



ETISK RÅD

AVGJØRELSE I SAK NR. 2011/12

Klager: X

Innklaget: Pareto Securities AS

Saken gjelder: Klage på hvordan megler har håndtert sin rådgivningsrolle i forhold til klagers handel i aksjer og fraktderivater

Etisk Råd er satt med følgende medlemmer:

Geir Woxholth (Prof. dr. juris) (leder)
Randi Nordstrøm
Roar Hatling
Inger Oddny Nergård

I

Saken gjelder klage på hvordan megler i Pareto Securities AS (foretaket) har håndtert sin rådgivningsrolle i forhold til klagers handel i aksjer og fraktderivater.

II

Klagers anførsler:

Klager opplyser at før han ble kunde hos foretaket i mai 2009, kjøpte og solgte han aksjer i en relativ beskjedent målestokk; inklusive shorthandel i aksjer. Horisonten for disse aksjeinvesteringene var forholdsvis lang, og klager hevder han ikke hadde noen intensjon om å endre på dette investeringsmønsteret. Klager signerte kundeavtale med foretaket 13. mai 2009.

Klager opplyser at klagen er begrunnet i hvordan megler har håndtert sin rådgivningsrolle overfor klager som kunde. I forbindelse med klagers ferdigstillelse av sin selvangivelse for skatteåret 2010, og påfølgende gjennomgang av kundeforholdet med foretaket, opplyser klager at han fant grunn til å rette en klage mot foretaket. Klager anfører at: *"Megler har i mitt tilfelle vært svært aktiv og i de aller fleste tilfeller utført transaksjoner initiert av megler selv, og i tillegg er en rekke av transaksjonene gjennomført uten min forhåndsgodkjennelse."* Klager anfører at megler i flere tilfeller har begrunnet sine råd i fundamentale hendelser og kort tid etter endret syn, for så å gå imot sin egen fundamentale begrunnelse.

Det fremgår av klagen samt tilsvar, at klagen gjelder for året 2010, som følge av *"Forholdene rundt en sterk økning av handler i derivatprodukter, total kostnadsøkning¹ på NOK 746 641,- mot året før, og meglers misbruk av min tillit til ham og hans forvalterrolle, samt at han brukte liten tid på arbeidet med å få avsluttet mine posisjoner før han sluttet i Pareto"*.

Meglernes råd om å investere i fraktderivater

Klager anfører at megler, tross klagers mangel på kunnskap om fraktderivater, rådet klager til å investere i fraktderivatmarkedet. I følge klager skal megler ha sagt at det viktigste er at han (megler) forstår dette, og at han kan ivareta klagers interesser.

Klager viser til at han er en ikke-profesjonell aktør, og at fraktderivater er et spesielt og relativt komplisert produkt å forstå, og at megler ba klager signere et omklassifiseringsskjema fra ikke-profesjonell til profesjonell kunde for at megler skulle kunne handle derivater for klager. Klager hevder at det var megler som hadde fylt ut omklassifiseringsskjemaet og at klager kun signerte. Den 28. mai 2009 ble klager omklassifisert fra ikke-profesjonell kunde til profesjonell kunde, noe klager mener han ikke burde ha blitt, da han blant annet ikke hadde forutsetninger for å forstå begrepene som *"betydelig størrelse"* og *"det relevante marked"* i omklassifiseringsskjemaet han signerte. Han mener også at hans bakgrunn som regionsansvarlig i Y ikke kan regnes som tilfredsstillende i forhold til kravet

¹ Klager viser til økningen i kurtasjeutgifter fra år 2009 og til 2010.

om arbeid innen den finansielle sektor, da Y kun driver med [REDACTED]

Klager mener at meglers rådgivning gjennom 2010 var spesielt fokusert på fraktderivater, og at klagers forslag og spørsmål om aksjeinvesteringer ikke var interessant, eller ble avvist med grunnlag i mangel på markedskjennskap. Det er opplyst at klager foretok i overkant av 300 derivathandler i 2010 mot 145 derivathandler i 2009.

Omsetningshastighet og investeringsrådgivning

Klager anfører at *"måten megler har håndtert sin rådgivningsrolle samsvarer ikke med regelverket som gjelder for denne type virksomhet. I min gjennomgang av transaksjoner for 2010 kan jeg se at det er gjennomført 303 derivattransaksjoner og 210 aksjetransaksjoner (totalt 513 transaksjoner). Disse transaksjonene er gjennomført under en tidsperiode på kun 8 måneder (166 mulige handelsdager), og da er tid hvor megler har vært bortreist (ikke på jobb, på ferie eller annet) ikke trukket fra. I tillegg ser jeg at veldig mange av transaksjonene innebærer eksponeringer som ikke samsvarer med de midlene jeg har satt av til investeringer gjennom Pareto"*.

