

# Kravet til god forretningskikk i vphl. § 10-11

---

Ei klarlegging av det nærmare innhaldet i kravet  
med utgangspunkt i dei tre rettsnormene  
oppstilt av Kredittilsynet.

**Studentnummer: 149005**

**Antal ord: 11029**

**Vegleiar: stipendiat Ingebjørg Vamråk**

**Innleveringsfrist: 2. juni 2009**

**Innholdsliste:**

1. Emnet .....	3
2. Bakgrunn.....	5
2.1 Introduksjon til verdipapirmarknaden .....	5
2.2 Nærmere om lovreguleringa .....	5
2.2.1 Noreg .....	5
2.2.2 EU/EØS .....	5
3. Analyse .....	8
3.1 Kven og kva rettar reglane seg mot?.....	8
3.1.1 Kven rettar reglane seg mot? .....	8
3.1.2 Kva tenester er omfatta?.....	9
3.1.3 Kva produkt er omfatta? .....	11
3.1.3.1 Innleiing .....	11
3.1.3.2 Omsettelege verdipapir.....	11
3.1.3.3 Verdipapirfondsandel.....	12
3.1.3.4 Pengemarknadsinstrument .....	12
3.1.3.5 Derivat .....	12
3.1.4 Endring i lovverket?.....	13
3.2 Er Kredittilsynet sine tre normer i samsvar med gjeldande rett? .....	14
3.2.1 Innleiing: Lovtekst .....	14
3.2.2 Kredittilsynet sine tre rettsnormer .....	15
3.2.3 Føresetnad som må vera oppfylt; kundeklassifisering.....	16
3.2.4 Kva ligg i vilkåret om at produktet må vera "egnet" for kunden? .....	16
3.2.5 Inneber god forretningsskikk-kravet at det skal vera eit rimeleg forhold mellom totale kostnader og det som faktisk vert investert?.....	23
3.2.6 Ligg det kravet til god forretningsskikk at den del av innbetalt beløp som tilfall verdipapirføretaket, må stå i eit rimeleg forhold til den meirverdi føretaket tilfører? .....	30
Kjelderegister: .....	34

## 1. Emnet

Emnet for det denne avhandlinga er dei nye krava til god forretningsskikk for investeringsrådgjevingsbransjen, nedfelt i lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 (heretter vphl.) § 10-11.

Investeringsrådgjevingsbransjen har i lang tid vore prega av ein uoversiktleg marknad for investorane med mange aktørar som tilbyr sine kundar til dels kompliserte og uforståelege produkt. Produkta og tenestene som er tilgjengelege på marknaden aukar kontinuerleg i tal og kompleksitet. Dette halde saman med at det er eit stort teoretisk univers av moglege produkt, gjer det vanskeleg for kundar og andre å skilje produkta frå kvarandre.

God forretningsskikk er blitt omtalt som ein generell rettsleg standard, som skal danne gode rammer for at alle partar, både kunden og investeringsføretaket skal handle i samsvar med gjeldande reglar og etiske normer. Ved "fair play" vil ein tryggje at alle sine interesser vert samstundes ivarettatt.

Kravet til god forretningsskikk er ei overordna norm, men samstundes bare ein del av ei større føresegn, slik at ein heile tida må halde kravet opp mot og tolke det i samsvar med resten av ledda i vphl. § 10-11. Også andre føresegner som står i nær samanheng til kravet, til dømes førebygging av interessekonfliktar i vphl. § 10-10 og "beste resultat ved ordreføring" i vphl. § 10-10, er sentrale ved tolkinga av kravet.

Ved implementering av Markets in Financial Instruments Directive<sup>1</sup> (heretter MiFID) i den nye verdipapirhandelloven<sup>2</sup> vart kravet til god forretningsskikk ytterlegare stadfesta. Kravet er dermed ein direktivbasert regel.

MiFID har til formål å gjera rådgjevingsprosessen meir gjennomsiktig, tryggje at konkurransetilhøva er rimelege og til det beste for kundar og seriøse aktørar, og ikkje minst kvalitetssikre informasjonen som kjem ut. Ved implementeringa av MiFID vart nye tenester underlagt konsesjonsplikt, slik som investeringsrådgjeving. Dette styrka vernet av kunden.

