



Jool Markets AS
Aker Brygge
Grundingen 2
0250 OSLO

VÅR REFERANSE
17/10291

DERES REFERANSE

DATO
19.03.2019

Tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester

1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn i Jool Markets AS (Foretaket) 6. desember 2017. Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenestene nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1) nr. 1, 2, 3, 5 og 6, samt tilknyttede tjenester nevnt i vphl. § 2-1 (2) nr. 1, 3 og 5. Foretaket var på tilsynstidspunktet i tillegg underagent til søsterselskapet Jool Capital Partner AS (JCPAS), som igjen er registrert som forsikringsagent for livsforsikringsforetaket Quantum Leben AG (Quantum). Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn i JCPAS 29. november 2017.

Både Foretaket og JCPAS er 100% eiet av Jool Capital Partner AB (JCPAB), som igjen er eiet med 80,8% av Jool Invest AB og 20% av partnere.

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

Finanstilsynet har i all hovedsak avgrenset sine undersøkelser til to områder:

- Foretakets kundetesting – gjennomføring av hensiktsmessighets-/egnethetsvurderinger
- Foretakets rolle i investeringstjenesteytelse hos underagenter av JCPAS

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige vurderinger og varsel om tilbakekall av tillatelse i brev av 4. juli 2018 og 19. desember 2018 (i fellesskap omtalt som Varselet). Foretaket ga sine kommentarer til Varselet i brev av 12. september 2018, 5. november 2018, 23. november 2018 (e-post), 16. januar 2019 og 14. februar 2019 (i fellesskap omtalt som Tilsvaret).

Lov- og forskriftshenvisninger i denne rapporten er i punkt 1 til 6 til verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften som var gjeldende for tidsrommet tilsynet omfatter. Beskrivelsen i disse avsnittene tar ikke hensyn til endret lov som følge av gjennomføringen av MiFID II, som trådte i kraft 1. januar 2019.

FINANSTILSYNET

Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

Telefon 22 93 98 00
Telefaks 22 63 02 26

post@finansstilsynet.no
www.finanstilsynet.no

Saksbehandler

Roy V. Halvorsen
Dir. tlf 22 93 97 88

2. Foretakets forretningsmodell og produkter

Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at dets forretningsidé er "*å bidra til å finansiere sunne nordiske selskaper som har kapitalbehov for å kunne realisere sine vekststrategier (gjennom oppkjøp, utbygging, prosjektutvikling)*". Videre ble det opplyst at hovedfokus fra sommeren 2015 har vært å tilrettelegge (corporate finance avdelingen) og plassere (salgsavdelingen) obligasjoner og direktelån i størrelsesorden MNOK 30 til 200, og at de typiske utsteder-kundene er selskaper som "*ikke får tilfredsstillende finansiering i bank eller fra andre kilder, og som ikke ønsker å hente kapital i egenkapitalmarkedet*". Foretaket bemerket under det stedlige tilsynet at deres utstederkunder er små og mellomstore bedrifter med behov for utviklingskapital (i motsetning til driftskapital), at de typisk ikke har tilgang til bankfinansiering grunnet lav egenkapitalandel, og at deres obligasjonslån i mange tilfeller kan sammenliknes med egenkapital. Foretaket hadde på tilsynstidspunktet 1.044 investorkunder, hvorav 800 direktekunder (investeringer direkte i Foretakets obligasjoner) og 244 forsikringskunder (investeringer i Foretakets obligasjoner via Quantums livsforsikring med investeringsvalg). Foretakets investorkunder er i all hovedsak klassifisert som ikke-profesjonelle. Foretakets inntekter består av tilretteleggingshonorar fra utstederkunder og tegningsprovisjon fra investorkunder i forbindelse med emisjoner, samt spread og kurtasje fra investorkunder i forbindelse med annenhåndstransaksjoner.

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

3. Ytelse av investeringsrådgivning til investorkunder

3.1. Rettslig utgangspunkt

Verdipapirhandelens krav 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 aktiv forvaltning eller 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). Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale de finansielle instrumenter som egner seg for kunden.

Ved ytelse av andre investeringstjenester skal foretaket gjøre 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). Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å vurdere om det påtenkte finansielle instrumentet er hensiktsmessig for kunden.

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): "Questions & Answers – Understanding the definition of advice under MiFID" (Dokument 10-293) og et parallelt utgitt "Feedback Statement" (Dokument 10-294).¹

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

3.2. Foretakets kundeavtale

Foretaket benytter to versjoner av kundeavtalen, en fysisk versjon og en senere introdusert elektronisk versjon. I den fysiske kundeavtalen er det ikke spesifisert hvilken investeringstjeneste kunden ønsker å motta. I den elektroniske kundeavtalen kan imidlertid kunden krysse av for ønsket investeringstjeneste. Foretaket har opplyst at om lag 90% av direktekundene er ordremottakskunder, som ikke mottar investeringsråd. Foretaket har videre opplyst at rundt 30% av kundene hadde elektronisk kundeavtale per 31. desember 2017, og at 95% av disse har krysset av for ordreformidling. Både kunder med fysisk og elektronisk versjon av kundeavtalen (uavhengig av hvilken tjeneste det er krysset av for) fyller etter det opplyste normalt inn alle etterspurte kundeopplysninger som gir grunnlag for å gjennomføre egnethetstest.

3.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet bemerket at det i flere offentlige merknader etter stedlig tilsyn har presisert at en anbefaling anses som personlig dersom den enten (i) er presentert som egnet eller (ii) er basert på en vurdering av kundens omstendigheter, jf. kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 52 og ESMA's dokument 10-293 punkt 4. Som det fremgår av punkt 6 i dokument 10-293, skal det for tilfelle (i) 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. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets praksis rammes både av tilfelle (i) og tilfelle (ii).

Anbefalingen er presentert som egnet

Foretaket har som nevnt opplyst at det i begge versjoner av kundeavtalen normalt innhenter nødvendige kundeopplysninger fra alle investorkunder for å kunne gjennomføre en egnethetsvurdering. Finanstilsynet har gjennomgått dokumentasjon for 35 av Foretakets direktekunder. Utvalget inneholder kunder både med fysisk og elektronisk versjon av kundeavtalen. For samtlige av disse kundene er det, i tråd med Foretakets opplysninger, innhentet informasjon om kundens kunnskap og erfaring, investeringsmålsetning og finansielle situasjon. I både fysisk og elektronisk versjon av kundeavtalen står det at *"JOOL Markets har ikke anledning til å yte investeringsrådgivning uten først å innhente informasjon om kunden som forespurt i dette dokumentet. En forutsetning for utøvelsen av investeringsrådgivning er at JOOL Markets finner tjenesten egnet for kunden etter en nærmere gjennomgang av informasjonen som blir gitt i dette dokumentet. Ved ønske om investeringsrådgivning må samtlige felt fylles ut"*. Kunden blir bedt om å krysse av for at han/hun har *"lest informasjonen om kartlegging av investeringsmålsetting, risikovillighet etc., og er innforstått med dette"*. Kunden bes i avtalen også bekrefte blant annet *"at Foretakets informasjon ikke er å betrakte som individuell, personlig investeringsrådgivning dersom Kunden ikke har gitt Foretaket inngående opplysninger om sine investeringsmål, risikovillighet, finansielle situasjon, samlet investeringsportefølje, erfaring fra handel i finansielle instrumenter etc."*.

Finanstilsynet påpekte at når Foretaket normalt innhenter alle kundeopplysninger for å gjennomføre egnethetsvurdering, og kundeavtalen i sin ordlyd gir inntrykk av at investeringsrådgivning ytes når slike opplysninger er innhentet, så finner Finanstilsynet det ikke tvilsomt at Foretakets påfølgende anbefalinger må anses å være presentert som egnet – og følgelig å utgjøre investeringsråd. Finanstilsynet presiserte at når kundeavtalen først er blitt fylt ut for en kunde, vil etterfølgende anbefalinger i utgangspunktet anses som investeringsrådgivning, jf. ESMA's dokument 10-293 punkt 54 og 57.

Anbefalingen er basert på en vurdering av kundens omstendigheter

Finanstilsynet bemerket videre at i tillegg til at Foretaket i kundeavtalene gir sine investorkunder en berettiget forventning om at det vil yte investeringsrådgivning, så fremgår det klart av annen mottatt dokumentasjon at Foretaket faktisk benytter de innhentede kundeopplysningene i sin opptreden overfor kundene og som grunnlag for sine anbefalinger. Finanstilsynet viste i denne forbindelse til følgende:

- Foretaket har rutinemessig kontaktet kunder som har oppgitt lavere risikovillighet enn høy og forklart at kundeforholdet ikke kan etableres dersom risikovilligheten ikke endres til høy (se punkt 4.2). Foretaket skriver om dette i Tilsvaret at *"De fleste av kundene disse samtalene gjelder er ordreformidlingskunder, uten at dette har avgjørende betydning i og med at Foretaket her stiller samme krav til ordreformidlingskunder og rådgivningskunder"*
- Foretaket har forklart at opplysningene benyttes, som et supplement til opplysninger om kunnskap og erfaring, for å vurdere hvorvidt kunden forstår risikoen i produktene
- Foretaket har forklart at det burde ha avdekket og fulgt opp overfor kundene logiske brister i kundeopplysningene knyttet til investeringsmål før kunden eventuelt ble akseptert (se punkt 4.2)
- I tillegg til kundeavtalen skal det fylles ut en intern "Sjekkliste ved etablering av kundeforhold" (for første transaksjon) og en "Sjekkliste ved transaksjoner" (for påfølgende transaksjoner). I disse sjekklister skal det, under overskriften "Egnethetstest", krysses av for: (i) om kunden har fått investeringsråd, (ii) om produktet er i samsvar med kundens investeringsmål, (iii) om kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen ved investeringen og (iv) om produktet er egnet for kunden. Finanstilsynet har gjennomgått disse sjekklister for de 35 utvalgte direktekundene. I samtlige sjekklister er det krysset av "nei" på spørsmål (i). Det er i mange av skjemaene imidlertid krysset av "ja" på de øvrige spørsmålene knyttet til egnethetsvurdering.

Foretaket har som nevnt opplyst at om lag 90% av direktekundene er ordremottakskunder. Finanstilsynet påpekte at Foretaket imidlertid også har opplyst at det kun er i underkant av 30% av direktekundene som har krysset av for ordreformidling i elektronisk kundeavtale, hvilket skulle bety at det for over 70% av Foretakets kundemasse ikke er spesifisert hvilken investeringstjeneste som skal ytes (i den fysiske avtalen er investeringstjenester som nevnt ikke spesifisert). Dertil kommer at Finanstilsynet har sett eksempler på kunder med elektronisk kundeavtale hvor: (i) det er krysset av både for ordreformidling og investeringsrådgivning, (ii) kunden senere har fått en oppdatert fysisk kundeavtale hvor ønsket investeringstjeneste ikke er spesifisert og (iii) kunden senere er omdefinert til rådgivningskunde. Finanstilsynet kommenterte at den reelle andelen kunder hvor det kun er spesifisert ordremottak dermed er uvis. Som det imidlertid fremgår av punkt 50 i ESMA's dokument 10-293, vil en anbefaling kunne anses som personlig til tross for at informasjon om det motsatte er inntatt i kundedokumentasjonen. Det vil således uansett ikke være tilstrekkelig å presisere at det ikke vil gis investeringsråd (ved i Foretakets tilfelle å legge opp til avkryssing for aktuell tjeneste i kundeavtalen) når det samtidig fremstår som klart at anbefalingene må anses både å være presentert som egnet og å være basert på en vurdering av kundens omstendigheter (ved i Foretakets tilfelle å innhente alle nødvendige kundeopplysninger for å gjennomføre en egnethetsvurdering og å faktisk benytte opplysningene i sin opptreden overfor kundene og som grunnlag for sine anbefalinger).

Det var Finanstilsynets foreløpige 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.

3.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket anførte at *"Det er ikke riktig at Foretaket yter investeringsrådgivning overfor flertallet av sine investorkunder. Andelen rådgivningskunder som tegner obligasjoner er om lag 10% [...] De fleste direktekunder har etablert seg i JM som ordremottakskunder"*. Foretaket viste i Tilsvaret en oversikt over Finanstilsynets 35 utvalgte direktekunder, og oppga i denne oversikten 27 av kundene som ordremottakskunder.

Foretaket bemerket at *"Normalt fyller kunden inn også den delen av kundeprofilskjemaet som gir grunnlag for å gjennomføre egnethetstest, selv om kunden kun ønsker ordreformidling. Dette har Foretaket ikke ansett som problematisk av to årsaker. Den ene er at det ofte hjelper Foretaket å vurdere hvorvidt kunden*

forstår risikoen i produktene. Dette kan f.eks. være basert på at kunden har en verdipapirportefølje fra tidligere. Det andre er for å ha et grunnlag for å kunne gjennomføre en eventuell egnethetstest på et senere tidspunkt i utviklingen av kundeforholdet. Foretaket har en del eksempler på kunder som opprinnelig ønsket ordreformidling har gått over til å bli rådgivningskunder".

Foretaket påpekte at det "fører [...] oversikt (sjekklister) for hver enkelt transaksjon mot kunden for å dokumentere om det er gitt investeringsråd eller ikke. Compliance benytter disse sjekklisene som grunnlag for stikkprøvekontroller, for derigjennom å kontrollere at det ikke er gitt råd i samtaler som er merket ordreformidling, og også kontrollere kvaliteten på samtalene for øvrig. Sjekklisene og kontrollene av disse underbygger at det normalt ikke gis råd".

Foretaket skrev at "I nåværende avtale [elektronisk versjon] spesifiserer kunden hvilken tjeneste han eller hun ønsker. For kunder som utelukkende ønsker ordreformidling er det ikke nødvendig å innhente annen informasjon enn kunnskap og erfaring, og JM innhenter ikke lenger ytterligere tilleggsinformasjon [...] Foretaket kan imidlertid ikke se at det er noe til hinder for den tidligere praksisen hvor det ble innhentet ytterligere opplysninger enn det som følger av loven for å gjennomføre en mer robust vurdering av kundens risikoforståelse, for å foreta en utvidet vurdering av om den potensielle investoren bør bli kunde eller ikke og for å sette Foretaket i stand til å yte rådgivning til kunder som ønsker dette". Foretaket erkjenner at "det å operere med én kundeavtale som omhandler begge tjenester, og hvor Foretaket innhenter informasjon for begge tjenester, kan være egnet til å gi kunden forventninger om at den etterfølgende tjenesten vil innebære rådgivning", men mener at det er mulig å styre en slik forventning.

Foretaket viste til at rundt 30% av kundene har elektronisk kundeavtale og at rundt 95% av disse igjen har valgt ordreformidling, og opplyste at det har innhentet en vurdering av "den statistiske sannsynligheten for at kunder med kombinert [fysisk] avtale ville ha gjort samme valg som de kundene som i dag har elektronisk kundeavtale", og at beregningen viser at "med 95% sannsynlighet (konfidensintervall) ville fra 90,9 til 96,4% av disse kundene ha valgt tjenesten ordreformidling". Foretaket bemerket videre at "Styret har ingen grunn til å tro at kundene har lagt til grunn at de etterfølgende tjenestene alltid vil være rådgivning. Tvert imot viser statistikken [...] at over 90% av kundene velger ordreformidling når de blir spurt eksplisitt om hvilken tjeneste de ønsker".

Foretaket bemerket at en vurdering av hvorvidt det er gitt en personlig anbefaling forutsetter at det i det hele tatt er gitt en anbefaling², og at "Den konkrete samtalen med kunden er derfor også et relevant moment". Foretaket anførte at "For det store flertallet av samtalene ytes det ingen eksplisitt anbefaling [...] Det at JM kontakter kunden kan imidlertid av kunden anses som en implisitt kjøpsanbefaling [...] Ingen av samtalene omhandler imidlertid kundens individuelle forutsetninger". Foretaket trakk frem Finanstilsynets endelige merknader fra tidligere stedlige tilsyn hos henholdsvis Prize Capital Markets AS og Foretaket (den gang under navnet Magellan AS), og bemerket at "Begge disse foretakene hadde felles kundeavtaler for de to tjenestene [ordreformidling og investeringsrådgivning], og innhentet informasjon på samme måte som JM har gjort. I begge tilfeller la Finanstilsynet til grunn at foretakene bare i begrenset grad tilbød investeringsrådgivning. Konklusjonen var basert på innholdet i kundesamtalene. Styret kan ikke se at det har vært endringer i rettstilstanden siden de to nevnte tilsynene, og antar dermed at den konkrete tjenesteleveransen fortsatt er sentral i vurderingen".

Når det gjelder Finanstilsynets vurdering av at Foretakets anbefalinger faktisk er basert på en vurdering av kundens omstendigheter, så skrev Foretaket at "Styret kan bekrefte at Foretaket har benyttet informasjon om kunden i forkant av etablering av kundeforholdet [...] Dette skjedde altså i forkant av at tjenestene ble levert [...] Det at Foretaket har avvist kunder som gjennom sin avkryssing demonstrerte at Foretakets produkter og tjenester ikke var egnet for kunde, står ikke i motstrid til at kunden, når den først er akseptert, mottar ordreformidling".

² Jf. ESMA's dokument 10-293 "III. Part 1: Does the service being offered constitute a recommendation?"

Foretaket avkrefte at kundeopplysningene benyttes i dialogen med kunde når det ytes ordreformidling. Foretaket skrev at det har valgt å benytte sjekklister i etterkant av kundesamtaler. Foretaket skrev videre at det i disse sjekklisterne ikke er nødvendig å krysse av på de øvrige punktene (knyttet til egnethetsvurdering) dersom det ikke er gitt råd, men at *"Compliance har imidlertid ikke slått ned på dette som en feil"*, og at årsaken til dette blant annet er at det ikke gir *"svekket kundebeskyttelse om megler, tross at det ikke er gitt råd i dialogen med kunden, har sett hen til informasjon som ble innhentet – enten før eller etter samtalen med kunden"*. Foretaket erkjenner avslutningsvis at denne praksisen *"kan være egnet til å svekke bevisstheten hos megler i forhold til hvilken tjeneste som er tilbudt"*.