Klager viser videre til at han i den nevnte perioden på 8 måneder har gjennomført 3,1 handler per dag. Han anfører at:

"Omsetningshastigheten på min egenkapital (også til tider "gearet" – kapital, gearing av megler uten avtale for dette) har vært svært høy og har vært med på å skape veldig høye kurtasjeinntekter til megler. Meglers ensidige rådgivning mot derivatmarkedet har gjort kurtasjen høyere enn hva den ville vært for de samme bevegelsene i aksjemarkedet. Totalt har megler mottatt kr. 1.383.145,36- i kurtasje fra meg for handler gjennomført i 2010, noe som igjen gjør mitt nettotap² til kr. 1.516.642,62 for samme periode."

Klager anfører at det høye transaksjonstallet, sammen med meglers svært aktive rolle overfor ham, ikke er forenlig med prinsippene i verdipapirhandelloven (vphl) § 10-11 om god forretningsskikk. Når det gjelder hvem som har tatt kontakt på telefon, så hevder klager at megler stort sett har ringt klager, men at klager har måttet ringe opp igjen, da han ofte ikke har hatt anledning til å besvare på henvendelsen.

Aktiv forvaltning

Klager mener at han i utgangspunktet hadde et ordinært kunde/meglerforhold, men at det over tid ble avformalisert og etter hvert bar preg av "aktiv forvaltning"; spesielt hva gjelder derivathandel. Klager opplyser følgende:

"Ved flere anledninger har megler snakket med meg direkte enten ved fysisk møte eller per mobiltelefon om handler han vurderte som mulige. I disse tilfellene kunne han ikke si noe sikkert om størrelser eller tidspunktet for når det ville være rett å gjøre handlene, men at han skulle gjennomføre handlene når han så muligheten, og at han ville ringe meg på tapet linje og fortelle meg at han hadde gjort som avtalt, uten at jeg på forhånd hadde lagt inn noen konkret ordre."

² Kurtasje og tap på investeringene

Klager viser til at megler satt med full tilgang til hans VPS-konto og penge/klient-konto, og at megler hele tiden fulgte med på hans portefølje, eksponering og hvor mye penger som til enhver tid var tilgjengelig for å dekke inn gamle posisjoner.

På bakgrunn av ovennevnte, samt klagers manglende kompetanse på området, hevder klager at ordrene har vært gjennomført på initiativ fra megler. I tillegg hevder klager at *"veldig mange av transaksjonene innebærer eksponeringer som ikke samsvarer med de midlene jeg har satt av til investeringer gjennom Pareto"*.

Klager hevder at hva gjelder kontroll av sluttsedler, så er det i hans tilfelle snakk om et usedvanlig høyt antall transaksjoner, med en rekke feilføringer og korrigeringer som klager mener det nær sagt er umulig for kunden å følge opp.

Klager krever i utgangspunktet all kurtasje for 2010 tilbakebetalt.

III

Innklagedes anførsler:

Foretaket opplyser at den aktuelle megleren, etter overgang fra ████████ ledet en egen avdeling for frakt- og råvarederivater i foretaket fra mai 2009. Foruten megler var ytterligere to ansatte knyttet til avdelingen (megler 1 og megler 2). Megleren ledet denne avdelingen frem til september 2010, da han forlot foretaket for å tiltre en stilling i et verdipapirforetak i ████████. Avdelingen han ledet har spesialisert seg på handel i derivater i frakt- og råvarer i kombinasjon med aksjer på Oslo Børs eksponert for samme underliggende, med sikte på å kunne arbitrere.

Foretaket viser til at klager i første rekke var involvert i aksjehandel i tankrederiet Frontline og tørrlastrederiet Golden Ocean i kombinasjon med henholdsvis tankfraktderivater og tørrlastderivater. Klager har også gjennomført long og shorthandler i Marine Harvest, Yara og Statoil, men da uten kombinasjon med derivater i underliggende råvarer.

Meglers råd om å investere i fraktderivater

Foretaket opplyser at klager inngikk kundeavtale med foretaket 13. mai 2009. Den 28. mai 2009 ba klager, i følge foretaket, om omklassifisering til profesjonell kunde. Det vises til at klager på skjemaet bekrefter å ha gjennomført transaksjoner av betydelig størrelse gjennomsnittlig 10 ganger pr kvartal de foregående fire kvartaler og at han arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år, i stilling som krever kjennskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester. Foretaket viser til at det har ingen mulighet til å etterprøve nærmere omstendigheter rundt signeringen, men at det legger til grunn at klager må ha lest og forstått det skjemaet han undertegnet. For øvrig viser foretaket til at megler har opplyst at klager har vært en aktiv investor i mange år. Foretaket er av den oppfatning at foretaket kunne legge til grunn at klager, i kraft av sin stilling som regionansvarlig i Y, hadde fått inngående kjennskap til verdipapirmarkedet og derivater. Videre inngikk klager en tilleggsavtale med foretaket 28. mai 2009; om handel og clearing i råvarederivater.

