytet investeringsrådgivning til sine investorkunder i forbindelse med Foretakets plassering av emisjoner på vegne av sine investorkunder. Som det fremgår av drøftelsene i punkt 3 og 4 over, anser Finanstilsynet dette som en ytterligere skjerpene faktor ved vurderingen av de ovennevnte forhold, uten at det dermed har vært avgjørende for Finanstilsynets konklusjoner.

Da de aktuelle overtredelsene som nevnt må anses som påregnelige utslag av grunnleggende mangler ved Foretakets forretningsmodell, er det Finanstilsynets vurdering at ikke bare det formelle, men også det reelle, hovedansvaret for overtredelsene ligger hos Foretakets styre og daglige ledelse. I tillegg er det kritikkverdig at Foretakets compliancefunksjon ikke synes å ha stilt spørsmål ved de aktuelle svakhetene ved forretningsmodellen eller avdekket de andre forholdene påpekt i denne rapporten. I Foretakets compliance-rapporter for perioden januar 2015 til februar 2017 er ingen av de ovennevnte forholdene omtalt.

Finanstilsynet finner det videre lite tillitvekkende det har avdekket brudd på opplysningsplikten og undersøkelsesplikten i forbindelse med det ene emisjonsoppdraget Finanstilsynet valgte å undersøke nærmere, som beskrevet i punkt 8 over, og at det har forekommet omfattende brudd på Foretakets forpliktelser etter hvitvaskingsloven, som beskrevet i punkt 6 over.

9.3. Forholdsmessighet

Det følger av finanstilsynsloven § 3 at Finanstilsynet skal se til at de foretak det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov. Finanstilsynet skal videre se til at foretakene i sin virksomhet ivaretar forbrukernes interesser og rettigheter.

Verdipapirhandellovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, både for profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder. Lovens krav til ivaretagelse av kundenes interesser bygger i betydelig grad på forbrukerhensyn, noe Finanstilsynet har lagt stor vekt på i sin praksis.

For å avgjøre hvorvidt Foretakets tillatelse skal tilbakekalles, har Finanstilsynet vurdert om tilbakekall av Foretakets tillatelse i sin helhet er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta nevnte hensyn, herunder hvorvidt et mindre inngripende tiltak ville vært tilstrekkelig.

I denne vurderingen har Finanstilsynet blant annet lagt vekt på i hvilken utstrekning overtredelsene gir grunn til å tro at Foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og videre at hensynet til markedsaktørernes tillit til verdipapirforetak generelt blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold, samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i denne vurderingen.

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

Når det gjelder subjektive forhold, har Finanstilsynet som nevnt konkludert med at ikke bare det formelle, men også det reelle, hovedansvaret for overtredelsene ligger hos Foretakets styre og daglige ledelse, som grovt har forsømt sin plikt til å sørge for at Foretakets virksomhet drives i tråd med lov og forskrift.

Foretaket redegjør i Tilsvaret for en rekke tiltak det har gjennomført eller besluttet å gjennomføre:

- Styret har stilt sine plasser til disposisjon (i oppfølgende brev av 26. mars 2018 gis det melding om endring av styret, hvor det fremgår at ett styremedlem fortsetter, mens styreleder og øvrige styremedlemmer er skiftet ut)
- Foretakets daglige leder og andre faktiske leder er skiftet ut
- Foretakets complianceansvarlige har stilt sin stilling til disposisjon

- Foretaket har gitt avkall på sin tillatelse til å yte investeringstjenesten investeringsrådgivning (i etterkant har Foretaket dessuten muntlig meddelt Finanstilsynet at det har besluttet å avvikle hele salgsavdelingen)
- Foretaket vil gjennomføre praktisk tilpasning til MiFID II med fullstendig revisjon av Foretakets interne rutiner, kundedokumentasjon, kundeavtaler og øvrige operasjonell dokumentasjon, samt nødvendige systemendringer

Felles for alle de ovennevnte tiltakene er at de er gjennomført etter det stedlige tilsynet. Det er Finanstilsynets klare holdning at reaksjoner som følge av alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandelloven ikke generelt kan unngås ved å vise til forbedringstiltak som er gjennomført eller planlagt i etterkant av stedlig tilsyn. En annen vurdering kunne lede til at enkelte verdipapirforetak vil kunne se seg tjent med, bevisst eller gjennom manglende aktsomhet og prioritering av internkontroll, å drive lovstridig virksomhet frem til forholdet blir avdekket av Finanstilsynet, for deretter å innrette seg etter regelverket.

Foretaket knytter avslutningsvis i Tilsvaret noen generelle kommentarer til investeringer i henholdsvis mindre eller unoterte selskaper og større eller børsnoterte selskaper, og viser i denne forbindelse til at kapitaltilgangen for SMB-selskaper er en høyt prioritert problemstilling i EU innenfor rammen av "Capital Markets Union". Foretaket bemerker at Finanstilsynet bør se hen til dette i sin vurdering av de typer produkter som Foretaket typisk tilrettelegger. Finanstilsynet vil presisere at god forretningsskikk og alle kundegruppers interesser må ivaretas ved salg eller plassering av alle typer finansielle instrumenter.

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

9.4. Vedtak

I medhold av verdipapirhandelloven (vphl.) § 9-4 (1) nr. 4 kaller Finanstilsynet herved tilbake Pioner Kapital AS' tillatelse til å yte investeringstjenester. Tillatelsen omfatter investeringstjenestene nevnt i vphl. § 2-1 (1) nr. 1, 2 og 6.

Dette vedtaket kan påklages til Finansdepartementet innen tre uker etter at det er mottatt, jf. forvaltningsloven (fvl.) kap. VI. Klage sendes Finanstilsynet. Det gjøres oppmerksom på reglene i fvl. §§ 18 til 19 om partenes adgang til å gjøre seg kjent med sakens dokumenter. Det kan søkes om utsatt iverksettelse av vedtaket, jf. fvl. § 42.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy
direktør

Gry Evensen Skallerud
seksjonssjef

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.

Kopi til:
Verdipapirforetakenes sikringsfond