3.5. Finanstilsynets endelige merknader

Når det gjelder Finanstilsynets vurdering av at Foretakets anbefalinger er presentert som egnet mener Foretaket at det ikke er noe i veien for å innhente fullstendige kundeopplysninger for å gjennomføre en egnethetsvurdering, selv om intensjonen er å ikke yte investeringsrådgivning. Finanstilsynet vil påpeke at dette i tilfelle forutsetter at Foretaket ikke faktisk yter investeringsrådgivning, at Foretaket gjør det klart overfor kunden at det ikke vil yte investeringsrådgivning og at det for kunden heller ikke fremstår som om det ytes investeringsrådgivning. Det vises i denne forbindelse til ESMAs dokument 10-293 punkt 9 der det er uttalt at et foretak som ikke har til hensikt å gi råd *"can seek to avoid doing so inadvertently by making sure that its internal systems and controls, its staff training and its information to clients appropriately and consistently reflect the nature of the service it is providing. (Firms should bear in mind that describing a service as non-advised in their documentation will not be sufficient, on its own to ensure that the services given do not amount to advice – this is reflected in the Questions and Answers in this paper)"*.

Finanstilsynet anser at Foretaket, hverken ved bruk av den fysiske eller elektroniske kundeavtalen, eller ved senere håndtering av kundene, har lyktes med å avklare at Foretaket ikke vil basere sine anbefalinger på kundens omstendigheter. Hva gjelder de kunder som har krysset av for ordreformidling i elektronisk kundeavtale, så gir denne avtalen samtidig inntrykk av at kundens opplysninger blir benyttet i rådgivningen. En slik avkryssing fra kundens side er etter Finanstilsynets vurdering dermed ikke tilstrekkelig til å sikre at det ikke fremstår som om det gis investeringsråd. Både fysisk og elektronisk kundeavtale gir tvert imot inntrykk av at *dersom* kunden oppgir opplysninger om finansiell stilling og investeringsmål, så vil det ytes investeringsrådgivning. I tillegg kommer at Foretaket – gjennom å kontakte kunder om endring av risikovillighet – også har bidratt til at det fremstår som at Foretaket vil basere sine anbefalinger på kundens omstendigheter.

Foretaket anfører at de fleste kundene uansett ville ha valgt bort tjenesten investeringsrådgivning dersom de var gitt mulighet til det, og viser i den forbindelse til en statistisk sannsynlighetsberegning. Foretaket antyder med dette at de fleste kundene ikke har noen forventning om å motta investeringsråd. Finanstilsynet legger ikke vekt på en vurdering av hva kunder ville ha valgt dersom de hadde blitt spurt. Flertallet av Foretakets kunder er ikke forelagt dette valget, og er uansett gjennom den beskrevne ordlyden i kundeavtalen gitt en berettiget forventning om at Foretaket vil yte investeringsrådgivning. Likeledes er mindretallet av kundene, som er forelagt dette valget i elektronisk kundeavtale og som her har krysset av for ordreformidling, gitt en berettiget forventning om investeringsrådgivning ved at Foretaket også for disse kundene har innhentet fullstendige opplysninger for å gjennomføre en egnethetsvurdering.

Foretaket anfører også at det i de fleste meglersamtalene ikke gis noen eksplisitt anbefaling, men medgir at kunden kan oppfatte Foretakets oppsøking av kunden som en implisitt anbefaling. Finanstilsynet har lyttet til et betydelig antall samtaler mellom Foretakets meglere og etablerte eller potensielle kunder. I svært mange av disse samtalene har megler åpenbart til hensikt å få kunden eller den potensielle kunden til å tegne et konkret finansielt instrument i det prosjektet Foretaket da skal plassere. I disse samtalene, hvor megler fremhever ett konkret prosjekt og hvor meglers mål er å yte en investeringstjeneste knyttet til dette prosjektet, er det Finanstilsynets vurdering at meglers presentasjon og omtale av det aktuelle prosjektet fremstår som en implisitt anbefaling. I mange av samtalene gir megler i tillegg en eksplisitt anbefaling med betegnelser som "spennende", "attraktivt", "ser veldig bra ut", "solid", "god mulighet", "bra risk/reward".

Anbefalingene fremstår, etter omstendighetene som beskrevet over, som å være presentert som egnet – og følgelig å utgjøre investeringsråd.

Foretaket bemerker avslutningsvis at Finanstilsynet i endelige merknader fra tidligere tilsyn hos to verdipapirforetak med tilsvarende kundeavtaler som Foretaket, konkluderte med at det i begrenset grad var gitt investeringsråd og at Finanstilsynets konklusjon var basert på innholdet i kundesamtaler. For det ene tilsynet – i Prize Capital Markets AS – er det korrekt at Finanstilsynet konkluderte med at det i de fleste kundesamtaler ikke gis anbefalinger (hverken implisitt eller eksplisitt) og dermed heller ikke personlige anbefalinger. For det andre tilsynet – i Foretaket (den gang under navnet Magellan AS) – vurderte imidlertid ikke Finanstilsynet dette spørsmålet (hverken i kontekst av kundeavtaler eller kundesamtaler), og la i dette tilsynet til grunn foretakets opplysninger om at det hovedsakelig yter tjenesten plassering.

Når det gjelder Finanstilsynets vurdering av at Foretakets anbefalinger faktisk er basert på en vurdering av kundens omstendigheter, så anfører Foretaket at det har benyttet informasjon om kunden utelukkende i forkant av kundeetablering og ytelse av investeringstjenester. Foretaket skriver samtidig at det har godtatt at meglere *"har sett hen til informasjon som ble innhentet – enten før eller etter samtalen med kunden"*. Foretaket erkjenner avslutningsvis at denne praksisen *"kan være egnet til å svekke bevisstheten hos megler i forhold til hvilken tjeneste som er tilbudt"*. Foretaket sier seg med dette, så langt Finanstilsynet kan se, enig i at Foretakets meglere faktisk har benyttet disse kundeopplysningene i forbindelse med ytelse av investeringstjenester.

Foretaket anfører at 27 av de 35 utvalgte kundene er ordremottakskunder, som ikke mottar investeringsrådgivning. I samtlige av de til sammen 82 mottatte skjemaene for de 27 kundene er det krysset av "nei" på spørsmål (i). I over halvparten av skjemaene er det imidlertid krysset av "ja" på de øvrige spørsmålene knyttet til egnethetsvurdering. Finanstilsynet er følgelig ikke enig i Foretakets anførsel om at *"Sjekklistene og kontrollene av disse underbygger at det normalt ikke gis råd"*. Tvert imot så har Foretakets rådgivere i disse tilfellene bekreftet at opplysningene er benyttet for å gjennomføre egnethetsvurdering.

Finanstilsynets konklusjon etter dette er at Foretaket gjennomgående har ytet tjenesten investeringsrådgivning (jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 5), 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.

4. God forretningsskikk – Kundetesting

4.1. Rettslig utgangspunkt

Etter verdipapirhandellovens overordnede prinsipp for god forretningsskikk skal verdipapirforetak påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet som nevnt at verdipapirforetak ved ytelse av investeringsrådgivning skal gjennomføre en egnethetsvurdering, mens det ved ytelse av ordreforiming/-utførelse skal gjennomføres en hensiktsmessighetsvurdering, jf. vphl. § 10-11 (4) og (5).

Både ved en egnethetsvurdering og en hensiktsmessighetsvurdering skal verdipapirforetak innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Dette innebærer at foretaket må innhente tilstrekkelige opplysninger for å ta stilling til om kunden har nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen forbundet med det aktuelle produktet, jf. verdipapirforskriften (vpf.) §§ 10-16 (1) bokstav c og 10-17. Disse opplysningene 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).

Ved en egnethetsvurdering skal verdipapirforetak i tillegg innhente tilstrekkelige opplysninger om kundens investeringsmål og finansielle situasjon, slik at foretaket er i stand til å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen er i samsvar med kundens investeringsmål, og er slik at kunden

er finansielt i stand til å håndtere risikoen, jf. vphl. § 10-11 (4) og vpf. § 10-16 (1). Opplysninger om kundens investeringsmål skal dekke investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen, jf. vpf. § 10-16 (3). Opplysninger om kundens finansielle situasjon skal dekke inntektsforhold, aktiva, herunder likvide aktiva, investeringer og fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser, jf. vpf. § 10-16 (2). Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale de finansielle instrumenter som egner seg for kunden.

4.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Det sentrale temaet i både hensiktsmessighets- og egnethetsvurderingene er kundens forhold til risiko. Foretaket må, ved vurdering av både hensiktsmessighet og egnethet, innhente tilstrekkelige opplysninger til å vurdere om kunden er i stand til å forstå risikoen. I tillegg må Foretaket, ved vurdering av egnethet, innhente tilstrekkelige opplysninger til å vurdere om kunden både er villig og har finansiell evne til å påta seg risikoen knyttet til den aktuelle investeringen.

Foretakets produkter har gjennomgående høy risiko, noe Foretaket også som nevnt har omtalt ved at det *"anser sine produkter for å ha høy risiko og passer ikke for investorer som ikke har en høy-risiko toleranse og god forståelse av risiko"*. Det må da stilles strenge krav til Foretakets vurdering av egnethet eller hensiktsmessighet, og det blir særlig viktig at Foretaket forsikrer seg om at de produktene Foretaket anbefaler passer med kundens faktiske forhold til risiko.

Foretakets kundetesting – Vurdering av kundens kunnskap og erfaring

Finanstilsynet bemerket i Varselet at Foretaket med sitt snevre spekter av høyrisiko produkter må være særlig oppmerksom på å avdekke hvorvidt kunden har tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen forbundet med disse produktene.

Finanstilsynet har gjennomgått dokumentasjon for 35 av Foretakets direktekunder og 12 av Foretakets forsikringskunder. I kundeavtalen skal det innhentes opplysninger om kundens "Investerings erfaring" ved å krysse av for Lav/Middels/Høy (forklart som henholdsvis færre enn 5, mellom 5 og 20, flere enn 20 transaksjoner siste tre år) for følgende produkter: Aksjer (i elektronisk versjon er det spesifisert børsnoterte aksjer og unoterte aksjer), Obligasjoner, Strukturerte produkter, Shortsalg/Kredittkjøp og Derivater. Finanstilsynet kommenterte i Varselet at av de totalt 47 undersøkte kundene har 36 oppgitt å ha lav erfaring med "Obligasjoner", mens 10 og 1 har opplyst å ha henholdsvis middels og høy erfaring.

Finanstilsynet bemerket videre at produktkategorien "Obligasjoner" er for vid til å kunne gi Foretaket et meningsfullt grunnlag for å vurdere kundens erfaring med de produktene Foretaket faktisk tilbyr – selskapsobligasjoner i eiendomsutviklingsselskaper og andre tidlig fase selskaper – som utvilsomt har høyere risiko enn f.eks. statsobligasjoner, bankobligasjoner med fortrinnsrett eller børsnoterte "investment grade" selskapsobligasjoner. For de kundene som har oppgitt middels erfaring med "Obligasjoner", ser ikke Foretaket ut til å ha stilt konkrete spørsmål om kundens erfaring med den type obligasjoner Foretaket tilbyr. Det er riktignok lagt inn et åpent kommentarfelt hvor det kan gis supplerende opplysninger om kundens kunnskap og erfaring, men dette feltet er stort sett ikke fylt ut for de undersøkte kundene. I de få tilfellene hvor det er skrevet noe i dette feltet, har de aktuelle opplysningene liten informasjonsverdi for å vurdere kundens kunnskap eller erfaring med Foretakets smale produktspekter

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har innhentet nødvendige opplysninger fra kundene til å kunne vurdere om kunden har tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen knyttet til Foretakets snevre produktspekter. Det var Finanstilsynets inntrykk, basert på gjennomgåtte kundesamtaler, at Foretaket har flere investorkunder som ikke synes å ha særlig kunnskap om eller erfaring med investeringer i den type produkter Foretaket tilbyr.

Foretakets egnethetsvurdering – Kundens vilje til å ta risiko

Det sentrale temaet i både hensiktsmessighets- og egnethetsvurderingene er som nevnt kundens forhold til risiko. I tillegg til å vurdere kundens kunnskap og erfaring må Foretaket, ved vurdering av egnethet,

innhente tilstrekkelige opplysninger til å vurdere om kunden både er villig og har finansiell evne til å påta seg risikoen knyttet til den aktuelle investeringen. Kundens vilje til å påta seg risiko skal som nevnt avdekkes og vurderes ved å innhente opplysninger om kundens investeringsmål, herunder kundens risikovillighet og risikoprofil.

Finanstilsynet har lyttet til et betydelig antall telefonsamtaler mellom medarbeidere i Foretakets salgsavdeling (heretter omtalt som rådgivere) og eksisterende eller potensielle investorkunder fra utvalgte perioder i 2017. Finanstilsynet har i tillegg som nevnt gjennomgått skriftlig dokumentasjon for 47 utvalgte kunder. Finanstilsynet beskrev i Varselet 16 avdekkede tilfeller hvor (i) en kunde har opplyst Foretaket om at han/hun har lav eller middels risikovillighet, og hvor kunden etter oppfordring fra Foretaket har gått med på å endre dette til høy slik at det passer med Foretakets produkter, eller (ii) rådgiver har krysset av for kunden på høy risikovillighet uten først å innhente opplysninger om dette fra kunden.

I denne gjennomgangen beskrev Finanstilsynet blant annet en intern e-post fra en oppgjørsmedarbeider til daværende leder for salgsavdelingen (Salgsleder), hvor sistnevnte oppfordres til å kontakte kunden "og be han akseptere høy risiko, se tekst nedenfor". Deretter følger en standard tekst som skal benyttes overfor kunden: "Hei [...], Vi viser til innsendte kundepapirer som vi har mottatt 09.03.2017. På spørsmål om risikovillighet på dine investeringer gjennom JOOL Markets har du svart middels (lav). Mange selskapsobligasjonslån og direktelån som legges ut i markedet er investeringer forbundet med høy risiko. Våre produkter er i hovedsak slike produkter. For å bli akseptert som kunde hos JOOL Markets krever vi at kunden er innforstått med og aksepterer at investeringen er forbundet med høy risiko. Dersom det er slik at du aksepterer risikonivået i våre produkter ber vi om at du endrer klassifiseringen i innsendte kundepapirer. Alternativt kan du sende oss en mail der du bekrefter at du er innforstått med og aksepterer at dine investeringer gjennom JOOL Markets har høy risiko". Salgsleder har deretter videresendt denne teksten til kunden og føyd til at "Dersom du bekrefter på denne mailen at det er OK å endre fra middels til høy risiko i dine papirer så er vi klare for å kunne gjennomføre denne investeringen". Kunden har så svart på e-post samme dag at høy risiko aksepteres. Finanstilsynet beskrev i Varselet også et tilsvarende eksempel hvor en kunde som har krysset av for middels risikovillighet har mottatt en e-post fra Foretaket 29.06.2016 med samme standard tekst som beskrevet over, hvorpå kunden også i dette tilfellet har svart at høy risiko aksepteres. I de øvrige eksemplene Finanstilsynet trakk frem i Varselet har Salgsleder samt Foretakets megler sjef og andre av Foretakets rådgivere ringt kunder som har oppgitt lav eller middels risikovillighet og kommet med utsagn som:

- "Der hvor det står "risikovillighet" [...] der er det sånn at du må krysse av for høy, og det er rett og slett fordi at et enkeltpapir blir alltid klassifisert som høy risiko, uansett om det er garantert eller ikke så må du dessverre krysse av for høy [...] Så er det bare å få signert og sende tilbake, så blir dette kjempebra"
- "Jeg ringer tilbake for en ting [...] når du registrerte deg [...] i forhold til det med risikoprofil, så har du krysset av på middels [...] og der er det sånn at vi ønsker at du skal krysse av på høy. Grunnen til det er som følger: en hvilken som helst investering i ett enkeltpapir, uansett hvilket enkeltpapir det er, er å anse som høy risiko, for du har bare en motpart, du har ikke en diversifisert motpart"
- Rådgiver ber om bekreftelse "på tapet linje [...] på at det er OK [...] å endre fra middels risiko til høy risiko i det rådgivningsskjemaet [...] for det er sånn at enhver motpart, når du bare har en motpart, altså bare ett selskap du går mot, så blir det uansett klassifisert som høy risiko [...] eneste er liksom Telenor og Statoil, er vel de liksom hvor du kommer ned på medium [...] mange normale selskaper som tjener gode penger vil komme som høy risiko [...] så det går mere på at det er én motpart [...] da kan jeg bekrefte nå at vi har endret det fra middels risiko til høy risiko?"
- "[...] når du har fylt denne [...] risiko og klassifisering og sånt noe, så har du fylt ut lav risiko [...] og det er jeg enig i, det skal vi søke, men det er sånn at obligasjonene som vi utsteder går jo mot ett og ett selskap, og per definisjon så er en obligasjon mot ett selskap å anse som høy risiko [...] omtrent det eneste vi unngår høy risiko med er hvis det er Statoil eller Telenor [...] stor sett alle andre selskaper hvor det bare er en motpart, så blir det ansett som høy risiko klassifiseringsmessig [...] det jeg egentlig er ute etter er å

få en bekreftelse på at det er OK at vi setter det på høy risiko klassifiseringsmessig, men at vi da til enhver tid må gå inn å se på sikkerhetspakken før man investerer i det"

- *"Da har jeg notert at vi har justert deg opp til høy risiko sånn at vi får det gjennom i systemet"*
- *"[...] det er bare en ting vi må bare sikre oss om, hvis det er OK for deg [...] og det er at i kundepapirene her så står det risikovillighet [...] og våre produkter klassifiseres som høy risiko og ikke som lav risiko". Kunden: "Oj". Rådgiver: "Hvis det er greit tigger jeg bare om den her". Kunden: "[...] vi har tapt så mye penger [...] at vi ikke skal ha høy risiko". Rådgiver: "Ja men [...] nå er det sånn at du ikke var med fra starten, altså rammetillatelsen er jo på plass allerede, så mye av den risikoen er tatt ut allerede, men tross det så må det fortsatt krysses at det er [...] siden det skal gå gjennom compliance her, så må vi da krysse av høy risiko". Kunden: "Så alle deres produkter er det altså?". Rådgiver: "Nei altså, vi har bare obligasjoner, det er det vi har". Kunden: "Jo, men alle er høy risiko?". Rådgiver: "Ja alle våre kunder må krysse av der for at det skal gå gjennom vår compliance". Kunden: "OK da får vi gjøre det da"*
- *Kunden sier hun ikke ønsker høy risiko. Rådgiver: "[...] altså lavrisiko det er jo bare bankinnskudd, og det vet jo du også, du har jo også sittet med aksjer sånn at man må jo på en måte [...] tillate en viss risiko, men [...] fordi vi har jo tillatelse fra Finanstilsynet og alle disse tingene her [...] på grunn av at det er én utsteder på de ulike lånene, så klassifiseres den risikoen som høy, for man vet aldri hva som kan skje med et selskap, men når man ser det i en portefølje, for det er jo det vi snakker om, og da ser jo også totalporteføljen din i form av at du har obligasjonsfond også [...], så vil det være det som i forhold til tilsynet heter middels risiko da, og du har jo flere ben å stå på, ikke sant, det er derfor man diversifiserer [...] i forhold til de papirene så må man krysse av på den [...] boksen kan du si, men [...] totalporteføljen din vil jo ha den risikoen som vi er enig om [...] men [...] man kan ikke si at, altså, lav risiko da må du ha penger i banken da, sånn ut i fra tilsynets [...] risikoklassifisering"*
- *"Har du vært borti risikoklassifisering før [...] Det eneste som er lav risiko, det er bankinnskudd, dette er jo Finanstilsynet som har klassifisert dette her ikke sant [...] også er det lav, middels og høy, jeg må krysse av for høy fordi alle prosjekter som er en enkelt utsteder blir klassifisert som høy, men jeg ser jo også dette i sammenheng med din portefølje og hvis du ser totalporteføljen din [...] så vil jo det ligge på det nivået som er middels, bare sånn til info, så da har jeg krysset av det for deg"*