Foretaket viser til at klager i avtalen bekrefter at han har tilstrekkelig kunnskap om derivathandel, at han har inngående forståelse av risikoen det innebærer å handle med derivater og at han har evne til å bære den involverte økonomiske risikoen.

Foretaket viser til at lydopptak av samtaler mellom klager og megler viser at klager har et høyt kunnskapsnivå om derivatmarkedet for fraktcertepartier og råvarer, samt aksjemarkedet, og at klager uttrykker et eget markedssyn og stiller relevante spørsmål med aktiv bruk av fagtermer som viser betydelig innsikt i bruk av derivatkontrakter. Etter foretakets oppfatning underbygger dette at det var riktig å ta klagers omklassifisering til profesjonell kunde til følge.

Foretaket viser til at klager uansett har bygget seg opp erfaring om de relevante transaksjoner etter hvert som han har handlet gjennom foretaket. Foretaket anfører at klagen gjelder for 2010, og at klager på dette tidspunktet hadde bred erfaring

Omsetningshastighet og investeringsrådgivning

I følge foretaket er rådgivningen megler har ytt overfor klager, vært som et ledd i en ordreutførelse, og ikke som del av investeringsrådgivning. Foretaket påpeker at det likevel vil kunne være en flytende overgang mellom rådgivning knyttet til ordreinngivelse og investeringsrådgivning. Foretaket opplyser at de råd klager har fått hos megler i hovedsak har vært rettet mot markedssyn og syn på enkeltaksjer. I den grad meglers råd må kunne karakteriseres som investeringsrådgivning, mener foretaket at det overfor klager som profesjonell kunde kan legges til grunn at klager hadde tilstrekkelig kunnskap og erfaring og at han finansielt har vært i stand til å håndtere risikoen, jf verdipapirforskriften § 10-7 annet ledd.

Når det gjelder meglers aktivitet overfor klager, så opplyser foretaket at de tapede samtaler mellom megler og klager bekrefter at megler har vært svært aktiv og har foreslått handler overfor klager. Foretaket anfører imidlertid at dette i seg selv ikke representerer noe brudd på god meglerskikk. I denne forbindelse viser foretaket til at de gjennomgåtte samtaler og telefonstatistikken viser at det også har vært stor aktivitet fra klagers side. For året 2010 har foretaket registrert 640 oppringninger til/fra klagers mobiltelefon (hvorav 250 inngående og 390 utgående). Foretaket har gjennomgått samtlige samtaler som har funnet sted mellom klager og meglere i foretaket i perioden 7. mai 2010 til 4. oktober 2010. Foretaket er av den oppfatning at klager ikke fremstår som en passiv og uvitende kunde som blir utnyttet av en aggressiv selger, men som en opplyst og aktiv markedsaktør.

Foretaket opplyser at følgende transaksjoner er gjennomført for klager i 2010:

Produkt	Antall handler
Aksje	178
Short/inndekning	31
Fraktderivater	308
Totalt	517

Foretaket opplyser at samlet tap i perioden klager har vært kunde i foretaket er ca 90 000 kroner etter kurtasje. I 2009 tjente klager langt på vei like mye som han tapte i 2010. Foretaket har utarbeidet følgende oversikt:

2009	Aksje	Short/Inndekning	Fraktderivater
Brutto P/L 2009	NOK 413,759	-NOK 39,982	USD 194,819
Kurtasje 2009	-NOK 175,723	-NOK 25,455	-USD 72,106
Resultat 2009	NOK 238,036	-NOK 65,437	USD 122,713
2010	Aksje	Short/Inndekning	Fraktderivater
Brutto P/L 2010	NOK 15,219	NOK 63,143	USD 52,172
Kurtasje 2010	-NOK 241,474	-NOK 60,606	-USD 181,581
Resultat 2010	-NOK 226,255	NOK 2,538	-USD 129,409
Resultat totalt 2009-2010	NOK 11,781	-NOK 62,899	-USD 6,697

Aktiv forvaltning

Foretaket opplyser at klager etter meglers oppfatning har vært en aktiv investor/kunde i hele sitt kundeforhold og til enhver tid har søkt investeringsmuligheter. At megler har presentert sitt syn på markedet samt gitt forslag/oversikt over mulige handler/investeringer, har etter hva megler opplyser vært i samsvar med klagers ønsker.

Foretaket viser til at det er vanskelig i ettertid å få et komplett bilde av hva som er avtalt mellom megler og klager. Grunnen til dette er at det har vært gjennomført et stort antall transaksjoner i den aktuelle tidsperioden og at klager og megler tidvis har snakket sammen mange ganger pr dag. I tillegg kommer at klager og megler har hatt uformell kontakt utenom telefonen på meglerbordet, samt at samtalene bærer preg av at de to kjenner hverandre godt og har en egen sjargong.