Finanstilsynet beskrev i Varselet også flere tilfeller hvor interne kontrollskjemaer viser at Foretakets compliancefunksjon har godkjent Foretakets praksis med å få kunder til å endre til høy risikovillighet. Finanstilsynet påpekte at Foretakets praksis fremstår som bevisst og gjennomgående, med bruk av standard tekst på e-post og telefonoppringninger fra Foretakets ledelse og rådgivere samt flere eksempler på at compliance har godkjent denne praksisen. Finanstilsynet la til grunn at dette har vært en etablert og gjennomgående praksis for den undersøkte perioden 2016-2017 (de observerte tilfellene strekker seg fra 13. april 2016 til 14. november 2017). Finanstilsynet bemerket i tillegg at måten Foretakets argumentasjon overfor kunder i denne sammenheng legges frem på – med uriktige utsagn som at *"alle enkeltinvesteringer er høy risiko", "bare Telenor og Statoil er medium risiko", "det eneste som har lav risiko er bankinnskudd", "det er Finanstilsynet som foretar disse risikoklassifiseringene"* – fremstår som manipulerende for å få kunden til å følge Foretakets oppfordring. Utsagn som at dette er nødvendig *"for å få det gjennom systemet"* og *"for at det skal gå gjennom hos compliance"* indikerer også at dette gjøres som en bevisst omgåelse av loven.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets etablerte praksis med å oppfordre kunder med lav eller middels risikovillighet til å endre dette til høy risikovillighet slik at salg av Foretakets høyrisiko-produkter kan gjennomføres, bryter klart med verdipapirhandelovens bestemmelser om kundetesting.

Finanstilsynet presiserte i Varselet at verdipapirforetak må kartlegge kundens profil – herunder kundens forhold til risiko – uavhengig av sitt eget produkt- og tjenestespekter. Først når kundens profil er kartlagt, kan foretaket gå videre og vurdere hvilke tjenester, produkter og transaksjoner som er egnet for den aktuelle kunden. Det kan således oppstå situasjoner hvor ingen av foretakets tilbudte tjenester, produkter eller transaksjoner vurderes å være egnet for en kunde.

Foretakets egnethetsvurdering – Øvrige elementer i kundens investeringsmål

Kundens vilje til å påta seg risiko skal som nevnt avdekkes og vurderes ved å innhente opplysninger om kundens investeringsmål. I tillegg til kundens risikovillighet og risikoprofil (som drøftet over) skal også investeringshorisont og målsetting med investeringen vurderes. I foretakets fysiske kundeavtale er punktet "Kartlegging av investeringsmålsetning, risikovillighet etc." lagt opp som følger:

Type investering:	<input type="checkbox"/> Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc <input type="checkbox"/> Overskuddslikviditet <input type="checkbox"/> Midler som er øremerket spekulative investeringer		
Investeringsmålsetning:	<input type="checkbox"/> Investeringen skal vokse jevnt og sikkert <input type="checkbox"/> Ønsker god avkastning. Kan tillate litt svingninger <input type="checkbox"/> Ønsker meget god avkastning. Aksepterer store svingninger		
Investeringshorisont:	<input type="checkbox"/> <1 år	<input type="checkbox"/> 1–2 år	<input type="checkbox"/> 5–10 år
Risikovillighet:	<input type="checkbox"/> Ingen	<input type="checkbox"/> Lav	<input type="checkbox"/> Høy
Ønsket gearing (tilbys ikke av JOOL Markets): ⁹⁾	<input type="checkbox"/> Ja		<input type="checkbox"/> Nei
Har du samme risikovillighet for hele din investeringsportefølje:	<input type="checkbox"/> Ja		<input type="checkbox"/> Nei
Kommentarer:			

De tre alternativene under punktene "Type investering" og "Investeringsmålsetning" (heretter omtalt som alternativ 1, 2 og 3) ser ut til å korrespondere med de tre kategoriene "Lav", "Middels" og "Høy" under punktet "Risikovillighet". Disse tre punktene ser således ut til å i fellesskap skulle fungere som en realitetssjekk, for å gi et så korrekt bilde av kundens forhold til risiko som mulig. Dersom en kunde eksempelvis krysser av for henholdsvis "Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer" og "Investeringen skal vokse jevnt og sikkert" – og samtidig krysser av for "Høy" under "Risikovillighet", så burde det føre til at Foretaket stiller oppfølgende kontrollspørsmål for å kunne avdekke kundens faktiske vilje til å ta risiko.

Finanstilsynet bemerket i Varselet at den utfylte informasjonen på dette området i de gjennomgåtte kundeavtalene ikke vitner om at Foretaket har benyttet dette som noen realitetssjekk på kundens forhold til risiko. Tvert imot så bekrefter opplysningene i disse avtalene, etter Finanstilsynets vurdering, Foretakets praksis med å få kunder til å øke sin risikovillighet til høy til tross for at det i mange tilfeller må ha vært klart for Foretaket at dette ikke nødvendigvis stemmer med kundens reelle ønsker. Finanstilsynet viste i Varselet til flere eksempler på utfylt informasjon som ikke ser ut til å henge sammen, og skrev at de samlede opplysningene om investeringsmål og risikovillighet dermed fremstår som lite konsistente og etterlater et inntrykk av et konstruert vurderingsgrunnlag for egnethet. Finanstilsynet bemerket blant annet at henholdsvis 14 og 10 av de 47 utvalgte kundene har oppgitt alternativ 1 under "Type investering" og "Investeringsmålsetning", og videre at 5 av de 47 kundene har oppgitt alternativ 1 under begge punktene. Finanstilsynet kommenterte at med Foretakets beskrevne praksis med å oppfordre kunder med lav eller middels risiko-villighet til å endre dette til høy risikovillighet slik at salg kan gjennomføres, så er det nærliggende å anta at kundeopplysningene knyttet til type investering og investeringsmålsetning er nærmere realitetene enn kundeopplysningene knyttet til risikovillighet, og at dersom Foretaket hadde foretatt reelle egnethets-vurderinger, ville utfallet ventelig i mange tilfeller blitt at Foretaket ikke kan tilby egnede produkter til den aktuelle kunden.

Foretakets egnethetsvurdering – Kundens finansielle evne til å håndtere risiko

I tillegg til å vurdere kundens kunnskap og erfaring må Foretaket som nevnt, ved vurdering av egnethet, innhente tilstrekkelige opplysninger til å vurdere om kunden både er villig og har finansiell evne til å påta seg risikoen knyttet til den aktuelle investeringen. Kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i en bestemt investering skal som nevnt avdekkes og vurderes ved å innhente opplysninger om blant annet likvide aktiva, investeringer og gjeld.

Finanstilsynet viste i Varselet beregninger av de 35 utvalgte direktekundenes samlede investeringer per ultimo 2017 i prosjekter plassert av Foretaket sett opp mot kundeopplysningene om netto likvide midler. Beregningene viste at seks av kundene har investert høyere beløp i Foretakets produkter enn det som er registrert som netto likvide midler i kundeavtalen, mens åtte av kundene tilsvarende har investert mellom 50% og 100% av netto likvide midler. De undersøkte kundene har i gjennomsnitt investert 53% av sine likvider i Foretakets produkter.

Finanstilsynet bemerket at det, som nevnt tidligere i denne rapporten, ikke ser ut til at Foretaket har foretatt reelle egnethetsvurderinger knyttet til kundens vilje til å ta risiko – nærmere bestemt kundens investeringsmål og risikovillighet, og at så heller ikke synes å være tilfelle når det kommer til å vurdere kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i de anbefalte investeringene. Selv om de undersøkte kundene i utgangspunktet ser ut til å ha solid økonomi og finansielt kunne være i stand til å håndtere en eller flere investeringer med høy risiko, så må selvsagt de ulike investeringenes risiko, og ikke minst størrelse, vurderes opp mot kundens reelle vilje og finansielle evne til å bære risiko, før et egnet investeringsråd kan gis. Når flere av de undersøkte kundene har fått anbefalt å plassere over 50% av sine midler i Foretakets høyrisiko-produkter, og når i tillegg flere kunder er anbefalt å investere for langt høyere beløp enn kunden har opplyst å ha i netto likvider, så vitner det om at Foretaket heller ikke på dette området har forholdt seg til de kundeopplysninger som er gitt. Dersom Foretaket hadde foretatt reelle egnethetsvurderinger ville utfallet ventelig i mange tilfeller blitt at Foretaket ikke hadde solgt så store volumer av sine produkter til den aktuelle kunden.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket i mange tilfeller har unnlatt å vurdere kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i den anbefalte transaksjonen.

4.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretakets kundetesting – Vurdering av kundens kunnskap og erfaring

Foretaket bemerket i Tilsvaret at det *"har som utgangspunkt lagt til grunn at arten av risiko for ordinære obligasjoner er den samme, selv om graden av risiko er ulik. Kunnskap med og erfaring fra obligasjonsmarkedet er etter Foretakets vurdering dermed relevant, selv om erfaringen er opparbeidet innenfor obligasjoner med en lavere kreditt – og/eller likviditetsrisiko. Kunder som har handlet med andre typer obligasjoner forstår normalt obligasjonsinstrumentets virkemåte" [...]* *"Styret er enig i at risiko relatert til obligasjoner vil kunne variere, spesielt med hensyn til kredittrisiko og likviditetsrisiko. Kredittrisikoen er vurdert som høy i Foretakets produkter, men med ulik grad av risiko avhengig av underliggende sikkerheter og betalingsevne hos låntaker. Dette gjenspeiler seg i rentenivået (avkastningen) på obligasjonene. Obligasjoner tilrettelagt av Foretaket ligger for øvrig innenfor et nokså stort risikospenn, blant annet avhengig av sikkerhetspakker og løpetid, og rentene varierer følgelig fra om lag 6 % til 20 % p.a. Sikkerhetspakken er normalt eiendoms – eller aksjepant" [...]* *"En investor som forstår arten av risikoen vil etter Foretakets oppfatning kunne forventes å forstå Foretakets beskrivelser av graden av risiko. Når det gjelder graden av risiko er det viktig at investinformasjonen er tydelig og konkret utformet. Det vektlegges derfor å utarbeide balanserte presentasjoner med skreddersydde risikobeskrivelser for hvert enkelt prosjekt" [...]* *"Etter Foretakets oppfatning kan skjemaet også bidra til at investor reflekterer over ulike risikograder og egenskaper ved finansielle instrumenter, noe som i seg selv er verdifullt. Foretaket innførte derfor i begynnelsen av 2018 "unoterte obligasjoner" som egen kategori for å ta høyde for obligasjoner hvor likviditetsrisikoen kan være høy. Foretaket ser at ved å innføre kategorien "high yield"-obligasjoner gis*

kunden et sterkere incitament til også å reflektere over grad av kredittrisiko. Foretaket har derfor besluttet å gjennomføre denne endringen".

Foretakets egnethetsvurdering – Kundens vilje til å ta risiko

Foretaket skrev i Tilsvaret at "De fleste av kundene disse samtalene gjelder er ordreformidlingskunder, uten at dette har avgjørende betydning i og med at Foretaket her stiller samme krav til ordreformidlingskunder og rådgivningskunder".

Foretaket forklarte at "det normalt er en omfattende kontakt med potensielle kunder før den potensielle kunden i det hele tatt bestemmer seg for å gå videre og etablere kundeavtale med JM. I disse innledende samtalene med potensielle kunder presenterer JM sine tjenester, arten av produkter for den potensielle kunden og dialog rundt risiko er et helt sentralt tema. JM går ikke videre med potensielle kunder dersom det gjennom dialogen avdekkes at kunden ikke er komfortabel med produkter med høy risiko. Kun en svært begrenset andel av potensielle kunder som kommer i kontakt med Foretaket ender opp med å etablere en kundeavtale" [...] "JMs kundeprofilskjema graderer i dag ikke innenfor høyrisikokategorien, og det gis heller ingen eksempler på hvilke produkter som typisk kan anses som høy risiko. Kunden får dermed ingen veiledning i skjemaet for så vidt gjelder hva Foretaket anser som høy eller middels risiko. Kunde-kontakten i etterkant har som formål å opplyse kunden hvordan Foretaket klassifiserer sine finansielle instrumenter, i fall kundens referansepunkt for sin vurdering av risiko er en annen enn Foretakets".

Foretaket bemerket videre at "På fritt grunnlag vil en investor ønske høy avkastning, hvilket mange av JMs produkter har, i kombinasjon med lav eller moderat risiko. Disse to ønskene er ikke forenlige. Kunden må gjøre et valg mellom risiko og avkastning. Som beskrevet over har kunden gjerne fulgt JM og JMs produkter over en periode før de velger å bli kunde. Etableringen av kundeavtale er gjerne motivert av ønsket om å få ta del i den avkastningsmuligheten JMs produkter representerer. Vi mener at det må være tillatt å gjøre kunden oppmerksom på at hvis kunden endrer sin risikotoleranse, kan Foretaket etablere kundeforholdet hvis kunden ønsker dette".

Angående den ovennevnte standard e-post som kunder med lavere risikovillighet enn høy har mottatt skrev Foretaket at "Foretakets prosedyre når en kunde har oppgitt en annen risikoprofil enn høy er å sende en e-post til kunden om dette. Foretakets oppgjørsmedarbeider, som også etter sin ansettelsesavtale har ansvar for førstelinjekontroller, følger opp at det ikke etableres kundeavtaler med investorer som ikke aksepterer den risiko som følger med Foretakets produkter. Styret mener at det å informere kunden om hvorfor kunden avvises isolert sett ikke kan anses å være i strid med god forretningsskikk. Dersom den potensielle kunden selv velger å kontakte Foretaket i etterkant av en slik e-post, mener vi dette ligger innenfor det akseptable [...] Vi ser imidlertid at formuleringen avslutningsvis i e-posten kan tolkes som en oppfordring til å gjøre en slik endring. Dette har ikke vært hensikten og informasjonen til investor er derfor omformulert. Kunder som mottar e-post fra Foretaket som begrunner hvorfor investor ikke aksepteres som kunde (som følge av for lav risikotoleranse eller andre årsaker), vil for fremtiden inviteres til å kontakte Foretaket dersom de har spørsmål eller kommentarer til den e-posten de har mottatt. Foretaket mener at det må utvises betydelig forsiktighet med å kontakte potensielle investorer proaktivt etter at investor har mottatt en slik e-post fra Foretaket grunnet faren for påvirkning. Vi ser også at oppgjørsmedarbeider/controllert har uttrykt seg uheldig i sin dialog med meglere".

Foretaket erkjente i Tilsvaret at "oppfølging av investor i etterkant av slike e-poster burde vært unngått", og at "De fleste av samtalene Finanstilsynet har trukket ut er uheldige og har påvirkningspotensiale [...] Foretaket erkjenner at samtalene er kritikkverdige og beklager at disse ikke har vært fanget opp i compliancekontroller". Foretaket bemerket videre at "Foretaket erkjenner at det å kontakte potensielle kunder i etterkant av at kunden har gitt opplysninger som tilsier at investor etter Foretakets rutiner skal avvises, skaper en risiko for påvirkning som er kritikkverdig. Foretaket ser at flere av samtalene ikke har tilstrekkelig kvalitet". Foretaket sa seg også enig i "at begrunnelsene som i mange tilfeller gis for hvorfor Foretakets produkter har høy risiko er mangelfulle og i noen tilfeller feilaktige".

Når det gjelder Finanstilsynets kommentarer om at compliancefunksjonen i flere tilfeller har godkjent Foretakets praksis, skrev Foretaket at *"Finanstilsynet har kommentarer til Compliancefunksjonens kontroll av samtaler og mener disse tilsier at praksis med å påvirke kunder har vært en etablert og gjennomgående praksis for den undersøkte perioden, som er akseptert av compliance ved Foretakets tre største kontorer. Styret vil tilbakevise denne antakelsen på det mest bestemte og har valgt å gå igjennom Finanstilsynets utvalg av samtaler sak for sak".* I Foretakets påfølgende gjennomgang av de ti tilfellene Finanstilsynet trakk frem i Varselet, ser Foretaket for åtte av tilfellene ut til å konkludere med at compliancekontrollen ikke kan kritiseres, mens det for to av tilfellene bemerker at *"compliance burde vært mer kritisk"*.

Foretaket bemerket avslutningsvis at *"Det er avdekket en praksis som har hatt uheldige og kritikkverdige konsekvenser"*, men anførte at *"Det dreier seg om et relativt lite antall kunder som har blitt fulgt opp på telefon (29 kunder), og det er heller ikke slik at samtlige samtaler inneholder kritikkverdig påvirkning"* (et annet sted i Tilsvaret står det at *"Foretaket har gjennomgått hele sin kundeportefølje og identifisert totalt 29 tilfeller hvor det er gjort endring av risikovillighet i etterkant av telefonsamtale"*). Foretaket har opplyst i Tilsvaret at det i tillegg til å endre ordlyden i e-posten som begrunner hvorfor investor ikke kan aksepteres som kunde, også har innført internt forbud mot å ringe opp investorer som har mottatt slik e-post.

Foretakets egnethetsvurdering – Øvrige elementer i kundens investeringsmål

Foretaket skrev i Tilsvaret at *"Det er ikke slik at JMs produkter nødvendigvis innebærer at kunden også må krysse av på at midlene er øremerket spekulative investeringer og at kunden aksepterer store svingninger [...] JM mener, som kommunisert under det stedlige tilsynet, at obligasjoner tilrettelagt av Foretaket normalt har høy risiko. Produktene er dermed normalt ikke egnet (kanskje med unntak av de minst risikofylte obligasjonene) for kunder som ikke ønsker produkter med høy risiko" [...] "Kategorien "høy risiko" dekker imidlertid svært mange ulike kategorier av finansielle instrumenter og handelsstrategier, og dermed også instrumenter og strategier med høyere risiko enn de produkter Foretaket tilrettelegger" [...] "Foretaket har vurdert det dithen at de produktene Foretaket tilrettelegger kan være egnet for kunder som ønsker god avkastning og som tåler litt svingninger. Her kan det imidlertid tenkes unntak avhengig av hvor stor andel av samlet portefølje en kunde ønsker å eksponere" [...] "Når det gjelder type investering har Foretaket lagt til grunn at kundene normalt bør ha avsatte midler som de kan tåle å tape for at investeringene skal være egnet (selv om tapsrisikoen er lavere enn for mer spekulative investeringer og strategier). Produktene er i mindre grad egnet for kunder med målsetting om langsiktig grunnkapital/finansiell sikkerhetsbuffer for investeringene via JM. Avkrysning fra kunde på dette alternativet skulle etter Foretakets oppfatning vært reagert på og fulgt opp med megler og kunde før kunden eventuelt ble akseptert"*

Foretakets egnethetsvurdering – Kundens finansielle evne til å håndtere risiko

Foretaket skrev i Tilsvaret at *"Av de 35 kundene Finanstilsynet har trukket frem er det kun åtte kunder som mottar investeringsrådgivning. Resten er ordreformidlingskunder" [...] "Ordreformidlingskunder har [...] ingen forventning om at Foretaket skal vurdere andre forhold enn forståelse av risiko" [...] "Idet vurdering av informasjon om finansiell bæreevne, investeringsmål og risikovilje ikke er relevant ved hensiktsmessighetsvurdering av ordreformidlingskunder, mener Foretaket det ikke blir treffende å ta ordreformidlingskundene med i oversikten i Foreløpig Rapport [...] slik Finanstilsynet har gjort. Vi vil derfor konsentrere oss om rådgivningskundene som er trukket frem i oversikten"*.

Foretaket bemerket at Finanstilsynets beregninger i Varselet *"er feil på flere punkter. Dette skyldes at informasjonen som lå i materialet Finanstilsynet fikk oversendt i forbindelse med det stedlige tilsynet i noen tilfeller ikke har blitt hensyntatt i oversikten. I tillegg er ett lån tilbakebetalt før tiden, noe som ikke fremgår av tidligere oversendt transaksjonsoversikt" [...].* Foretaket viste en *"Korrigert oversikt over kundenes likvide midler i forhold til plasseringer på tidspunktet Finanstilsynet fikk oversendt materialet i forbindelse med det stedlige tilsynet"*, og kommenterte at *"Kundenes gjennomsnittlige plasseringer av likvide midler er som korrigert oversikt viser lavere enn det Finanstilsynet har lagt til grunn i Foreløpig Rapport, idet den viser 37% og ikke 53%".* Foretakets beregninger for de 35 utvalgte kundene viste at to av kundene har investert høyere beløp i Foretakets produkter enn det som er registrert som netto likvide midler i kundeavtalen, mens tolv av kundene tilsvarende har investert mellom 50% og 100% av netto likvide midler.

Foretaket kommenterte særskilt de seks kundene som ifølge Foretaket både er rådgivningskunder og som etter Foretakets beregninger *"har valgt å investere mer enn 50% av sine likvide beholdning i Foretakets produkter"*, og konkluderte med at *"både kundenes reelle risikovilje og deres evne til å tåle tap er tilstrekkelig hensyntatt og vurdert"* og at *"Foretaket ikke har ignorert rådgivningskundenes opplysninger om finansiell situasjon og tapsevne"*. Foretaket anførte videre at det har *"foretatt reelle egnethetsvurderinger hvor både kundens økonomi, tapsevne, risikovillighet og investeringsmål, samt kunnskap og erfaring, er vurdert"*. Foretaket anførte avslutningsvis at *"Styret anser at rådgivningskundenes investeringer ligger innenfor kundenes tapsevne. Det samme gjelder for ordreformidlingskundene selv om Foretaket ikke plikter å vurdere dette" [...] "Når JM vurderer tapsevne for rådgivningskundene legges det normalt til grunn at kunden skal tåle å tape hele investeringen"*.

4.4. Finanstilsynets endelige merknader

Foretakets kundetesting – Vurdering av kundens kunnskap og erfaring

Selv om kunnskap og erfaring knyttet til andre typer obligasjoner kan være relevant, så er Finanstilsynet ikke enig med Foretaket i at dette alene er et tilstrekkelig kriterium for å vurdere om kunden vil forstå risikoen knyttet til de obligasjonene Foretaket faktisk tilbyr. Denne risikoen vil – med varierende "sikkerhetspakker" bestående av eiendoms- og/eller aksjepant – typisk være betydelig høyere og langt mer kompleks enn for andre typer obligasjoner. Foretaket skriver i Tilsvaret at det har besluttet å innføre kategorien "high-yield"-obligasjoner i kundeavtalen, fordi kunden da gis *"et sterkere incitament til også å reflektere over grad av kredittrisiko"*. Finanstilsynet vil presisere at Foretaket etter verdipapirhandeloven er pålagt å forsikre seg om at kunden er i stand til å forstå risikoen knyttet til det aktuelle produktet som faktisk tilbys.

Finanstilsynets konklusjon etter dette er at Foretaket ikke har innhentet nødvendige opplysninger fra kundene til å kunne vurdere om kunden har tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen knyttet til Foretakets snevre produktspekter. Finanstilsynet ser alvorlig på dette. Som nevnt har 77% av de undersøkte kundene oppgitt å ha lav erfaring med obligasjoner. For disse kundene er det dermed uansett grunn til å stille spørsmål ved Foretakets egnethetsvurdering. Det er som nevnt også Finanstilsynets inntrykk, basert på gjennomgåtte kundesamtaler, at Foretaket har flere investorkunder som ikke synes å ha særlig kunnskap om eller erfaring med investeringer i den type produkter Foretaket tilbyr.

Foretakets egnethetsvurdering – Kundens vilje til å ta risiko

Foretaket påpeker at de fleste av kundene i de samtalene Finanstilsynet har trukket frem i Varselet er ordreformidlingskunder, og mener med det trolig å si at de fleste av Finanstilsynets eksempler ikke er relevante i en drøftelse av verdipapirhandelovens krav til egnethetsvurdering. Foretaket skriver samtidig at dette ikke har avgjørende betydning i og med at Foretaket her stiller samme krav til ordreformidlingskunder og rådgivningskunder. Finanstilsynet har i punkt 3 over konkludert med 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. Foretakets vektlegging av kundens risikovillighet (som utgjør en del av egnethetsvurderingen) overfor kunder som angivelig ikke skal motta investeringsrådgivning, inngår som nevnt i Finanstilsynets grunnlag for denne konklusjonen.

Finanstilsynet stiller spørsmål ved Foretakets forklaring om hensikten med å kontakte kunder som har oppgitt lav eller middels risikovillighet i kundeavtalen, sammenholdt med Foretakets beskrivelse av kontakten med potensielle kunder i forkant av en eventuell kundeavtale. Foretaket forklarer at hensikten med å kontakte de aktuelle kundene i etterkant av utfylt kundeavtale har vært å opplyse kunden om hvordan Foretaket risikoklassifiserer sine produkter, siden kundeavtalen ikke gir noen veiledning omkring dette. Foretaket beskriver samtidig kontakten med potensielle kunder i forkant av en eventuell kundeavtale som omfattende, normalt bestående av flere samtaler hvor nettopp Foretakets produkter og risiko knyttet til disse angivelig har vært sentrale temaer.

Foretaket skriver at kunden må gjøre et valg mellom de to iboende og uforenelige ønskene om lav risiko og høy avkastning. Foretaket bemerker at *"Etableringen av kundeavtale er gjerne motivert av ønsket om å få ta del i den avkastningsmuligheten JMs produkter representerer"* og at *"det må være tillatt å gjøre kunden oppmerksom på at hvis kunden endrer sin risikotoleranse, kan Foretaket etablere kundeforholdet hvis kunden ønsker dette"*. Foretaket kan synes å mene at det er alle kunders iboende ønske om høy avkastning som bør være det førende i disse vurderingene, og at Foretaket må kunne gjøre kunden oppmerksom på at kundens risikovillighet kan tilpasses dette. Foretaket skriver som nevnt også i den omtalte e-posten at *"Dersom det er slik at du aksepterer risikonivået i våre produkter ber vi om at du endrer klassifiseringen i innsendte kundepapirer"*. Finanstilsynet har over presisert at det sentrale temaet i både en hensiktsmessighets- og egnethetsvurdering er kundens forhold til risiko (og ikke til avkastning), og at verdipapirforetak må kartlegge kundens profil – herunder kundens forhold til risiko – uavhengig av sitt eget produkt- og tjenestespekter. Foretaket har andre steder i Tilsvaret sagt seg enig i dette.

Foretaket anfører flere steder i Tilsvaret at (i) det ikke er galt å informere potensielle kunder om at Foretakets produkter har høyere risiko enn hva kunden aksepterer, men at det er feil å påvirke kunden til å skifte mening, og at (ii) det ikke strider mot god forretningsskikk å opplyse investorer om hvorfor investor ikke kan aksepteres som kunde, så fremt dette gjøres på en nøytral måte. Det er imidlertid ikke slik denne saken ligger an. I de tilfellene Finanstilsynet har trukket frem i Varselet har Foretaket nettopp påvirket kunden til å skifte mening, ved at opplysningene om hvorfor investor ikke kan bli kunde ikke er overbragt på en nøytral måte men tvert imot med en oppfordring til å øke risikovilligheten slik at investor kan bli kunde. Foretaket vedgår at ordlyden i den standard e-posten som har vært sendt i denne forbindelse kan tolkes som en oppfordring til å øke risikovilligheten og at de fleste av de aktuelle samtalene mellom Foretakets rådgivere og kunder er kritikkverdige og har vært egnet til å påvirke kunden.

Foretaket skriver at Finanstilsynet mener at compliancekontrollene av de aktuelle samtalene mellom Foretakets rådgivere og kunder tilsier at Foretakets praksis med å påvirke kunder har vært etablert og gjennomgående for den undersøkte perioden, og at denne praksisen har vært akseptert av compliance. Foretaket tilbakeviser tilsynelatende både at praksisen har vært etablert og gjennomgående, og at compliance har akseptert denne praksisen. Finanstilsynet vil presisere at compliancefunksjonens godkjenning i de aktuelle tilfellene Finanstilsynet trakk frem i Varselet er ett av elementene i Finanstilsynets vurdering av en etablert og gjennomgående praksis. Andre elementer er e-posten med standard ordlyd som rutinemessig har vært sendt til alle kunder som har oppgitt lav eller middels risikovillighet, og at Foretakets ledelse og rådgivere har kontaktet slike kunder i den undersøkte perioden (2016-2017) med tilnærmet identisk muntlig argumentasjon for å få kunden til å øke risikovilligheten. Når det gjelder de ti tilfellene i compliance' kontrollskjemaer hvor det er konkludert med "OK", så er ikke Finanstilsynet enig med Foretaket i at compliance burde vært mer kritisk i kun to av disse tilfellene. Slik forholdene er beskrevet av Foretaket i Tilsvaret, er det Finanstilsynets konklusjon at compliance ikke skulle godkjent Foretakets fremgangsmåte i ni av disse tilfellene. For ett av tilfellene er det etter Finanstilsynets vurdering gitt en plausibel forklaring på hvorfor dette ble godkjent.

Foretaket påpeker at det "kun" er 29 kunder som er blitt fulgt opp på telefon, mens dette et annet sted i Tilsvaret er moderert til at 29 kunder har endret sin risikovillighet etter å ha blitt fulgt opp på telefon. Uavhengig av hvor mange kunder som faktisk er fulgt opp på telefon eller andre kommunikasjonsmedier, så har Foretaket vedgått at det har vært standard prosedyre å sende den omtalte e-posten til kunder som har oppgitt lav eller middels risiko i kundeavtalen. E-posten har som nevnt inneholdt følgende oppfordring: *"Dersom det er slik at du aksepterer risikonivået i våre produkter ber vi om at du endrer klassifiseringen i innsendte kundepapirer. Alternativt kan du sende oss en mail der du bekrefter at du er innforstått med og aksepterer at dine investeringer gjennom JOOL Markets har høy risiko"*.

Finanstilsynets konklusjon etter dette er at Foretakets etablerte praksis med å oppfordre kunder med lav eller middels risikovillighet til å endre dette til høy risikovillighet slik at salg av Foretakets høyrisiko-produkter kan gjennomføres, bryter klart med verdipapirhandellovens bestemmelser om kundetesting. Det

er også Finanstilsynets konklusjon at Foretakets compliancefunksjon, ved å konkludere med "OK" i kontrollskjema for de aktuelle tilfellene, har godkjent denne praksisen.

Finanstilsynet finner dette sterkt kritikkverdig. Verdipapirforetak må kartlegge kundens profil – herunder kundens forhold til risiko – uavhengig av sitt eget produkt- og tjenestespekter. Først når kundens profil er kartlagt, kan foretaket gå videre og vurdere hvilke tjenester, produkter og transaksjoner som er egnet for den aktuelle kunden. Det kan således oppstå situasjoner hvor ingen av foretakets tilbudte tjenester, produkter eller transaksjoner vurderes å være egnet for en kunde. Når Foretaket som beskrevet aktivt oppfordrer kunder til å "opplyse" Foretaket om at de har høy risikovillighet, slik at det skal passe til Foretakets produkter, så bryter dette klart med bestemmelsene om kundetesting og fremstår som et alvorlig misbruk av kundenes tillit og en grov tilsidesettelse av plikten til å ivareta kundens interesser. Dertil kommer at dette som hovedregel gjøres i etterkant av at kunden har fått presentert og har akseptert sin første investering gjennom Foretaket. Foretakets oppfordring til å endre risikovillighet fremstilles som en ren formalitet, etter at kunden har gjort sin investeringsbeslutning.

Finanstilsynet finner det oppsiktsvekkende at Foretaket rutinemessig kontakter nye kunder som har opplyst om at de har lav eller middels risikovillighet med en standard tekst som blant annet sier at *"For å bli akseptert som kunde hos JOOL Markets krever vi at kunden er innforstått med og aksepterer at investeringen er forbundet med høy risiko. Dersom det er slik at du aksepterer risikonivået i våre produkter ber vi om at du endrer klassifiseringen i innsendte kundepapirer"*, og samtidig fremstiller dette som en formalitet uten reell betydning. Til Finanstilsynet har Foretaket som nevnt opplyst at det *"anser sine produkter for å ha høy risiko og passer ikke for investorer som ikke har en høy-risiko toleranse og god forståelse av risiko"*.

Finanstilsynet finner det videre kritikkverdig at Foretakets compliancefunksjon har godkjent denne praksisen – både ordlyden i den standard e-post som rutinemessig er sendt til kunder som har oppgitt lav eller middels risikovillighet, og den påfølgende fremferden og argumentasjonen fra Foretakets rådgivere i kontakten med de aktuelle kundene.

Foretakets egnethetsvurdering – Øvrige elementer i kundens investeringsmål

Finanstilsynet er enig med Foretaket i at både alternativ 2 og 3 under punktene "Type investering" og "Investeringsmålsetning" i kundeavtalen kan passe sammen med høy risikovillighet. Foretaket ser ut til å være enig med Finanstilsynet i at alternativ 1 ("Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc" og "Investeringen skal vokse jevnt og sikkert") under de to punktene uansett ikke passer med høy risikovillighet. Finanstilsynets konklusjon etter dette er at de samlede opplysningene i kundeavtalene til flere kunder fremstår som lite konsistente og etterlater et inntrykk av et konstruert vurderingsgrunnlag for egnethet.

Foretakets egnethetsvurdering – Kundens finansielle evne til å håndtere risiko

Foretaket påpeker at kun åtte av de 35 kundene Finanstilsynet har trukket frem er rådgivningskunder, og at de øvrige 27 kundene ikke er relevante i en drøftelse av verdipapirhandellovens krav til egnethetsvurdering. Finanstilsynet har i punkt 3 over konkludert med 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.

Foretaket anfører at Finanstilsynets beregninger inneholder feil på flere punkter. Dette dreier seg ifølge Foretaket om til sammen åtte kunder. For fem av kundene er det opplyst om en endret finansiell stilling enn det som fremgår av opprinnelig oversendt dokumentasjon. Både Finanstilsynets og Foretakets beregninger viser at til sammen 14 kunder har investert over 50% av netto likvide midler i Foretakets produkter. I Foretakets beregninger er imidlertid andelen med investeringer over 100% av netto likvider redusert fra seks til to kunder. Finanstilsynets hovedinntrykk i Varselet, av at flere av de undersøkte kundene har fått anbefalt å plassere over 50% av sine midler i Foretakets høyrisiko-produkter, er dermed ikke endret. Foretakets beregnede gjennomsnitt på 37% ser ut til å være feil. Med Foretakets justeringer har de 35 utvalgte kundene i gjennomsnitt investert 45% av netto likvide midler i Foretakets produkter.

Foretaket kommenterer særskilt de seks kundene som ifølge Foretaket både er rådgivningskunder og som etter Foretakets beregninger har investert over 50% av netto likvide midler i Foretakets produkter, og bemerker at disse tåler å tape hele investeringen. Av de 35 direktekundene i utvalget Finanstilsynet har undersøkt har 11 stykker (31%) opplyst at kapitalen investert i Foretakets produkter er "Langsiktig grunnkapital, finansiell sikkerhetsbuffer etc" (alternativ 1 under "Type investering" i kundeavtalen). Fire av disse som har krysset av for alternativ 1 er blant de seks rådgivningskundene Foretaket har omtalt. Disse har etter Foretakets beregninger investert mellom 62% og 92% av sine netto likvide midler i Foretakets produkter. Finanstilsynet stiller spørsmål ved Foretakets egnethetsvurderinger for disse fire kundene.