Som nevnt over, har foretaket gjennomgått alle telefonsamtaler det har vært i stand til å gjenfinne mellom meglere i avdelingen for fraktderivater og klager, fra og med 7. mai 2010 til klager hadde sin siste handel i foretaket 4. oktober 2010. I noen tilfeller har ikke foretaket vært i stand til å gjenfinne ordre/ordrebekreftelser eller foretaket har funnet at ordre ikke inneholder alle elementer den skal inneholde i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds bransjestandard nr 1 "Diskresjonær kundebehandling – aktiv forvaltning" punkt 2. Foretaket kan ikke utelukke at fullstendig ordre har vært gjengitt gjennom andre kommunikasjonsplattformer, men foretaket har ikke gjenfunnet dokumentasjon for dette.

Foretaket opplyser videre at den 28. juli 2010 har megler 1 (en av meglernes som jobbet på avdelingen for frakt- og råvarederivater) solgt 5 kontrakter TD3Q410 (Tanker dirty 3 Middel East Gulf Japan 4 quarters 2010) på kurs 77,50 for klager uten kundeordre. Den aktuelle megleren sier i senere samtale med klager at han solgte kontraktene fordi "markedet bare kommer til å gli nedover, så det er bedre å sitte på sidelinjen og komme inn på lavere nivåer siden".

Foretaket opplyser at det ser alvorlig på at det ikke fullt ut er i stand til å gjenfinne ordre for alle gjennomførte handler, samt at det er avdekket diskresjonær handel. I denne forbindelse viser foretaket til at klager løpende har fått sluttседler og daglige oversikter som har vist

hvilke handler som er blitt gjennomført for ham, og at han kunne ha reklamert i samsvar med standardvilkårene hvis klager mente han ble belastet handler han ikke hadde gjennomført.

I følge foretaket ville ovennevnte fått følger for de involverte hvis det var blitt avdekket mens de fremdeles arbeidet i foretaket.

IV

Etisk Råd bemerker:

Klager oversendte klage til foretaket 9. juni 2011, og til Etisk Råd 3. juli 2011. Foretaket innga tilsvaret 26. august 2011. I tillegg til dette har partene kommentert hverandres anførsler i samsvar med behandlingsreglene for Etisk Råd § 3-3 tredje ledd. Rådet har gjennomgått lydopptak av samtaler mellom klager og megler i forbindelse med at klager ble kunde hos foretaket i mai 2009 og for perioden mai - september 2010. Rådet har gjennomgått de fem første og de fem siste samtaler mellom megler og klager, samt hver 10. samtale i intervallet mellom de nevnte samtalene.

Når det gjelder klagers anmodning om erstatning, presiseres det innledningsvis at det ligger utenfor Rådets kompetanse å treffe beslutning om at erstatning eller annen kompensasjon skal ytes, jf behandlingsreglene § 4-1 første ledd.

Klager har i sin klage vist til forhold som han kategoriserer som "tilleggs momenter", som ikke er referert over under "Klagers anførsler", og som vedrører forhold som klager antar kan ha skjedd. Etisk Råd har valgt å se bort fra disse, da de ikke er dokumenterte, men basert på antagelser. Videre har klager i flere tilsvare påpekt enkelte forhold som berører organiseringen av foretakets derivatavdeling og hvordan compliancearbeidet var innrettet i foretaket i perioden klagen gjelder. Disse forholdene er heller ikke referert under "Klagers anførsler", da Etisk Råd ikke kan se at de er av betydning for det Rådet skal ta stilling til.

Meglernes råd om å handle i fraktderivater

Klager anfører at han ikke var egnet til å bli omklassifisert fra ikke-profesjonell til profesjonell investor i 2009 og dermed handle i fraktderivatmarkedet. Omklassifiseringen innebar at klager ga avkall på enkelte rettigheter knyttet til investorbeskyttelse, samt at foretaket ikke trengte å foreta en såkalt "hensiktsmessighetstest" av klager, da verdipapirforskriften gjør et unntak for profesjonelle investorer, jf verdipapirforskriften § 10-7 tredje ledd, jf § 10-17. En hensiktsmessighetstest fordrer at foretaket tar stilling til om kunden har nødvendige erfaring og kunnskap til å forstå risikoen med det etterspurte eller tilbudte produktet eller den aktuelle investeringstjenesten. Rådet forstår klagers anførsel dit hen at han mener at han ikke hadde nødvendige kunnskap og erfaring for å kunne handle fraktderivater.

I henhold til verdipapirforskriften § 10-4 kan en ikke-profesjonell kunde be om å bli behandlet som en profesjonell kunde dersom visse vilkår er oppfylt. Det stilles visse krav til prosedyre ved avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell, jf verdipapirforskriften § 10-5. Blant annet følger det av bestemmelsene tredje ledd at "*Verdipapirforetak kan bare etterkomme anmodning som nevnt i § 10-4 om foretaket med rimelig sikkerhet kan fastslå at den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger*

vedrørende relevante investeringstjenester, finansielle instrumenter eller transaksjoner, og forstår risikoen forbundet med disse”.