Det er som nevnt Finanstilsynets konklusjon at Foretaket gjennomgående har ytet investeringsrådgivning til sine investorkunder. Av de 35 direktekundene i utvalget har 16 stykker (46%) opprinnelig oppgitt middels risikovillighet i kundeavtalen. Disse har, når Foretakets beregninger legges til grunn, investert i gjennomsnitt 60% av sine netto likvide midler i Foretakets produkter. De 11 kundene som har opplyst at kapitalen er finansiell sikkerhetsbuffer har, når Foretakets beregninger legges til grunn, investert i gjennomsnitt 55% av sine netto likvide midler i Foretakets produkter. Finanstilsynet stiller også spørsmål ved hvorvidt disse investeringene kan vurderes som egnet for de aktuelle kundene.

Finanstilsynets konklusjon etter dette er at Foretaket i mange tilfeller har unnlatt å vurdere kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i den anbefalte transaksjonen. Finanstilsynet finner også dette sterkt kritikkverdig, og det fremstår som et alvorlig misbruk av kundenes tillit og en grov tilsidesettelse av kundenes rettigheter.

Oppsummering

Det er basert på det ovennevnte Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har brutt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk, ved at det har ytet investeringsrådgivning fra salgsavdelingen uten å tilfredsstille 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 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 produkter må det stilles strenge krav til et verdipapirforetaks vurdering av egnethet eller hensiktsmessighet. Finanstilsynet ser svært alvorlig på Foretakets praksis med å oppfordre kunder til å endre sine opplysninger om risikovillighet slik at det passer med Foretakets produkter, og at Foretaket ikke har vurdert kundens finansielle evne til å håndtere risikoen og solgt store volumer av sine produkter i strid med kundens interesser.

5. God forretningsskikk – Befatning med underagenter konsesjonspliktige virksomhet

5.1. Rettslig utgangspunkt

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

Videre gir de øvrige bestemmelsene i vphl. § 10-11, samt utfyllende bestemmelser i verdipapirforskriften, anvisning på enkelte konkrete forpliktelser foretaket har i denne forbindelse, for å sikre investorbekyttelse og en minimumsstandard for kundebehandling.

Verdipapirforetak er i henhold til vphl. § 10-16 og vpf. § 10-42 flg. gitt mulighet til å benytte tilknyttede agenter som del av sitt salgsnett eller som en supplerende kanal for tjenesteyting. Virksomhet som tilknyttet agent krever ikke tillatelse etter vphl. § 9-1, men de skal registreres hos Finanstilsynet, og det skal i forbindelse med registreringen foretas en egnethetsvurdering. Verdipapirforetaket er samtidig ansvarlig for all virksomhet som den tilknyttede agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og skal ved bruk av agent påse at verdipapirforetaket fortsatt overholder sine plikter etter verdipapirhandelloven.

Samtidig med at regler om tilknyttet agent ble innført i verdipapirhandelloven av 2007, ble unntaket (i verdipapirhandelloven av 1997 § 7-1 (3) nr.3) for foretak som på selvstendig basis formidler ordre om verdipapirer til verdipapirforetak opphevet. Det betyr at det etter gjeldende regelverk må foreligge et formidler-/agentforhold mellom et verdipapirforetak og en agent for at agenten skal kunne yte investeringstjenester uten konsesjon.

5.2. Overordnet om konsernets utvikling og virksomhet

Foretaket har i Tilsvaret opplyst at JCPAB i dag er et holdingselskap *"i et konsern som har som forretningsidé å tilby finansielle tjenester, nærmere bestemt forsikringsformidling via JCPAS og investeringstjenester via JM"*.

JCPABs virksomhet var opprinnelig konsentrert om formidling av forsikringsløsninger med direktelån eller obligasjoner som underliggende instrumenter.

JCPAB kjøpte Foretaket, som da het Magellan AS, sommeren 2015. Magellan AS drev da med tilrettelegging av aksjer i unoterte selskaper, og det er opplyst at et siktemål med oppkjøpet var at JOOL-konsernet selv skulle kunne tilrettelegge obligasjonsutstedelser. Konsernet gikk da fra å selge forsikringsprodukter hvor underliggende investeringsvalg var direktelån og foretaksobligasjoner tilrettelagt av Mangold Fondkommission AB, *"til selv å håndtere tilrettelegging gjennom datterselskapet JM"*. På tidspunktet for oppkjøpet i 2015 var det tre ansatte i Foretaket, mens det per 30. juni 2018 var 73 ansatte.

Som nevnt i punkt 1 ovenfor, drev Foretakets søsterselskap JCPAS på tilsynstidspunktet med formidling av såkalte "unit link" forsikringsavtaler der de underliggende produkter i forsikringsavtalene blant annet var obligasjoner tilrettelagt og plassert av Foretaket. JCPAS ble registrert hos Finanstilsynet som forsikringsagent for Quantum i august 2014. JCPAS var på tilsynstidspunktet eksklusiv distributør for Quantum i Norge og Sverige, og formidlet Quantums livsforsikringsprodukt under merkenavnet "Jool Life". Produktet er en livsforsikring med investeringsvalg med åpent investeringsunivers (ikke begrenset til forhåndsbestemte investeringsporteføljer eller verdipapirfond). Forsikringselementet er minimalt og består i at kundens etterlatte eller begunstiget får utbetalt 101% av forsikringens verdi ved forsikringstakers død. Forsikringens verdi kan gjenkjøpes helt eller delvis på ethvert tidspunkt. Investeringsvalget i forsikringsproduktet formidlet av JCPAS var ikke begrenset til produkter tilrettelagt og plassert av Foretaket, men etter det opplyste er det kun obligasjoner tilrettelagt av Foretaket som er blitt aktivt distribuert av JCPAS.

Forsikringsagentforetak kan på visse vilkår benytte seg av underagenter. Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at JCPAS' strategi har vært å ikke ha egen salgsavdeling, men å drive salgsvirksomheten gjennom underagenter. JCPAS har etter det opplyste benyttet seg av om lag 30 underagenter.

Foretaket valgte i 2017 å bli underagent av JCPAS, i tillegg til å yte investeringstjenester. Valget om å bli underagent av JCPAS er opplyst å være del av en plan om å samle all virksomhet knyttet til investorers eksponering i obligasjoner, enten det skjer gjennom direkte investering eller gjennom forsikringsløsninger, under verdipapirforetaket i konsernet.

På tidspunktene for det stedlige tilsynet i Foretaket hadde Salgsleder verv og ansettelser i både JCPAS og Foretaket. Han var styremedlem og salgsleder (80%-stilling) i Foretaket og styreleder og daglig leder (20%-stilling) i JCPAS. Han ble ansatt i Foretaket 1. mars 2017, og ble meldt inn til Finanstilsynet som faktisk leder for investeringstjenestene mottak og formidling av ordre og investeringsrådgivning 29. mai 2017.

JCPAS har opplyst at virksomheten som forsikringsagent er avviklet.

5.3. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet viste i Varselet til en rekke telefonsamtaler med Salgsleder fra mars, april, september og oktober i 2017, altså fra perioden da Salgsleder var ansatt både i Foretaket og JCPAS. Motparter i samtalene var i hovedsak enten andre underagenter av JCPAS eller kunder av underagenter og/eller av Foretaket.

Finanstilsynets inntrykk av samtalene ble oppsummert slik: *"Finanstilsynet har over vist eksempler som sterkt indikerer at Jool over en lengre periode (fra mars til oktober 2017) har akseptert og lagt til rette for at flere av JCPAS' underagenter yter investeringstjenester – ved at underagenten har gitt investeringsråd til kunder og/eller formidlet ordre fra kunder til Foretaket i tilknytning til direkteinvesteringer i finansielle instrumenter tilbudt av Foretaket (og ikke gjennom forsikringsløsningen tilbudt av JCPAS) og at underagenten har fått betalt provisjon fra Jool og/eller kunden for dette".* "Jool" er i Varselet definert som Foretaket, JCPAS og Salgsleder i fellesskap.

Finanstilsynet påpekte at hverken JCPAS eller deres underagenter (bortsett fra Foretaket) hadde tillatelse etter verdipapirhandelloven til å yte investeringstjenester på forretningsmessig basis. Ingen av dem var heller registrert som tilknyttet agent av Foretaket. JCPAS/underagentene kunne således kun formidle forsikringsprodukter i henhold til avtale mellom Quantum og JCPAS og avtaler mellom JCPAS og underagentene.

Nedenfor er inntatt sitater fra et utvalg av samtaler mellom Salgsleder og ulike underagenter av JCPAS eller kunder av underagenter som det ble vist til i Varselet. Alle samtalene dreier seg om direkteinvesteringer i emisjoner plassert av Foretaket:

- En ansatt i "underagent a" sier at han har en kunde [...] som kommer til å ringe til Salgsleder og bekrefte tegning for NOK 2,5 millioner i prosjektet. Salgsleder: *"veldig bra, da skal jeg ha ordremottak-blanketten min klar her"*. Underagenten: *"Ja jeg håper jeg har gjort det riktig, for jeg har tegnet på Jool Life og, men Jool Life kommer jo utenom. Jeg måtte jo registrere han på Jool Markets"*. Salgsleder sier han skal sjekke at kunden er riktig registrert som kunde hos Foretaket. Salgsleder ringer opp igjen rett etterpå og spør om kunden har *"signert de papirene som du ga ham [...] har du fått signatur på dem?"*. Underagenten: *"Ja"*. Salgsleder: *"Da kan du bare sende dem til meg, det holder det"*. Underagenten: *"Ja men nå har jeg gitt ham beskjed om at han skal ringe deg"*. Salgsleder: *"OK, greit"*
- Samtale med en ansatt i morselskapet til "underagent a": Vedkommende spør om det fortsatt er mulig å tegne i prosjektet for en million. Salgsleder sier at det er plass til en million til. Underagenten sier at han da har alt nesten klart, han skal bare få kunden til å registrere seg, *"og så er det enklest om han bare ringer deg da?"*. Salgsleder: *"Det enkleste er at han ringer meg, når han har registrert seg som kunde så ringer han meg og så tar jeg imot den dokumentasjonen jeg trenger, og så legger jeg den ordren inn i boka"*. Underagenten: *"Da skal jeg ringe han og be han om å registrere seg og så ber jeg han ringe deg så snart han har registrert seg. Skal jeg få signaturen hans på garantiavtalen?"*. Salgsleder: *"Nei jeg tar det med han på telefon"*. Underagenten: *"Da kommer [kunden] til å ringe deg, han har pengene klar i dag, så da ringer jeg han nå"*
- En kunde av "underagent b" ringer Salgsleder og sier han er blitt informert av underagenten om et prosjekt. Han er allerede registrert som kunde hos Foretaket. Han tegner seg i prosjektet *"varighet tre måneder [...] kjøp og salg på pari kurs"*
- Samtale med en ansatt i "underagent b": Salgsleder informerer om at kunden som omtalt i punktet over tegnet for NOK 2 millioner i det aktuelle prosjektet. Underagenten: *"Det var konge, da nådde jeg nesten ti millioner på den der"*
- Samtale med en kunde i "underagent c": Kunden ringer og sier *"Jeg skulle ringe inn en ordre til deg"*. Salgsleder: *"Ja du har snakket med disse gutta som du har som rådgiver"*. Kunden: *"[sier navnet på den ansatte i underagenten]"*. Salgsleder: *"Ja jeg pratet med [ham] i går, og nå ringer det en annen kunde av [ham] [...] jeg skal bare sende en melding til han"*. De bekrefter på tapet linje at kunden er kunde i Foretaket fra før. Kunden: *"Det jeg skulle si til deg det var at jeg skal ha en million i [prosjektet], og det skulle jeg gjøre med en gang på morgenen i dag"*. Salgsleder: *"Ja det er den vi prater om"*
- Samtale med en ansatt i "underagent c": Underagenten sier *"[Prosjektet], der har jeg sendt deg alle papirer på de som kjøper i linken"* (Quantums unit-link forsikringsløsning) *"og så er det noen som skal kjøpe som direktetegning, alle de er registrerte kunder hos Jool Markets [...] skal de bare ringe inn ordre?"*. Salgsleder: *"Til meg"*. Underagenten: *"[Kunde a], han har tegnet for en million [...] og han"*

ønsker å bruke disse pengene til oppgjør [...] hvis vi får folk til å ringe inn i løpet av dagen, så må dere beregne hva som er påløpte renter [...] sånn at vi kan be folk å betale inn til Jool Markets, på vanlig klientkonto [...] den oversikten fikk du i går". De blir enig om at direktekundene ringer Salgsleder og legger inn ordre. De snakker senere i samtalen om at "kunde a" ikke får betalt inn før mandag, at "kunde b" har ringt inn ordren direkte til Salgsleder, at "kunde c" har sendt ordre på e-post til Salgsleder og at "kunde d" kommer til å ringe inn en ordre til Salgsleder i løpet av dagen

- Samtale med en ansatt i "underagent d": Underagenten sier han snakker med kunden og at han tegner for en million dersom han får bekreftet at en rettssak er vunnet i høyesterett. Salgsleder sier han skal fikse det. Underagenten: "Hvis du får gjort det og kjapt forklart sikkerheten så skal vi fikse den millionen før lunch"
- Samtale med en annen ansatt i "underagent d". Tema i samtalen før denne har vært en kunde som skal selge en obligasjon og kjøpe en annen. Underagenten sier: "Jeg har en tegning nå på 500 i den her [...] han er registrert hos Markets allerede så han". Salgsleder: "Da er det bare å få han til å bekrefte på en mail til meg og bekrefte at han vil kjøpe, og til hvilke terms han vil kjøpe". Underagenten spør hvordan det er med kurtasje, "kan jeg ta den marginen der?". Salgsleder sier de nå har en gjennomgang av "hvordan dette systemet skal fungere [...] i forhold til compliance-ting og sånt noe [...] Kan ikke jeg få dobbeltsjekke hva de endte opp med å bli enig om i går. I utgangspunktet så er det sånn at det er en prosent imellom som går bort, [...] og så er det da en eller annen form for kurtasje på toppen og den går jo da til dere, det er deres betaling ikke sant [...] Den kan være inntil, jeg tror det er tre prosent, jeg skal dobbeltsjekke hva de ble enige om". Underagenten: "OK, jeg sender deg detaljene på mail"

Finanstilsynet viste også til samtaler mellom Salgsleder og en person som i Tilsvaret er opplyst å være ansatt i JCPAB. Vedkommende skal ha utført utkontrakterte "back office"-oppgaver for JCPAS. Utdrag fra disse samtalen er vist under. I disse samtalen diskuteres utbetalinger til flere underagenter for det som høres ut å være kunders direkteinvesteringer:

- De snakker om utbetaling av provisjoner til underagenter. Den ansatte i JCPAB sier at det er kommet inn noen deal-sheets fra underagenter, og at "underagent d" har sendt inn deal-sheets og har gjort ganske mye, "åtte millioner, med mange direktekunder". Salgsleder: "Det skal vi særskille ut sånn at de får det som tipshonorar, det skal vi løse [...] Der skal vi gjøre en spesialare på den [...] det kommer en tilbakemelding til deg på hvordan det skal gjøres"
- Den ansatte i JCPAB sier "[underagent d], har de verdipapirkonsesjon til å gjøre direkte affär med han". Salgsleder: "Det vi skal gjøre, som jeg har blitt enig med [underagent d] om, er [...] at han skal få et [...] tipshonorar som stemmer overens med det som er [...] men vi må vite hvor mye, så vi bruker deal sheet'et som grunnlag [...] så får han et tipshonorar som er en engangs utbetaling for å ha tipset inn kunder til Jool Markets [...]". Den ansatte i JCPAB sier: "Det skal ikke være full betaling på dem eller". Salgsleder: "Jo, vi skal vite hvor mye det er de har, både i kurtasje, og [...] altså, på vanlig måte, men det vi gjør [...] altså, vi spesifiserer ikke hva det gjelder [...] Jool Markets betaler et tipshonorar til dem basert på at de har tipset inn åtte kunder eller fire kunder eller hvor mange kunder det er, og så får de da et tipshonorar på kroner [...] vi vil jo vite hvilke kunder det gjelder, sånn at vi har det som underlag"
- De har en gjennomgang av honorarutbetalinger til underagenter. Salgsleder går gjennom de ulike underagentene som skal ha betaling: "[Underagent d] er betalt men ikke [...] tips, [underagent a] den er betalt den på 223.000 mens den på 202.000 det er tips, så den er ikke betalt, [underagent b] på 87 og på 107 er betalt [...]". Den ansatte i JCPAB sier "[Underagent b] tips har du ikke betalt?". [Salgsleder]: "Nei jeg har ikke betalt [underagent b] tips [...] vent litt, er det den på 105.000, jo den er betalt, for det er i og for seg mine kunder, så den er betalt [...] Den på 105.000 den er betalt, den på [underagent e] [...] [underagent f] er betalt, der har jeg altså betalt begge to, [underagent g] er bare betalt en gang, de har ikke noen avtale om tipsavtale heller, så den er bare betalt en gang [...] Jeg skal stemme av med gutta på Markets her hvordan vi skal gjøre det med de derre tipsbetalingene [...] – Det de kaller "tips" i denne gjennomgangen ble i Varselet antatt å være betaling for ordre fra direktekunder

Finanstilsynet forela Foretaket utdrag fra samtale forut for Varselet, og mottok to svar fra Foretaket. I Varselet kommenterte Finanstilsynet at de svar som ble gitt fra Foretaket demonstrerte at Jool hadde et svært lite bevisst forhold til verdipapirhandelens avgrensninger vedrørende konsesjonspliktige investeringstjenester og behandling av kunder.

Finanstilsynet viste særskilt til følgende uttalelse fra Foretaket: "*Disse samtale indikerer at JCP i alle fall i noen tilfeller har betalt sine underagenter for kundehenvvisninger til JOOL Markets. Dette har i tilfelle skjedd uten noen involvering fra eller informasjon til JOOL og JOOL har dermed ingen ytterligere informasjon om slike eventuelle honorarer*". Finanstilsynets vurdering var at Foretaket her forsøkte å trekke et svært kunstig skille. Det ble påpekt at Salgsleder fremstod som helt sentral i praksisen med å legge til rette for underagentenes ulovlige virksomhet, og at Salgsleder på tidspunktet for samtale var ansatt i en 80%-stilling i Foretaket, samt at han var styremedlem i Foretaket. Finanstilsynet fant det etter forholdene klart at Salgsleder må identifiseres med Foretaket med hensyn til kunnskap om de aktuelle forholdene, slik at Salgsleders kunnskap anses som Foretakets kunnskap.

Finanstilsynet kommenterte særskilt også følgende uttalelse fra Foretaket: "*I rollen som ansatt i JCP hadde [Salgsleder] blant annet kontakt med underagenter av JCP. I rollen som ansatt i JOOL har han blant annet tatt imot ordre om tegninger*". Finanstilsynet skrev i Varselet at Salgsleder i de aktuelle telefonsamtalene har hatt kontakt med underagenter både om kunders investeringer i JCPAS' forsikringsprodukter og i Foretakets finansielle instrumenter. Det ble påpekt at det i mange av samtale sies rett ut at det er snakk om en kundes direkteinvesteringer, og at Salgsleder i mange tilfeller ber om bekreftelse på at den aktuelle kunden er registrert som kunde hos Foretaket. Finanstilsynet skrev at Salgsleder må ha forstått at underagentene i flere tilfeller mest sannsynlig har ytet investeringsråd og at kunden er instruert av underagenten om hvordan ordreinnleggelsen skal skje i etterkant til Salgsleder. Finanstilsynet viste videre til samtale fra mars 2017 med den ansatte i JCPAB og uttalte at disse viser at underagentene får betalt for dette. Videre skrev Finanstilsynet at Salgsleder også så sent som i oktober 2017 snakker åpent med en av underagentene om "*kurtasjen de kan ta i tilknytning til kunders direkteinvesteringer. I disse samtale med [underagenten] går det også klart frem at underagenten yter investeringsråd og formidler direkteordre, og får betalt for dette.*"

Oppsummert var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket har akseptert og lagt til rette for at flere av JCPAS' underagenter har drevet konsesjonspliktig investeringstjenesteytelse, ved at underagenten har gitt investeringsråd til kunder og/eller formidlet ordre fra kunder til Foretaket i tilknytning til direkteinvesteringer i finansielle instrumenter tilbudt av Foretaket (og ikke gjennom forsikringsløsningen tilbudt av JCPAS), og at under-agenten har fått utbetalt provisjon for dette. Basert på dette, var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket med denne praksisen har brutt verdipapirhandelens krav til god forretningsskikk ved å unnlate å sørge for at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1).

5.4. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket tok i Tilsvaret sterk avstand fra at Foretaket har lagt til rette for og akseptert at underagenter av JCPAS har drevet konsesjonspliktig investeringstjenesteytelse.

Foretaket omtalte i Tilsvaret dets betraktninger rundt grensene for investeringstjenester etter verdipapirhandelens lov, og pekte i den forbindelse på at det for foretak som driver forsikringsformidling kan være krevende å avgjøre når henvisninger av kunder og råd til kunder utgjør investeringsrådgivning og/eller ordreformidling.

Finanstilsynet forstår Tilsvaret dit hen at Foretaket uansett mener at det ikke er ansvarlig for de omtalte forhold fordi Salgsleder ved oppfølgingen av underagenter kun har opptrådt som daglig leder i JCPAS, og at det er JCPAS som må holdes ansvarlig for dette.

Hovedlinjene i Foretakets betraktninger rundt disse to temaene er gjengitt nedenfor.

Henvisninger og råd fra forsikringsagenter/underagenter

Foretaket redegjorde i Tilsvaret for sin vurdering rundt bruken av såkalte tipsavtaler. Foretaket fremholdt at det å markedsføre et annet verdipapirforetaks investeringstjenester ikke er konsesjonspliktig investeringstjenestevirksomhet i seg selv, og at det dermed i prinsippet ikke er noe i veien for at Foretaket kan inngå henvisningsavtaler/tipsavtaler med andre foretak eller enkeltpersoner. Dette forutsetter, etter Foretakets syn, at kunden henvises videre uten at det på forhånd, eller i forbindelse med henvisningen, ytes investeringstjenester fra tipsagenten. Foretaket skriver at "*[k]undeetableringsprosessen og videre oppfølging av kunden innenfor verdipapirforetakets produkt- og tjenestespekter vil være verdipapirforetakets eneansvar*", og at honorarstrukturen i slike avtaler bør være et engangshonorar pr. kunde, "*slik at tipsagenten ikke har noen økonomiske incentiver knyttet til kundens videre investeringer via verdipapirforetaket.*"

Foretaket har forut for Varselet opplyst at det har inngått én såkalt tipsavtale med en underagent av JCPAS. Avtalen er datert i april 2017, og det fremgår av denne at underagenten har tipset investorer "*om JM og de tjenester JM leverer*". Det fremgår videre at tre navngitte investorer har registrert seg som kunde hos Foretaket som en følge av tipsene, og at investorene har tegnet seg i en emisjon der Foretaket er tilrettelegger. Det er videre presisert at tips om investorer ikke skal forekomme på regulær basis, og det er avtalt et engangshonorar per investor for tipset. Avslutningsvis bekrefter underagenten å ikke ha drevet investeringsrådgivning eller ordremottak/-formidling, men "*kun markedsført JM som selskap.*"

Foretaket opplyste i Tilsvaret at selv om det etter omstendighetene kan være adgang til å markedsføre et annet verdipapirforetaks investeringstjenester uten konsesjon, er Foretaket "*like fullt bevisst på at det i konkrete tilfeller kan være krevende å trekke et skille mellom virksomhet som består i å henvise en kunde videre og virksomhet som vil omfatte investeringsrådgivning og/eller ordreforidling. Dette vil være spesielt krevende for foretak som ellers driver virksomhet som kan ha likheter med investeringsrådgivning og ordreforidling.*" Foretaket viser deretter til at JCPAS' virksomhet "*som agent for Quantum Leben AG, herunder en åpen Unit Link-kontrakt med fritt investeringsvalg, innholdsmessig har elementer ved seg som kan minne om investerings-tjenestevirksomhet, og da spesielt investeringsrådgivning. Rådgivning om forsikringsbehovet forutsetter etter Finanstilsynets tolkning også rådgivning om underliggende aktiva i forsikringskontrakten, jf. Finanstilsynets rundskriv 14/2016. Til dette kommer at JCPAS vil kunne fange opp kundens ønske om direkteeksponering fremfor eksponering via forsikringskontrakter i forbindelse med konkrete samtaler om potensielle nye underliggende til forsikringskontrakter. Dialogen vil dermed kunne være utledet av en situasjon hvor kunden planlegger en transaksjon og endog har fattet sin prinsipielle beslutning om eksponering allerede, uten at forsikringsformidler nødvendigvis har opptrådt i strid med regelverket.*"

Foretaket er ikke ansvarlig for de omtalte forhold – Salgsleder har opptrådt som daglig leder i JCPAS

Foretaket avviste i Tilsvaret at det har akseptert og/eller lagt til rette for konsesjonspliktig investeringstjenesteytelse fra underagenter, og skrev i den forbindelse at Foretaket har vært og er bevisst på at forsikringsagenter ikke kan yte investeringstjenester. Foretaket fremholdt at det ikke kjente til at så kan ha skjedd likevel, før kommunikasjonen med Finanstilsynet i mai 2018 der Foretaket fikk identifisert lydopptak med Salgsleder. Videre ble det fremholdt at den antatte ulovlige virksomheten er skjedd i regi av Salgsleders utøvelse av rollen som JCPAS' daglige leder, og at kritikk vedrørende oppfølging av underagenter må rettes til JCPAS.

Foretaket la til grunn at Finanstilsynet anser Foretaket å ha et ansvar for (i) Salgsleders opptreden som daglig leder og styreleder i JCPAS, (ii) deler av JCPAS' virksomhet, og (iii) deler av virksomheten til JCPAS' underagenter. Foretaket er sterkt kritisk til Finanstilsynets vurderinger, og skriver: "*Styret forstår ikke hvilken handlenorm Finanstilsynet her anvender. Samtlige av Finanstilsynets konkrete anførsler knytter seg til søsterselskapets oppfølging av sine underagenter. Dette er selskaper som JM verken har avtalemessig relasjon til eller noen form for samarbeid med. Finanstilsynet søker å utvide et verdipapirforetaks aktsomhetsområde, kontrollforpliktelser og arbeidsgiveransvar til foretak JM ikke har noen reell eller formell innflytelse over eller innsyn i og til ansatte i slike foretak.*"

Når det gjelder Finanstilsynets uttalelse om at Salgsleder etter forholdene klart må identifiseres med Foretaket med hensyn til kunnskap om de aktuelle forholdene, skrev Foretaket at Finanstilsynet her ser helt bort fra at Salgsleder også var daglig leder og styreleder i søsterselskapet, som drev operativ virksomhet med sine underagenter. Foretaket pekte på at Finanstilsynet i sin tilsynsrapport til JCPAS ikke har kritisert JCPAS direkte for å drive påstått ulovlig virksomhet, og skrev: *"Finanstilsynet har lagt størstedelen av ansvaret på JM som den konsesjonshavende parten etter verdipapirhandelloven. Styret er overrasket over at Finanstilsynet ber Foretakets styre om å kommentere mulig ulovlig virksomhet i JCPAS, mens JCPAS ikke er bedt om å kommentere dette. Styret antar at det ikke er Finanstilsynets mening å kommunisere at risikoen for virksomheten i JCPAS skal bæres (utelukkende) av et annet rettssubjekt, og endog da av et søsterselskap uten noen rettslig eller faktisk rolle i dette selskapet."*

Foretaket drøftet deretter nærmere: (i) Om det er grunnlag for å holde Foretaket ansvarlig for JCPAS' virksomhet og (ii) om Foretaket kan identifiseres med Salgsleder personlig (og dermed holdes ansvarlig for hans opptreden).

Hva gjelder ansvar for JCPAS' virksomhet, ble det fremholdt at et slikt ansvar enten må bygge på at Foretaket i sin egen forretningsførsel har opptrådt klanderverdig eller på en identifikasjon med JCPAS. Foretaket antok imidlertid at dersom det skal holdes ansvarlig for JCPAS' virksomhet, så har Finanstilsynet ment at et slikt ansvar må bygge på at Foretaket i sin egen forretningsførsel har opptrådt klanderverdig, og skrev om dette:

"Styret antar at det reelle grunnlaget Finanstilsynet bygger på neppe er selskapsrettslig identifikasjon (som uansett savner nødvendig rettslig grunnlag), men snarere at JM selv må klandres for manglende årvåkenhet med hensyn til JCPAS' egen virksomhet. Styret har vurdert om JM bør kunne klandres for den virksomhet JCPAS har drevet. Dette ville i så fall forutsette (i) at JM har vært klar over de ulovlige forhold og (ii) at JM har hatt en varslingsplikt til søsterselskapet om dette. Øvrige virkemidler er ikke tilgjengelige for JM."

Foretaket avviste at det har hatt noen befatning med, kunnskap om eller mistanke om de påståtte forhold. Foretaket viste i den forbindelse til en rekke momenter, hvorav hoveddelen er som følger:

- *"Det alt vesentlige av de samtalene Finanstilsynet viser til i [Varselet] er mellom daglig leder i søsterselskapet og dette selskaps underagenter. [...]"*
- *Ingen av samtalene er med JM. Det kan ikke være noen tvil om at det dreier seg om JCPAS' virksomhet. Ingen av samtalemotpartene har noen form for relasjon til JM, med unntak av den ene tipsavtalen som JM har beskrevet i dialog med Finanstilsynet tidligere*
- *JM har ikke betalt JCPAS' underagenter eller kunder for ordreformidling og har ikke hatt noe kjennskap til at JCPAS har betalt underagenter eller kunder for dette. Dette er igjen daglig leder i søster-selskapet*
- *JM har aldri akseptert eller lagt til rette for at underagenter av JCPAS (som [Foretaket] ikke har avtaleforhold til og dermed verken innsyn i eller instruksjonsrett over) kan drive investeringstjenestevirksomhet. Ingen av samtalene tilsier at [Foretaket] er involvert*
- *JM er godt kjent med rekkevidden av verdipapirhandelloven og har iverksatt tiltak for å sikre compliance*
- *JM ikke har hatt noe faktisk grunnlag for å varsle JCPAS om potensielt uheldige eller ulovlige forhold. [...]"*
- *Compliance i JM har ingen funksjon innenfor JCPAS. Det ligger ikke innenfor compliance i JM sin oppgave å gjennomføre internkontrolltiltak i et søsterselskap. Hvordan daglig leder i søsterselskapet agerer overfor sine egne forretningsforbindelser ligger utenfor JM's kontroll og kompetanse"*

Foretaket vurderte deretter spørsmålet om Foretaket kan identifiseres med Salgsleder personlig, og skrev:

"Forholdet til [Salgsleder] personlig fremstår som mer komplekst enn forholdet til JCPAS. JM har hatt et arbeidsgiverforhold til [Salgsleder] og han har også vært medlem av Foretakets styre. Spørsmålet er om JM må forventes å kontrollere de oppgaver [Salgsleder] utfører i regi av sin rolle som daglig leder i et annet selskap, fordi [Salgsleder] også er ansatt i JM, og således at Foretaket burde oppdaget forholdet."

JM har som arbeidsgiver et ansvar for atferd som må anses som et påregnelig utslag av den arbeidsinstruks en arbeidstaker er underlagt. JM har dermed arbeidsgiveransvar for de arbeidsoppgaver [Salgsleder] har utført i rollen som ansatt i JM. JM har ikke ansvar for oppfølging av JCPAS' underagenter og kunder, og [Salgsleders] arbeidsoppgaver i så måte ligger utenfor JM's ansvar, styring og kontroll."

5.5. JCPAS' kommentarer til Varselet

Foretaket har delt med JCPAS de deler av Varselet som gjelder underagentenes investerings-tjenestevirksomhet. JCPAS har besvart denne delen av Varselet (som del av tilsvaret til foreløpig rapport fra tilsyn hos JCPAS). Hovedtrekkene i JCPAS' svar gjengis her:

JCPAS sa seg enig i at de refererte samtalene indikerer at det sannsynligvis er gitt investeringsråd fra under-agentene, men fremholdt at dette ikke er noe Foretaket kan holdes ansvarlig for. JCPAS opplyste at det tar det fulle ansvaret for den oppståtte situasjon, men ønsket også å forklare hvordan det kunne skje.

Det ble opplyst at kunder, eller potensielle kunder, av JCPAS gjøres oppmerksom på nye foretaks-obligasjoner fra Foretaket gjennom e-postlister, nyhetsoppdateringer på JOOL-foretakenes nettsted eller seminarer holdt av Foretaket eller JCPAS.

JCPAS pekte på at det dermed kunne oppstå situasjoner der underagenter foretar rådgivning om forsikringsproduktet og underliggende eksponering, og at kunder vil investere, men ikke gjennom forsikring. Det ble opplyst at underagentene da vil kunne henvise til Foretaket direkte, og det ble også uttalt at et naturlig neste skritt for underagenten vil være å rapportere dette til Salgsleder "*som daglig leder og kontaktpunkt i JCP og faglig leder på salg i JM.*" Det ble uttalt at underagentene under en formalisert tipsavtale da også vil kunne motta godtgjørelse for sin henvisning.

JCPAS skrev: "*Det som typisk er skjedd er at det i utgangspunktet er gitt lovlig forsikringsrådgivning – innenfor rammen av underagentens rolle som sådan. Mange kunder står på epostlister der det gjøres oppmerksom på nye foretaksobligasjoner fra JM eller blir oppmerksom på slike emisjoner gjennom nyhetsoppdateringer på JOOL-foretakenes nettsted. Under kartlegging eller analysen av kundens behov har det så antagelig kommet frem at forsikring ikke passer for kunden for eksempel for dette produktet. Det kan for eksempel være fordi produktet har svært kort løpetid der kunden vil være avhengig av å kunne reinvestere for å ha full nytte av de skattemessige fordelene med utsatt beskatning av renter. Underagenten skal i slike sammenhenger fraråde tegning av forsikring. Og om kunden ønsker å gjøre investeringen direkte, skal de gi beskjed om at de burde ta kontakt med en megler hos JM. Om man likevel gir råd og/eller reelt sett tar i mot og formidler ordren til JM, har de overtrådt grensene for hva underagentrollen tillater. Det hjelper da ikke om man kaller dette tipshonorar eller formelt registrerer ordren hos verdipapirforetaket dersom rådgivning/formidling reelt sett allerede er gjort.*"

JCPAS skrev også: "*JCP's tydelige innstilling er at underagentene tydelig vet at underagentenes rolle er å rådgive om Quantum-forsikringer og underliggende investeringer innenfor rammen for en forsikring. Om kunden, til tross for at det ikke er lett å investere i forsikring, ønsker å investere i produktet, så henvises kunden til JM. JCP vil imidlertid igjen poengtere at det ikke skulle betales noen form for erstatning til under-agenten.*"

JCPAS bemerket at Salgsleder må identifiseres med JCPAS, men fremholdt at dette har vært et klart brudd med JCPAS' forretningsplan og strategi.

JCPAS opplyste at honorarer for de omtalte formidlingene er betalt av JCPAS til underagentene, men at styret i JCPAS ikke har kjent til dette. Hvordan betalingene er foregått, ble forklart slik:

"JCP har mottatt returprovisjon for distribusjon av produkter gjennom forsikring som en andel av markedsføringshonorar betalt av utsteder til JCP AB. Betalingen for direktetransaksjonene som er formidlet til JM har fulgt samme vei i JCP-systemet som produkter formidlet gjennom forsikringer, og er ikke

oppdaget. Det er viderebetalt til underagenter for deres distribusjon enten det er knyttet til forsikring eller ikke. Det er [Salgsleder] som har hatt ansvar for utbetalingene."

5.6. Finanstilsynets endelige merknader

Henvisninger og råd fra forsikringsagenter/underagenter

Finanstilsynet er enig i at det å markedsføre et annet verdipapirforetaks investeringstjenester som et utgangspunkt ikke er konsesjonspliktig investeringstjenestevirksomhet i seg selv. Dette forutsetter imidlertid at markedsføringen er generell i sin natur, for eksempel ved at man markedsfører et verdipapirforetaks tjenester og produktspekter generelt. Finanstilsynet bemerker at Foretaket synes å ha lagt opp til nettopp slik markedsføring i Tipsavtalen som er inngått mellom en av underagentene og Foretaket:

"Tipsagenten har tipset investorer om JM og de tjenester JM leverer. Som følge av slike tips ("Tips") har investorer registrert seg som kunde hos JM og gjennom JM investert i et lån JM har tilrettelagt for (...) ("Obligasjonen")." Og videre: "Tipsagenten bekrefter å ikke ha drevet investeringsrådgivning eller ordremottak/-formidling, men kun markedsført JM som selskap." (Finanstilsynets understrekninger).