Det fremgår av klagen at den gjelder forhold som fant sted i 2010. Etisk Råd legger til grunn at klager mener at han i 2010 ikke burde ”fått virke” som profesjonell investor, og således hatt adgang til å handle fraktderivater gjennom foretaket i 2010. Etter omklassifiseringen til profesjonell investor i mai 2009, foretok klager 145 derivattransaksjoner frem til 2010.

I lydopptak av samtaler mellom klager og megler, oppfatter Rådet klager som en erfaren og velinformert markedsaktør hva gjelder fraktderivater.

På bakgrunn av lydopptak og klagers transaksjonshistorikk i 2009, finner Rådet at klager i 2010 hadde den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger vedrørende fraktderivater. Hvorvidt klager i 2009 ikke oppfylte vilkårene for å bli omklassifisert til profesjonell investor og heller ikke var egnet til å handle i fraktderivater, finner Rådet ikke grunn til å ta stilling til, da klagen som nevnt omfatter forhold/transaksjoner som fant sted i 2010.

Omsetningshastighet og investeringsrådgivning

Det er enighet om at klager i løpet av 8 måneder i 2010 gjennomførte 308³ derivattransaksjoner og 210 aksjetransaksjoner. Klager har beregnet dette til 3,1 handler per handelsdag (dvs de dagene når Oslo Børs er åpen for handel).

Klager anfører at det høye transaksjonstallet sammen med meglers svært aktive rolle overfor ham ikke er forenlig med god forretningsskikk, jf vphl § 10-11, og at transaksjonshyppigheten har skapt svært høye kurtasjeinntekter for megler.

Finansdepartementet har 1. november 2011 i ”Vedtak i klagesak vedrørende tilbakekall til å yte investeringstjenester – Agilis Group AS” uttalt følgende:

”Investeringsråd som innebærer at kunder over tid blir anbefalt å gjennomføre hyppige transaksjoner, medfører kostnader som vurdert over kundens investeringshorisont kan gjøre det vanskelig å oppnå en forventet avkastning som er like god som alternative investeringer som også er egnet til å oppfylle kundens investeringsmål. Kundens kostnader, herunder kurtasje og spread, vil med sikkerhet øke med hyppigheten av transaksjonene, mens en eventuell økning i forventet avkastning (før kostnader) vil være usikker. Alt annet like, kan netto forventet avkastning (etter kostnader) slik bli lavere ved å forfølge en investeringsstrategi forbundet med hyppige og kortsiktige transaksjoner, enn ved alternative investeringsstrategier/produkter med tilsvarende risiko. Departementet er følgelig enig med Finanstilsynet i at investeringsråd basert på investeringsstrategi forbundet med hyppige og kortsiktige transaksjoner ofte er uegnet etter vphl. § 10-11 fjerde ledd, og derved i strid med god forretningsskikk jf. vphl. § 10-11 første ledd. Departementet presiserer at det ikke vil være avgjørende hvorvidt en slik investeringsstrategi er bevisst og fastlagt i forkant, eller om den utgjøres av summen av de enkeltstående investeringsråd.”

Videre uttaler departementet i nevnte brev:

³ I klagen skriver klager at antallet derivattransaksjoner var 303 i 2010, men i hans første tilsvar fremgår det at antallet er 308.

”Departementet bemerker at ovennevnte ikke er til hinder for at den enkelte investor på egen hånd forfølger en strategi basert på hyppige transaksjoner mv., og at verdipapirforetak kan utføre investeringstjenestene nr. 1 (mottak og formidling av ordre) og nr. 2 (utførelse av ordre), jf. vphl. § 2-1 første ledd, for en kunde som selv forfølger en slik strategi, forutsatt at verdipapirforetaket oppfyller øvrige forpliktelser etter lov og forskrift, herunder informasjonsplikt etter vphl. § 10-11 annet ledd og frarådningsplikt etter vphl. § 10-11 femte ledd.”

Foretaket har opplyst at den rådgivningen megler har ytt overfor klager har vært som ledd i en ordrettførelse, og ikke som en del av investeringsrådgivning⁴, men at det likevel kunne være en flytende overgang mellom rådgivning knyttet til ordreinngivelse og investeringsrådgivning.

Etisk Råd finner at klager har hatt en meget høy transaksjonshyppighet i 2010. Spørsmålet er om det er klager som selv har forfulgt en strategi basert på hyppige transaksjoner eller om det er megler som har initiert transaksjonshyppigheten.