Når en forsikringsagent/underagent som har en samtale med en investor om investering i en bestemt obligasjon for et angitt beløp gjennom en forsikringsavtale, ender opp med å henvise vedkommende til et verdipapirforetak med det formål at investoren i stedet skal gjennomføre en direkteinvestering i den aktuelle obligasjonen for samme beløp, er en utenfor slik generell markedsføring av verdipapirforetakets investeringstjenester eller produktspekter. I slike tilfeller er grensen mot ordreforidling til verdipapirforetaket overtrådt.

Foretaket har som nevnt kommentert at det i konkrete tilfeller kan være krevende å trekke et skille mellom virksomhet som består i å henvise en kunde videre og virksomhet som vil omfatte investeringsrådgivning og/eller ordreforidling. Finanstilsynets utgangspunkt er at en står overfor formidling av ordre dersom underagenten bringer kunden og verdipapirforetaket sammen med det formål at kunden skal legge inn en ordre i et bestemt finansielt instrument. Finanstilsynet påpeker at det er vist til flere eksempler der underagenter av JCPAS' har opptrådt langt mer aktivt i forhold til kundens direktetransaksjon enn å kun henvise kunden til Foretaket eller tipse Foretaket om kunden i forbindelse med konkrete transaksjoner, for eksempel ved å i tillegg bistå ved kundeetableringen hos Foretaket.

Hva gjelder investeringsrådgivning, har Foretaket pekt på at det er særlig vanskelig å trekke et skille mellom investeringsrådgivning og forsikringsformidling, ettersom rådgivning om forsikringsbehovet forutsetter rådgivning om det underliggende finansielle instrumentet. Finanstilsynet presiserer at dersom investeringsrådgivningen kan sies å være skjedd som ledd i forsikringsformidlingen, så vil det ikke utløse krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven, da forsikringsformidling reguleres av forsikringsformidlingsloven. Dersom en forsikringsagent/underagent derimot må sies å ha beveget seg utenfor forsikringsformidling, for eksempel ved å kontakte kunder med det formål å rådgi om investering i det finansielle instrumentet direkte, stiller dette seg annerledes.

Hva gjelder den faktiske praktiseringen som er avdekket av Finanstilsynet, så synes Foretaket ikke å bestride Finanstilsynets foreløpige vurdering av at underagenter har gitt investeringsråd og/eller formidlet ordre fra kunder til Foretaket i tilknytning til direkteinvesteringer i finansielle instrumenter. Finanstilsynet presiserer likevel at det anser at det i flere tilfeller klart er formidlet ordre fra kunder til Foretaket. Samtidig er det i flere av samtalene indikasjoner på at underagenter har ytet rådgivning om investering i finansielle instrumenter som har gått ut over ren forsikringsformidling. Finanstilsynet har i denne saken ikke anledning til å lytte på kundesamtaler for å få full innsikt i dialogen mellom kunder og underagenter om konkrete direktetransaksjoner. Forsikringsagenter/underagenter er ikke underlagt lydopptakplikt etter forsikringsformidlingsregelverket. Det er imidlertid klart at underagenter er blitt honorert i forbindelse med kunders direktetransaksjoner, noe som i seg selv gir en sterk indikasjon om at underagenter av JCPAS har beveget seg utenfor rådgivning som ledd i forsikringsformidling og over i konsesjonspliktig investeringsrådgivning etter verdipapirhandelloven.

I lys av ovenstående er det Finanstilsynets vurdering at underagenter av JCPAS i realiteten har fungert som en del av Foretakets salgsnett for direkteinvesteringer og en supplerende kanal for tjenesteyting. Foretaket skulle da ha sørget for at underagentene enten hadde tillatelse etter verdipapirhandelloven eller at de var registrert som tilknyttede agenter og drev investeringstjenester under Foretakets ansvar i tråd med vphl. § 10-16 og tilhørende forskriftsbestemmelser.

Å benytte seg av underagenter som en del av Foretakets salgsnett for direkteinvesteringer, uten at underagenten er tilknyttet agent eller har tillatelse etter verdipapirhandelloven, strider etter omstendighetene i denne saken klart mot kravet om å utøve virksomheten i samsvar med god forretningsskikk, herunder kravet om å påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1).

Salgsleder har vært helt sentral i å akseptere og legge til rette for underagentenes praksis i relasjon til direkteinvesteringer. Som det fremgår i avsnittet nedenfor, er det Finanstilsynets oppfatning at Foretaket må stå til ansvar for Salgsleders handlinger i denne sammenheng. Det er videre Finanstilsynet vurdering at Foretaket ikke har hatt en effektiv internkontroll på dette punkt, jf. punkt 6 nedenfor.

Foretaket er ikke ansvarlig for de omtalte forhold – Salgsleder har opptrådt som daglig leder i JCPAS

I lys av Tilsvaret, er det grunn til å presisere at Finanstilsynet anser at Foretaket har overtrådt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk ved at Foretaket, som en del av sin egen forretningsførsel, har akseptert og lagt til rette for at underagenter har ytet investeringstjenester i tilknytning til finansielle instrumenter plassert av Foretaket mot honorering, uten at underagentene var tilknyttede agenter av Foretaket eller hadde tillatelse etter verdipapirhandelloven.

De aktuelle overtredelsene knytter seg til Salgsleders handlinger og unnlatelser, og det er Finanstilsynets vurdering at Salgsleders opptreden har en slik tilknytning til Foretakets virksomhet at det er grunnlag for å si at Foretaket har overtrådt kravet til god forretningsskikk.

Finanstilsynet forstår Tilsvaret dit hen at Foretaket bestrider at det kan klandres for Salgsleders forhold. Det er i den forbindelse fremholdt at Salgsleder ved oppfølgingen av underagenter har opptrådt i regi av sin rolle som daglig leder i JCPAS. Finanstilsynet kan ikke se at Foretakets anførsler på dette punkt gir grunnlag for å endre vurderingen av at Foretaket har overtrådt kravet til god forretningsskikk. Salgsleder har hatt som ansvar å arbeide for fulltegning av Foretakets emisjonsplasseringer, innenfor rammen av de krav verdipapirhandelloven stiller opp, herunder kravet til god forretningsskikk. Tegninger i emisjonene har kommet på plass enten ved at Foretakets meglere (som Salgsleder har ledet) har tatt imot ordre direkte fra kunder eller ved at Quantum har tegnet seg direkte etter at forsikringskunder har inngått forsikringsavtaler med Quantum om investering i obligasjonen gjennom forsikringsavtaler. Finanstilsynets gjennomgang viser at flere av kundenes tegninger er kommet på plass ved at Salgsleder har tatt imot ordre fra kunder som har hatt forutgående kontakt med JCPAS' underagenter om den aktuelle direktetransaksjonen. Det er vanskelig å se det annerledes enn at Salgsleders kontakt med kunder og underagenter om direkteinvesteringer er skjedd nettopp i regi av hans posisjon som Salgsleder i Foretaket. Foretaket har i Tilsvaret fremholdt at ingen av samtalene det er vist til i Varselet er med Foretaket, og at det ikke kan være tvil om at det dreier seg om JCPAS' virksomhet. Finanstilsynet er ikke enig i dette. Samtlige av de samtaler det er vist til i Varselet omhandler direktetransaksjoner i obligasjoner tilrettelagt og plassert av Foretaket, og Salgsleder har gjennom dette holdt seg innenfor arten av virksomheten han utøver for Foretaket.

Foretaket har i Tilsvaret opplyst at Foretaket, gjennom informasjon mottatt fra Finanstilsynet, nå har *"identifisert at ordremottak og kundeetablering fra [Salgsleder] ikke har holdt nødvendig kvalitet"*. Foretaket synes med dette å erkjenne ansvar for deler av Salgsleders opptreden i forbindelse med kunder som er henvist fra underagenter, men ikke aksept av/tilrettelegging for underagenters investeringstjenestevirksomhet. Uttalelsen synes å henge sammen med en tidligere argumentasjon fra Foretaket (fremstatt for Finanstilsynet forut for Varselet) om at *"[f]orsikringsagenter (som ikke selv er verdipapirforetak eller tilknyttet agent av slikt foretak) må påse at en eventuell henvisning til JOOL ikke i realiteten innebærer ordreformidling av en konkret tegning, og JOOL må på sin side påse at tegningen håndteres korrekt, på*

samme måte som tegninger fra andre kunder, med samme grad av investorinformasjon, kundebeskyttelse mv." Finanstilsynet er ikke enig i at det etter omstendighetene i denne saken kan oppstilles en slik ramme for verdipapirforetakets ansvar etter kravet om god forretningsskikk.

Underagentene har etter det opplyste mottatt honorarer i forbindelse med kunders direktetegninger fra JCPAS, og ikke Foretaket. Foretaket opplyser at det ikke har vært kjent med slik honorering. Honoreringen skal etter det opplyste ha stammet fra utsteders markedsføringshonorar til JCPAB, og deretter gått via JCPAS til underagenter (på samme måte som betaling til underagenter for formidling av forsikringsavtaler). Finanstilsynet anser det ikke avgjørende hvilket foretak betalingene er kommet fra, all den tid honoreringen av underagentene er kommet på plass etter Salgsleders instruksjoner/medvirkning, og er skjedd med det for øye å legge til rette for at underagenter også skulle kunne tilby direkteinvesteringer gjennom Foretaket, og dermed øke Foretakets plasseringsevne. Honorering av underagenter for direkte-transaksjoner har dermed en klar tilknytning til Foretakets virksomhet og Salgsleders rolle i Foretaket.

Finanstilsynet er uenig i at kritikk mot Foretaket signaliserer at risikoen for JCPAS' virksomhet utelukkende skal bæres av Foretaket. Som følge av Salgsleders rolle i det konsesjonshavende foretaket, og i lys av at underagentenes virksomhet antas å ha gavnet Foretaket ved å øke dets plasseringsevne, fremstod det klart nødvendig å adressere Foretakets involvering i underagentenes virksomhet i Varselet. Hva gjelder spørsmålet om JCPAS skulle ha mottatt kritikk for eventuell manglende overholdelse av det regelverket JCPAS er underlagt, så bemerkes at det ikke er uvanlig at en tilsynsrapport berører kun sider ved en virksomhet. Manglende kritikk kan etter omstendighetene i denne saken ikke forstås som en aksept av de omtalte forhold.

Oppsummering

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har akseptert og lagt til rette for at underagenter av JCPAS har drevet konsesjonspliktig investeringstjenesteytelse, ved at underagenten har gitt investeringsråd til kunder og/eller formidlet ordre fra kunder til Foretaket i tilknytning til direkteinvesteringer i finansielle instrumenter tilbudt av Foretaket (og ikke gjennom forsikringsløsningen tilbudt av JCPAS) på forretningsmessig basis uten å ha tillatelse til dette, jf. vphl. § 9-1 (1).

Foretaket har med denne praksisen brutt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk ved å unnlate å sørge for at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1). Finanstilsynet ser svært alvorlig på at Foretaket over lang tid (mars til oktober 2017) og i mange tilfeller aktivt har fasilitert en slik virksomhet. Dette bryter klart med verdipapirhandellovens system, og Foretaket har med denne praksisen skapt betydelig risiko for at kunder ikke har fått den investorbeskyttelsen de har krav på etter loven. Overtredelsene har slik Finanstilsynet ser det vært egnet til å svekke kunders og andre markedsaktørers tillit til verdipapirforetak som sådan.

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

6.1. Rettslig utgangspunkt og behandling i Varselet

Det følger av vphl. § 9-11 (1) nr. 5 at verdipapirforetak skal ha gode kontroll- og sikkerhetsordninger. Foretaket plikter å ha en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon (compliancefunksjon) med nødvendig autoritet, ekspertise og ressurser. Compliancefunksjonen skal gjennom løpende kontroll, regelmessige vurderinger og løpende råd og veiledning sikre at foretaket oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter, jf. vpf. § 9-8.

Det overordnede ansvaret for selskapets virksomhet tilligger styret etter aksjeloven, jf. aksjeloven § 6-12. Det følger videre av vpf. § 9-12 at Foretakets ledelse og styre har ansvar for at Foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter. Styrets og ledelsens ansvar innebærer en løpende vurdering fra deres side av hvorvidt Foretaket til enhver tid oppfyller sine forpliktelser. Foretakets ledelse

skal vurdere og regelmessig gjennomgå de ordninger og prosedyrer som er iverksatt for å oppfylle foretakets forpliktelser, samt iverksette tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler, jf. vpf. § 9-12 (1).

Finanstilsynet påpekte ikke krav til compliancefunksjonen eller den daglige ledelsen i Varselet, men finner det nødvendig, i lys av Tilsvaret, å vurdere deres oppfølging av faren for overtredelser knyttet til underagenters involvering i kunders direkteinvesteringer i obligasjoner plassert av Foretaket. Foretaket har flere steder i Tilsvaret omtalt compliancefunksjonens og daglig leders rolle i så måte, hvorav hovedtrekkene er gjengitt i punkt 6.2 nedenfor.

6.2. Foretakets omtale i Tilsvaret

Foretaket skrev i Tilsvaret at det har innrettet sin virksomhet for å unngå risiko for at JCPAS i realiteten formidler ordre om tegning, fremfor å henvise kunder til Foretaket. Det ble også påpekt at Foretaket har hatt på plass konkrete virkemidler for å sørge for at Foretaket ikke opptrer på en måte som kan påvirke JCPAS til å formidle ordre til Foretaket:

- *"sørge for at all kundeetablering og ordremottak i JM skjer uten hensyntaken til eventuell kundehistorikk hos JCPAS eller deres underagenter,*
- *ikke under noen omstendigheter etablere kundeforhold "via" JCPAS eller underagenter som kundens representant – all kundeetablering skjer direkte mellom JM og kunden,*
- *ikke under noen omstendigheter motta ordre om tegning fra JCPAS eller fra underagenter, og*
- *i forbindelse med eventuelle tipsavtaler med forsikringsagenter (som det er inngått én av) sikre at avtaleparten bekrefter at ingen investeringsrådgivning eller ordreformidling har funnet sted, samt påse at honoraret er fastsatt som et engangsbeløp"*

Foretaket tok samtidig selvkritikk for at de ikke selv har avdekket de forhold som er omtalt i punkt 5 ovenfor:

"JCPAS er et selvstendig foretak med egne tillatelser, egne forretningsforbindelser og egne kunder. Foretaket er underlagt et annet regelverk enn JM. Den antatte ulovlige virksomheten er konsentrert rundt [Salgsleder] og har skjedd i regi av hans utøvelse av rollen som JCPAS' daglige leder. (...) JM har ikke vært klar over den ulovlige virksomheten og reagerte umiddelbart da forholdet ble avdekket etter dialog med Finanstilsynet. Foretaket tar selvkritikk på at dette ikke ble oppdaget tidligere. Dette skyldes at Foretaket hadde tillit til [Salgsleder] og underla ham normal complianceoppfølging."

Standpunktet ble gjentatt avslutningsvis i Tilsvaret:

"Styret aksepterer kritikk for at forholdet ikke ble avdekket av Foretaket selv. Det er dypt beklagelig, og Foretaket hadde ønsket at dette hadde vært fanget opp av Foretaket. Foretaket identifiserte ikke [Salgsleder] som en særlig risiko som krevde økt complianceoppfølging, i så fall ville han ikke fått rollen som faktisk leder."

Foretaket aksepterer imidlertid ikke at Foretaket blir holdt ansvarlig, eller endog delansvarlig, for et annet regulert foretaks virksomhet. Et slikt ansvar savner nødvendig rettslig grunnlag og fremstår dessuten som en meget urimelig kritikk."

Foretaket opplyste at det har gjort en egenevaluering av hvorfor Foretaket ikke har fanget opp Salgsleders forhold i sine compliancekontroller. Foretaket pekte på at det har vokst raskt, og har hatt en risikobasert tilnærming til compliancekontroller, og det er påpekt flere andre complianceoppgaver Foretaket har prioritert.

Foretaket fremholdt at enhver risikobasert compliancetilnærming vil medføre at enkelte deler av virksomheten underlegges tettere oppfølging enn andre, og at Salgsleder har vært en betrodd

medarbeider. Salgsleder var underlagt normal complianceoppfølging og samtaler som gjelder JCPAS og underagenter har ikke vært trukket ut for stikkprøvekontroller.

Det ble også uttalt at det avgjørende bør være Foretakets håndtering av saken ved at det *"aktivt har forsøkt å motvirke uklarhet rundt virksomhetsutøvelsen i de to foretakene (...) og at det ble iverksatt umiddelbare tiltak da forholdet ble avdekket."*

Foretaket opplyste at styret har gjort en evaluering av daglig leder og complianceansvarlig etter mottak av Varselet, herunder deres eventuelle kjennskap til de omtalte forhold og eventuelle manglende årvåkenhet/innsats. Det konkluderes med at hverken daglig leder eller complianceansvarlig har hatt kjennskap til eller mistanke om potensielle ulovlige forhold. Styret vurderer det slik at daglig leder ikke hadde noen foranledning til å intensivere complianceoppfølgingen av Salgsleder utover et normalnivå.

Styret vurderer at complianceansvarlig hele tiden har vært bevisst på konsesjonsgrensene og løpende har gitt tydelig rådgivning til Foretakets ledelse og styre i tråd med gjeldende verdipapirhandellovgivning. Det ble påpekt at *"CCO hadde ønsket at complianceavdelingen selv hadde avdekket de aktuelle samtalene som illustrerer den manglende årvåkenheten hos [Salgsleder], men må konstatere at disse samtalene ikke har vært plukket ut for nærmere kontroll."*

Videre skrev Foretaket:

"Samtidig vil Styret nevne at JM ikke hadde noen foranledning til å lete etter samtaler mellom [Salgsleder] og JCPAS' underagenter eller kunder av disse. Dette er samtaler som er JM uvedkommende og som har blitt tatt opp som følge av at [Salgsleder] ikke har overholdt Foretakets retningslinjer for telefon. JM hadde dermed ingen foranledning til å forvente at samtaler av denne art var gjenstand for lydopptak, og dermed tilgjengelig for kontroll [...]"

CCO skal informere Foretaket dersom vedkommende oppfatter at det er behov for økte ressurser. CCO har gitt slike signaler og disse er blitt tatt til følge av Styret og ledelse. Foretaket har hatt en omfattende complianceoppfølging med dedikerte personer både ved hovedkontoret og filialer. Compliance vil imidlertid ikke kunne være noen garantist for at feil ikke forekommer. Det dreier seg her om én ansatts manglende compliance og da primært i rollen som ansatt i et søsterforetak. Styret mener at det er én nøkkelpersons manglende etterlevelse av Foretakets klare retningslinjer og instruksjoner som har forårsaket Foretakets eksponering i dette tilfellet."