Når det gjelder hvem som har tatt kontakt med hvem, så er det i 2010 registrert at megler ringte klager 390 ganger på tapet linje og at klager ringte megler 250 ganger. Selv om det legges til grunn, som klager hevder, at klager ofte måtte ringe megler opp igjen på grunn av at klager ikke var på kontoret, så viser antall samtaler at klager også har utøvd en viss aktivitet overfor megler. Etter å ha lyttet på et utvalg av samtaler mellom klager og megler, samt på bakgrunn av utskrifter av samtaler fremlagt av foretaket, finner Rådet at megler er aktiv og foreslår handler, men Rådet har ikke funnet holdepunkter for at megler legger press på klager, for at klager skal foreta hyppige handler. Etter Rådets oppfatning fremstår ikke klager som en passiv kunde, men som en opplyst markedsaktør som tar egne beslutninger.

Det kan stilles spørsmål om megler har ytt investeringsråd i forbindelse med en strategi basert på hyppige transaksjoner. Som referert fra Finansdepartementets brev over, er Finansdepartementet av den oppfatning at investeringsråd basert på en investeringsstrategi forbundet med hyppige og kortsiktige transaksjoner ofte er ”uegnet” etter vphl § 10-11 fjerde ledd, og derved i strid med god forretningsskikk, jf vphl § 10-11 første ledd. Det følger av vphl § 10-11 fjerde ledd at verdipapirforetaket skal innhente visse opplysninger fra kunden som skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende (en såkalt egnethetstest etter verdipapirforskriften § 10-16). Det bemerkes at når det ytes investeringsråd overfor en profesjonell investor skal vedkommende også egnethetstestes i samsvar med verdipapirforskriften § 10-16, jf § 10-7 annet ledd. Foretaket må da i forhold til en profesjonell investor vurdere hvorvidt de enkelte transaksjonene er i samsvar med kundens investeringsmål. På bakgrunn av sakens dokumenter, legger Rådet til grunn at klager ikke er ”egnethetstestet”.

⁴ 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 første ledd.

Som nevnt over, viser de gjennomgåtte samtalene at megler foreslår handler/gir råd. Spørsmålet er om disse rådene oppfyller kravene til ”investeringsråd” i vphl § 2-4 første ledd. I denne vurderingen har Rådet sett hen til forarbeidene til bestemmelsen ((Ot.prp.nr.34 (2006-2007) om Verdipapirhandel og lov om regulerte markeder)), som viser til at investeringsrådgivning er mer utfyllende definert i artikkel 52 i Kommisjonsdirektiv 2006/73/EF av 10. august 2006 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF, hvoretter det følger av nevnte artikkel:

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

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

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

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

Etter Rådets oppfatning gir megler klager oppdateringer om porteføljen og hvordan markedet ligger an, samt at megler kommer med forslag til handler. Enkelte av forslagene/rådene finner Rådet at er i ”grenseland” mellom de generelle råd en megler kan gi i tilknytning til mottak og formidling av ordre/utførelse av ordre og personlige anbefalinger i tilknytning til investeringsrådgivning. Det er vanskelig å fastslå med sikkerhet om grensen til investeringsrådgivning i enkelte tilfeller kan være overtrådt, blant annet grunnet i at megler og klager virker å kjenne hverandre godt og har en egen sjargong. På bakgrunn av ovennevnte finner Rådet ikke å kunne fastslå at det er ytt investeringsrådgivning fra meglers side.

Etisk Råd er av den oppfatning at transaksjonshyppigheten har vært et samspill mellom klager og megler, innenfor investeringstjenestene nr.1 (mottak og formidling av ordre) og nr.2 (utførelse av ordre), jf vphl § 2-1 første ledd. Etisk Råd finner ikke grunnlag for at megler i forbindelse med klagers hyppige transaksjoner har overtrådt ”god forretningsskikk” i vphl § 10-11.

Når det gjelder klagers anførsel om at megler i flere tilfeller skal ha begrunnet sine råd i fundamentale hendelser og kort tid etter endret syn, for så å gå i mot sin egen fundamentale begrunnelse er ikke denne anførselen konkretisert nærmere i klagen. Etisk Råd har heller ikke kunnet utlede noe om dette av de gjennomgåtte samtalene. Rådet legger til grunn at anførselen er knyttet til omsetningshastigheten, og viser til ovennevnte konklusjon om at transaksjonshyppigheten har vært et samspill mellom klager og megler.

Aktiv forvaltning

Klager har anført at kundeforholdet etter hvert bar preg av ”aktiv forvaltning”, idet han viser

til at megler ved flere anledninger har snakket med ham på utapet linje eller ved fysisk møte, hvor han redegjorde for mulige handler han ville gjennomføre for klager, uten å si noe sikkert om størrelse og tidspunkt.

Etisk Råd viser til at aktiv forvaltning krever at kunden inngår en skriftlig avtale med et verdipapirforetak som har konsesjon til å yte denne tjenesten etter vphl § 2-1 første ledd nr 4. Kjernen i tjenesten er at kunden overlater et beløp (eller verdipapirer) til verdipapirforetaket som foretaket skal forvalte for kundens regning og risiko etter en individuell instruks. Det forelå ingen avtale mellom partene om at foretaket skulle drive aktiv forvaltning på vegne av klager, og således legger Rådet til grunn at foretaket i utgangspunktet drev alminnelig meglervirksomhet i henhold til vphl § 2-1 første ledd nr 1 og nr 2, i forhold til klager.

I henhold til vphl § 9-11 første ledd nr 2 skal verdipapirforetak ”*innrette sin virksomhet slik at foretaket er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf § 10-10*”.

Da en sammenblanding av virksomhetene aktiv forvaltning og ordinær meglervirksomhet innebærer en risiko for interessekonflikter, må de to ulike virksomhetene drives atskilt. I henhold til Forbundets bransjestandard 1/2002 om ”Diskresjonær kundebehandling – aktiv forvaltning” ligger diskresjonær kundebehandling tett opp til aktiv forvaltning og av den grunn er det fastsatt at ”diskresjonær ordre” skal behandles etter regelverket som gjelder for aktiv forvaltning.

Forbundets standard 1/2002 oppstiller et uttrykkelig krav til at en ordre skal inneholde spesifikasjon med hensyn til type verdipapir, antall verdipapirer eller investeringsbeløp samt hvorvidt ordren er en kjøp eller salgsordre. Utdrag fra Forbundets anbefaling punkt 2:

En normal ordre skal inneholde følgende elementer:

- a. Verdipapir*
- b. Antall eller verdi (volum)*
- c. Kjøp eller salg (long, short)*
- d. Andre betingelser ved ordren så som ”limit eller ”best”, beskrivelse av hvordan ordren skal utføres for eksempel ”carefully during the day” eller over flere dager og i noen tilfelle på hvilken markeds plass ordren skal utføres.*

Et oppdrag som mangler ett av de tre første elementene ovenfor, vil ha et diskresjonært element fordi oppdragsgiver har overlatt til megleren å utøve skjønn og å fatte beslutning på kundens vegne ved utførelse av ordren. Slike ordre defineres som diskresjonære ordre og behandlingen av denne type ordre defineres som diskresjonær kundebehandling. (Det fjerde element i ordren (pkt d) er betingelser knyttet til ordren og defineres ikke som et diskresjonært element selv om megleren kan utvise en viss grad av skjønn ved utøvelsen av ordren. Utøvelse av dette skjønnet er et ordinært meglerarbeid).

Spørsmålet Rådet vil ta stilling til er om megler/foretaket i forhold til klager har gått ut over det å drive ordinær meglervirksomhet i henhold til vphl § 2-1 første ledd nr 1 og nr 2 og har ytt tjenesten aktiv forvaltning, og derved drevet med diskresjonær handel for klager. Dette vil være i strid med vphl § 9-11 første ledd nr 2 og Forbundets standard nr 1/2002, da det ikke forelå noen fullmakt fra klager om aktiv forvaltning.

Foretaket har i tilsvaret opplyst at det har avdekket ett tilfelle av handel uten kundeordre, samt at det ikke har vært i stand til å gjenfinne ordre for alle gjennomførte handler, eller at ordre ikke inneholder alle elementer de skal inneholde i henhold til bransjestandard nr 1.

Som nevnt over har klager opplyst at megler har orientert klager, enten i fysiske møter eller på utapet telefon, om eventuelle handler megler ville gjennomføre når han så muligheten. Klagers forklaring understøttes av foretakets opplysning om at det ikke har vært i stand til å gjenfinne ordre for alle gjennomførte handler. Rådet legger således til grunn at det har foregått tilfeller av diskresjonær handel.

Det er usikkert i hvilket omfang det er blitt utført diskresjonær handel fra meglers side; det er kun ett konkret tilfelle foretaket har oppdaget, og da utført ved megler 1. Basert på antall telefonsamtaler og at de i stort omfang inneholder ordreinnleggelser, samt foretakets undersøkelser, legger Rådet til grunn at klager i hovedsak har inngitt ordre for de handler han har gjennomført.

Etisk Råd finner at klager har samtykket til diskresjonær handel i de tilfellene dette har funnet sted. Bakgrunnen for dette er at klager ikke hadde innsigelser når megler orienterte klager om mulige handler megler vurderte å gjennomføre uten klagers ordre, og uten at megler kunne si noe om størrelse eller tidspunkt for handlene. En slik aksept reparerer ikke ulovligheten av å foreta diskresjonære handler, da disse handlene skulle ha blitt utført atskilt fra meglerbordet grunnet interessekonflikter, jf vphl § 9-11 første ledd nr 2. Når det gjelder den konkrete handelen som ble avdekket av foretaket, så finner Rådet at den ble akseptert av klager i etterkant, da han ikke fremmet noen innsigelse på telefonen. En slik etterfølgende aksept vil på samme måte som nevnt over, ikke ha betydning for ulovligheten av å foreta en diskresjonær handel uten investors fullmakt. Rådet bemerker også at klager fortløpende har mottatt sluttседler som ga ham foranledning til å reklamere i henhold til de vanlige standardvilkårene, dersom han ikke var enig de gjennomførte handlene. Uavhengig av klagers aksept av meglers diskresjonære handel, mener Rådet at handlene er i strid med vphl § 9-11 første ledd nr 2 og Forbundets standard nr 1/2002.