6.3. Finanstilsynets endelige merknader

Compliancefunksjonen

Foretaket, JCPAS og dets eiere har etter Finanstilsynets syn valgt en forretningsmodell der det som et utgangspunkt var fare for at underagenter ville bli involvert i investorers direkteinvesteringer via Foretaket fremfor investering via JCPAS' forsikringsløsning. Når to søsterforetak, som opererer under ulike konsesjonsregimer, i fellesskap markedsfører investeringsmuligheter i nye produkter, innebærer det en risiko for en sammenblanding av foretakenes virksomhetsområder og tillatelser, ved at underagenter vil komme i kontakt med kunder som ønsker å investere direkte, og som underagentene dermed må håndtere ved å henvise til Foretaket og/eller tipse Foretaket om. Foretaket har (forut for Varselet) beskrevet felles presentasjoner av nye prosjekter:

"JM har i sin mandatavtale med utsteder gitt aksept for at utsteder kan inngå avtale med JCPAB. Avtalen mellom utsteder og JCPAB gir JCPAB fullmakt til å få produktet godkjent av QL som et underliggende produkt i forsikringsavtalene. Når denne godkjenningen eventuelt foreligger kan JCPAB markedsføre produktet gjennom JCPAS og deres underagenter. I praksis vil alle utstedere som inngår avtale med JM også inngå avtale med JCPAB for å kunne nå potensielle forsikringskunder som ønsker produktet som underliggende."

I forbindelse med lansering av nye produkter blir JCPAS invitert til å delta på presentasjon av prosjektet. Når det gjennomføres road-show blir i tillegg JCPAS' underagenter invitert til å delta." (Fra innsendt dokument "En redegjørelse for samarbeidet med søsterselskapet Jool Capital Partner AS og eventuelle andre foretak i JOOL-gruppen").

Både Foretaket og JCPAS har påpekt at kunder i samtaler med en underagent av JCPAS kunne gi uttrykk for at de ønsket å investere direkte fremfor gjennom en forsikringsavtale. JCPAS har i den forbindelse pekt på at mange kunder står på e-postlister der det gjøres oppmerksom på nye foretaksobligasjoner fra Foretaket eller blir oppmerksom på slike emisjoner gjennom Jool-foretakenes nettsted.

Finanstilsynet oppfatter Tilsvaret dit hen at Foretakets utgangspunkt har vært at i den grad underagenter skulle henvise kunder mot honorar, så skulle det skje slik som det er lagt opp til i Tipsavtalen, altså i forlengelsen av generell markedsføring av Foretaket, og ikke i tilknytning til konkrete transaksjoner. I tillegg skulle Foretakets ansatte (herunder Salgsleder) overholde de nevnte virkemidlene om blant annet å ikke etablere kundeforhold "via" underagenter eller ta imot ordre fra underagenter.

Ut over dette er det vist til at Foretakets complianceansvarlige har hatt tillitt til Salgsleder og lagt til grunn at han har den nødvendige kompetanse og forståelsen av regelverket, og at samtaler mellom Salgsleder og underagenter av JCPAS ikke har vært plukket ut for nærmere kontroll.

Finanstilsynets vurdering er at Foretakets compliancefunksjon burde ha utvist en større årvåkenhet med tanke på den faktiske praktiseringen av henvisninger fra underagenter til Foretaket. Det gjelder især ettersom Salgsleder var ansatt i begge foretakene. En slik dobbeltansettelse økte faren for en sammenblanding av virksomhetsområdene, siden Salgsleder på den ene siden var ansvarlig for fulltegning av emisjoner tilrettelagt av Foretaket og samtidig hadde en nær tilknytning til underagentene som daglig leder for JCPAS. Foretaket kunne sannsynligvis ha forebygget, eller selv avdekket, de omtalte forholdene ved å rette compliancekontroller spesifikt inn mot denne problemstillingen. Foretaket synes da også å ta selvkritikk på at forholdene omtalt i punkt 5 over ikke ble oppdaget tidligere.

Et naturlig utgangspunkt ville være å undersøke hvem som faktisk tegnet seg i emisjoner plassert av Foretaket og lytte til korresponderende lydlogger for den aktuelle tegneren. Foretaket ville på denne måten kunne avdekke henvisninger fra underagenter, og undersøkt nærmere hvorfor det skjedde slike henvisninger. Foretakets compliancefunksjon synes derimot ikke å ha hatt noen kontroller rettet inn mot problemstillingen, hverken av Salgsleders samtaler med underagenter eller kunder av underagenter, eller på andre måter.

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

Den daglige ledelse

Daglig leder i Foretaket har signert Tipsavtalen, og har etter det opplyste hatt samtaler med Salgsleder om Foretakets føringer for Tipsavtaler. Det synes dermed klart at daglig leder har vært involvert i Foretakets avveininger rundt håndteringen av henvisninger fra underagenter. Det er i Tilsvaret også opplyst at daglig leder har vært årvåken og klar over potensielle utfordringer knyttet til at forsikringskunder velger å tegne direkte. Finanstilsynet legger til grunn at det for daglig leder var kjent at Salgsleder var underlagt såkalt normal complianceoppfølging, i den forstand at Foretaket ikke hadde noen særskilte kontroller rettet mot den faktiske håndteringen av henvisninger fra underagenter i tilknytning til obligasjoner plassert av Foretaket. Basert på de faktiske omstendighetene rundt tilknytningen mellom søsterforetakenes virksomhetsområder og Salgsleders dobbeltansettelse (som er gjennomgått ovenfor for compliancefunksjonen), fremstår det for Finanstilsynet som at daglig leder for enkelt har slått seg til ro med at Salgsleder ville håndtere forholdet til underagentene på riktig måte, uten at det var behov for intensivert complianceoppfølging på dette punkt.

Det er etter dette Finanstilsynets konklusjon at Foretakets daglige leder ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med et sentralt område av Foretakets virksomhet, jf. vpf. § 9-12.

7. Oppsummering – Tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester

7.1. Innledning

Etter gjeldende verdipapirhandellov § 9-7 (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, "*slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet.*" Det siterte er en presisering inntatt ved lovendring som trådte i kraft 1. januar 2019, og innebærer ingen realitetsendring hva gjelder vurderingstemaet for om en tillatelse kan kalles tilbake.

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. § 9-7 (1) nr. 4.

Foretaket erkjente i Tilsvaret at det har forekommet feil og unøyaktigheter i kundeetableringen og at det er avdekket forhold som ikke er i tråd med Foretakets retningslinjer. Foretaket fremholdt imidlertid at selv om de avdekkede forhold er kritikkverdige, er feilene ikke systematiske, og videre at en rekke av forbedringstiltakene på en egnet måte adresserer Foretakets utfordringer. Hva gjelder overtredelsene omtalt i punkt 5, fremholdt Foretaket at det ikke kan være forholdsmessig å tilbakekalle en tillatelse basert på én ledende ansatts manglende etterlevelse av regelverket. Det ble påpekt at Foretaket ikke hadde foranledning til å mistenke at Salgsleder ikke forholdt seg til Foretakets klare retningslinjer. Det er også påpekt at det ved forholdsmessighetsvurderingen må tas hensyn til Foretakets utsteder- og investorkunder, Foretakets funksjon i kapitalmarkedet (koble utstedere med kapitalbehov mot risikovillig kapital), at produktene er kvalitetssikret og nøye utvalgt, samt hensynet til de ansatte.

7.2. Alvorlig og systematisk – nærmere begrunnelse

Finanstilsynet har i punkt 4 vist at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om kundetesting. Finanstilsynets gjennomgang viser for det første at Foretakets kundeavtaler ikke på en tilfredsstillende måte har avdekket kundenes reelle kunnskap om eller erfaring med den typen produkter Foretaket tilbyr. I tillegg kommer at det store flertallet av de undersøkte kundene har oppgitt å ha lav erfaring med obligasjoner, som uansett gir grunn til å stille spørsmål ved Foretakets kundetesting. Dette understøttes av Finanstilsynets inntrykk av gjennomgåtte kundesamtaler om at Foretaket har flere investorkunder som ikke synes å ha særlig kunnskap om eller erfaring med investeringer i denne typen produkter. Videre er det konkludert med at Foretaket i mange tilfeller har overtrådt kravet om å vurdere kundens finansielle evne til å håndtere risikoen i den anbefalte transaksjonen. Endelig er det konkludert med at Foretaket har etablert en praksis med å oppfordre kunder med lav eller middels risikovillighet til å endre dette til høy risikovillighet slik at salg av høyrisikoprodukter kan gjennomføres. Det vises i den forbindelse til Foretakets praksis med å sende e-post til kunder om endring av risikovillighet og å kontakte kunder på telefon om endring av risikovillighet. Finanstilsynet er etter dette ikke enig i Foretakets anførsel om at overtredelser knyttet til kundetesting ikke har vært systematiske.

Finanstilsynet har videre, i punkt 5, konkludert med at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlig og systematiske brudd på kravet til god forretningsskikk ved å, over tid og i mange tilfeller, aktivt ha fasilitert underagenters konsesjonspliktige investeringstjenesteytelse.

Det anses som skjerpene at investeringene som overtredelsene knytter seg til, er gjort i et snevert spekter av investeringsprodukter med høy risiko.

Det er Finanstilsynet vurdering at Foretakets overtredelser som behandlet i punkt 4 og i punkt 5 hver for seg oppfyller vilkårene for å tilbakekalle Foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. vphl. § 9-7 (1) nr. 4.

7.3. Konkret vurdering av om tilbakekall skal skje – relevante momenter og avveining

Utgangspunkt

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 finansiell 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.

Hensynet bak Finanstilsynets hjemmel til å tilbakekalle eller endre verdipapirforetaks tillatelser etter vphl. § 9-7 (1) nr. 4, er at det enkelte verdipapirforetak skal virke på en hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med regelverket og tillatelsen, herunder slik at foretakets kunder oppnår den beskyttelsen som følger av verdipapirhandellovens regler, og videre å opprettholde tilliten til verdipapirforetakene som sådan for å bidra til at markedet skal kunne være velfungerende.

For å avgjøre om Foretakets tillatelse skal tilbakekalles, har Finanstilsynet vurdert om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta nevnte hensyn, herunder om et mindre inngripende tiltak er en tilstrekkelig reaksjonsform. I denne vurderingen har Finanstilsynet lagt vekt på i hvilken utstrekning overtredelsene gir grunn til å frykte at Foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og videre i hvilken grad hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold, samt eventuelle forbedringstiltak er relevante momenter i den utstrekning de forutsettes å belyse sannsynligheten for at Foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirke markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan.

Overtredelsens karakter

Ved vurderingen av om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon, legger Finanstilsynet stor vekt på at overtredelsen knyttet til endring av kundenes risikovillighet er av en særlig alvorlig karakter. Ved en vurdering av om et produkt er egnet for kunden, står spørsmålet om kunden er villig til å påta seg risikoen knyttet til den aktuelle investeringen helt sentralt. Når Foretaket aktivt har gått inn for å endre kundens avkrysning på dette punkt, fremstår det som en svært grov tilsidesettelse av kundens krav på beskyttelse etter loven. Det gjelder i særdeleshet ettersom Foretaket tilbyr produkter med høy risiko og det overveiende antallet av Foretakets kunder er ikke-profesjonelle, som har krav på høyeste grad av investorbekyttelse. Finanstilsynet legger som nevnt til grunn at mange av kundene må karakteriseres som forbrukere.

Også overtredelsene omtalt i punkt 5 står i en særstilling. På generelt grunnlag ser Finanstilsynet svært alvorlig på ulovlig investeringstjenesteytelse, da slik virksomhet i utgangspunktet er unntatt Finanstilsynets kontroller, med de alvorlige konsekvenser det kan ha for investorbekyttelsen og hensynet til tilliten til verdipapirmarkedet og aktørene som virker i det. I forlengelsen av dette, er det også svært alvorlig at et verdipapirforetak aksepterer og legger til rette for slik virksomhet i tilknytning til egen virksomhet.

Subjektive forhold, ledelsens og compliancefunksjonens rolle

Finanstilsynet vektlegger videre at praksisen med å sende ut den nevnte e-posten og følge opp med telefonsamtaler til kunder, er godkjent av compliancefunksjonen. Det er heller ikke vist at compliancefunksjonen – som en følge av slik kjennskap – har hatt noen særskilt oppfølging av hvordan meglernes skal opptre i den sammenheng. Tvert imot er det vist til konkrete eksempler der compliancefunksjonen etter Finanstilsynets vurdering burde ha reagert på meglernes opptreden overfor kundene. Det vises til omtale i punkt 4.4 over. Dertil kommer at også overtredelsen knyttet til tilrettelegging for underagenter

investeringstjenestevirksomhet, kan knyttes til Foretakets ledelse og internkontrollfunksjonen for øvrig, jf. omtale i punkt 6 over.

Hensynet til kunder og ansatte mv.

Finanstilsynet har tatt i betraktning at tilbakekall kan medføre et ikke ubetydelig økonomisk tap for Foretaket, eierne, forretningsforbindelser og ansatte, og få negativ betydning for Foretakets eksisterende kunder. Når de påviste overtredelsene begrunner tilbakekall av hensyn til tilliten til verdipapirforetakene som sådan og beskyttelse av fremtidige kunder, skal det imidlertid på generelt grunnlag mye til før hensynet til foretakets eiere eller ansatte kan bli avgjørende. Når det gjelder hensynet til eksisterende kunder, legger Finanstilsynet avgjørende vekt på at et tilbakekall er et offentligrettslig tiltak der vurderingen er framoverskuende med sikte på å beskytte fremtidige kunder, samt bevare tilliten til verdipapirforetakene og markedet.

Hva gjelder Foretakets anførsel om at det fyller en funksjon i kapitalmarkedet og at produktene er kvalitetssikret og nøye utvalgt, så kan Finanstilsynet vanskelig se at det kan legge vekt på dette ved nærværende vurdering.

Forbedringstiltak og avveining

Foretaket har i Tilsvaret redegjort for en rekke tiltak det har gjennomført eller besluttet å gjennomføre "som en konsekvens av stedlig tilsyn og de utfordringer foretaket står overfor". En oversikt over de aktuelle forbedringstiltakene er inntatt nedenfor.

- For å organisere Foretaket på en mer robust måte:
 - (i) Styret skal til enhver tid ha et absolutt flertall av eksterne styremedlemmer, hvorav én av disse skal være styreleder
 - (ii) Bistand fra anerkjente revisjonsfirmaer, med:
 - Kartlegging, evaluering og eventuell forbedring av dagens risikostyring av internkontroll; og
 - etablering av internrevisjon (i første omgang ved at revisjonsfirma har en fulltids ansatt ved Oslo-kontoret i fire måneder)
 - (iii) Styrke førstelinjekontroller gjennom etablering av en kontrollerfunksjon (skal kontrollere samtlige sjekklister og kundeavtaler)
 - (iv) Styrke compliance med ett årsverk ved Oslo-kontoret
- For å styrke kartleggingen av kundens kunnskap/erfaring:
 - (v) Endre kundeavtale, inkludert kundeprofil
 - (vi) Tiltakene nevnt i (iii) og (iv) over
- For å sikre at Foretaket ikke påvirker kunder til å endre risikovillighet:
 - (vii) Endre e-post vedrørende risikonivå for å sikre at denne ikke har påvirkningspotensiale
 - (viii) Forby etterfølgende telefonisk oppfølging av potensielle kunder som har mottatt slik e-post (kunden skal kun følges opp på kundens forespørsel)
 - (ix) Tiltakene nevnt i (iii) og (iv) over
- For å sikre konsistens og unngå logiske brister i utfylling av kundeprofil:
 - (x) Supplere kundeavtaler/-profil med informasjon og eksempler som letter lesingen og reduserer faren for misforståelser
 - (xi) Etablere IT-basert onboarding-verktøy med logiske kontroller som kan gi grunnlag for ytterligere undersøkelser
 - (xii) Tiltakene nevnt i (iii) og (iv) over
- For å sikre Foretaket mot manuelle feil knyttet til vurdering av kundens finansielle stilling:
 - (xiii) Særlig advarsel til ordreformidlingskunder som har gitt opplysninger om sin finansielle stilling og som eksponerer over 50 % av sin likvide formue i Foretakets produkter
 - (xiv) Eskaleringsprosedyre dersom rådgivningskunder ønsker å investere mer enn 50% av sine oppgitte likvide midler, samt minimumskrav til diversifisering

(xv) Tiltaket nevnt i xi over

- Tiltak knyttet til avdekking av konsesjonspliktig investeringstjenesteytelse fra JCPAS' underagenter:
 - (xvi) Avvikle Salgsleders styreverv og ansettelse i Foretaket
 - (xvii) Si opp underagentavtalen med JCPAS. Foretaket har ingen planer om å etablere agentavtale eller ny underagentavtale innenfor forsikring

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

Finanstilsynet anerkjenner at Foretaket har igangsatt til dels omfattende forbedringstiltak. Finanstilsynet legger imidlertid liten vekt på at Salgsleders arbeidsforhold er avsluttet. Finanstilsynet anser som nevnt ikke at Salgsleder på egenhånd har eksponert Foretaket for risikoen for overtredelsene knyttet til underagentenes ulovlige virksomhet; Salgsleders opptreden må sees i sammenheng med den mangelfulle oppfølgingen fra compliancefunksjonen og daglig leder på dette punkt, jf. punkt 6 ovenfor.

Hva gjelder de øvrige forbedringstiltakene, så fremstår disse som egnede for å redusere sannsynligheten for at Foretaket i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Forbedringstiltakene anses likevel ikke å i tilstrekkelig grad gjenopprette tilliten til Foretaket som sådan, sett i lys av overtredelsenes karakter, compliancefunksjonens og ledelsens rolle og omstendighetene rundt igangsettelsen av forbedringstiltakene. Finanstilsynet forstår det som at samtlige av ovennevnte tiltak (med unntak for tiltaket om å etablere et IT-basert "on boarding"-verktøy), er igangsatt etter mottak av Varselet, eventuelt da det ble klart at Finanstilsynet i Varselet ville adressere underagenters involvering i direktetransaksjoner.

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

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

7.4. Vedtak

I medhold av vphl. § 9-7 (1) nr. 4 kaller Finanstilsynet herved tilbake Jool Markets AS' tillatelse til å yte investeringstjenester. Tillatelsen omfatter investeringstjenestene nevnt i vphl. § 2-1 (1) nr. 1, 2, 3, 5 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