Rådet viser videre til at vphl § 10-17 med forskrift (§§10-31 – 10-35) pålegger verdipapirforetak å foreta lydopptak av samtlige ordre og indikasjoner på ordre som er mottatt på telefon. Når ordren foretas gjennom andre formidlingskanaler, skal ordren dokumenteres på annen forsvarlig måte. Dokumentasjonsplikten er nødvendig for foretakets kontroll med at lover og regler følges, samt for at Finanstilsynet skal kunne føre et effektivt tilsyn. Brist på dokumentasjonsplikten innebærer videre at foretaket utsettes for betydelig risiko.

Som nevnt over har klager opplyst at det har foregått utapet dialog mellom klager og megler, og foretaket har opplyst at det ikke har klart å gjenfinne dokumentasjon for alle ordre. Rådet legger således til grunn at lovens pålegg om dokumentasjonssikring er overtrådt.

På bakgrunn av ovennevnte finner Etisk Råd at meglers diskresjonære kundehandel medfører brudd på vphl § 9-11 første ledd nr 2, vphl § 10-17 samt Forbundets standard nr 1/2002.

Klager anfører at meglers fravær har ført til uheldige hendelser ved forvaltningen av klagers portefølje og at megler og klager ble enige om at megler skulle avslutte klagers posisjoner i god stund før megler sluttet. Rådet kjenner ikke til hva som var avtalt eller hva de "uheldige hendelsene" gikk ut på. Rådet finner ikke å kunne ta stilling til denne anførselen, men bemerker at det er klager som selv hadde ansvaret for forvaltningen av sin portefølje.

Spørsmål om privatrettslig ugyldighet

Som nevnt over, er Etisk Råd av den oppfatning at klager har samtykket til de tilfeller av diskresjonær handel som har forekommet. Det følger av alminnelig avtalerett at klager er avtalerettslig bundet av de handler megler har foretatt.

Høyesterett uttalte i Kierulfdommen Rt. 1993 s. 312, hvor et verdipapirforetak i strid med lovforbud hadde gitt en kunde kreditt for aksjespekulasjon.

"Jeg legger til grunn at det ikke gjelder noen alminnelig regel om at en avtale med lovstridig innhold er uten virkning mellom partene, men at spørsmålet må avgjøres ved en tolking av den enkelte lov hvor det også legges vekt på enkelte momenter av mer generell karakter - herunder om reelle hensyn tilsier at lovovertrедelsen får slik virkning".

I den foreliggende klagesaken foreligger det brudd på verdipapirhandellovens regler identifisering/håndtering av interessekonflikter og om dokumentasjonssikring av ordre, samt brudd på Forbundets standard om diskresjonær handel. Rådet kan ikke se at lovforarbeidene til verdipapirhandelloven omhandler spørsmålet om eventuelle sivilrettslig ugyldighet ved en overtredelse av de nevnte lovbestemmelsene. Megler kan miste sin autorisasjon ved nevnte brudd på regelverket, og foretaket står under offentlig kontroll. Rådet kan ikke se at klager har en beskyttelsesverdig interesse i at handler som han samtykker til foretas uten dokumenterbare ordre, anses ugyldige. I så fall kan en kunde velge å ta oppsiden, og så gjøre ugyldighet gjeldende på verdipapirforetakets bekostning når nedturen blir dominerende. Rådet finner således heller ikke at andre alminnelige synspunkter, herunder håndhevelse til effektiv håndhevelse, tilsier ugyldighet.

Gjeldskravet i "Kierulfsaken" ble imidlertid redusert for de vederlagskrav med direkte tilknytning til den ulovlige kredittytelse, og den aksjehandel denne ga foranledning til, med den begrunnelse at det ville være lite rimelig om foretaket skulle innkassere noen form for vinning ved det ulovlige forholdet. Således kan det være grunn til å trekke en tilsvarende parallell til den foreliggende saken. Dette innebærer at den kurtasje klager ble belastet på grunnlag av meglers diskresjonære handel bør erstattes av foretaket.

Konklusjon

Etter en gjennomgang av sakens dokumenter og lydopptak, er Etisk Råd av den oppfatning av at det foreligger kritikkverdige forhold hos megler og hos megler 1. Dette gjelder det forhold at det har forekommet tilfeller av diskresjonær handel, som er brudd på vphl § 9-11 første

ledd nr 2 og Forbundets standard nr 1/2002, samt at det har forekommet brudd på verdipapirhandellovens regler for dokumentasjonssikring av ordre, jf vphl § 10-17.

Etisk Råd har etter dette fattet følgende vedtak:

Klager gis delvis medhold.

Oslo, 29. november 2012