Som ledd i implementeringa fekk ein strengare konsesjonskrav til verdipapirføretaka, av både organisatorisk og operasjonell karakter. Dei organisatoriske krava rettar seg mot organiseringa av sjølve føretaket, og stillar opp krav om blant anna fagleg kompetanse hjå leiinga. Vidare må

---

<sup>1</sup> Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EF)

<sup>2</sup> Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75

føretaket<sup>3</sup> oppfylle eit kapitalkrav, dei må ha ein ansvarleg for etterleving av lovar og regelverk (compliance) og dei må ha ein instruks som sikrar gjennomføring av internrevisjon. Kravet til god forretningsskikk, inngår saman med blant anna krav til kundeklassifisering, rapportering til styresmakter av føretaket sine transaksjonar, og krav til å gje kunden det "beste resultat" ved ordreføring i dei operasjonelle krava. Det er den operasjonelle delen av konsesjonskrava som er emnefeltet for denne avhandlinga.

Eg vil i denne avhandlinga konsentrere meg om den konsesjonspålagte tenesta investeringsrådgjeving, og dermed avgrense mot aktiv forvaltning og rein ordreforidling, inkludert "hensiktsmessighetstesten" i vphl. § 10-11 (5).

Det er det konkrete innhaldet i omgrepet "god forretningsskikk" eg søker å avklare det nærmare innhaldet i, gjennom denne avhandlinga. Kredittilsynet har gjennom si tilsynsaktivitet operasjonalisert omgrepet, og dermed utleia tre rettsnormer. Eg skal vurdere om desse tre normene er i samsvar med gjeldande rett.

---

<sup>3</sup> I denne avhandlinga vert omgrepa "føretaket", "verdipapirføretaket" og "investeringsføretaket" nytta om kvarandre, utan det medfører noko realitetsskilnad.

## 2. Bakgrunn

### 2.1 Introduksjon til verdipapirmarknaden

Verdipapirmarknaden si hovudoppgåve er å formidla kreditt og eigenkapital. Dette bidreg til kapitaloppbygging i samfunnet, og til at kapitalen vert kanalisert der den kastar mest av seg. Ein effektiv verdipapirmarknad bidreg til ei auka effektivitet i fordelinga av ressursane i samfunnet. Men marknaden kan bare fungera etter si hensikt dersom deltakarane har tillit til måten den fungerer på.

### 2.2 Nærmare om lovreguleringa

#### 2.2.1 Noreg

Den sentrale rettskjelda er verdipapirhandelloven<sup>4</sup>, supplert med verdipapirforskrifta<sup>5</sup>. Desse er på langt veg ei rein oversetjing av hovuddirektivet (MiFID) og gjennomføringsdirektivet. Ved motstrid mellom norsk intern rett og EØS-rett, vil EØS-retten få forrang. Dette følg av det dualistiske prinsipp og er forankra i EØS-loven § 2<sup>6</sup>. Vidare vil Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) og NOU 2006:3 vera sentrale kjelder ved tolking av det nærmare innhaldet i lovteksten.

#### 2.2.2 EU/EØS

Ved forståing av kravet til god forretningsskikk står to direktiv særskilt sentrale; MiFID og Gjennomføringsdirektivet<sup>7</sup>, som begge er utleia av EU.

**MiFID** er eit rammedirektiv, som inneheld hovudreglane og prinsippa. Direktivet regulerar både ytarane av investeringstenester (verdipapirføretak og kredittinstitusjonar) og marknadane for finansielle tenester (børsar). Det at MiFID er eit rammedirektiv, inneber at alle medlemsstatane ved lovgjevingsarbeidet må halde seg innanfor dei same rammene; ein kan verken stille forbrukaren betre eller dårlegare enn kva som følgje av direktivet. Eit rammedirektivt gjev større fleksibilitet ved gjennomføringa, og fastsetter sentrale krav, men ikkje bindande europeiske standardar.<sup>8</sup> Hadde MiFID derimot vore eit minimumsdirektiv, måtte ein ved nasjonal lovgjeving oppfylt visse minimumskrav. Nasjonale styresmakter kunne dermed ikkje stilt forbrukaren dårlegare enn kva direktivet stiller krav om. Det ville derimot ha vore opp til den einskilde stat om ein ville stilt opp strengare krav eller ei.<sup>9</sup>

---

<sup>4</sup> Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75

<sup>5</sup> FOR 2007-06-29 nr. 876: Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskrifta)

<sup>6</sup> Lov om gjennomføring i norsk rett av hovuddelen i avtale om Det europeiske økonomisk samarbeidsområde (EØS) m.v. av 27. november 1992 nr. 109

<sup>7</sup> Transparensdirektivet (2006/73/EF)

<sup>8</sup> Nielsen og Neergaard (2005) s. 139 og 144

<sup>9</sup> Op.cit. s. 133

Direktivet inneheld derimot ingen utfyllande føresegn om korleis ein skal forstå innhaldet, ein må dermed sjå hen til gjennomføringsdirektivet. I forbindelse med god forretningskikk-kravet er MiFID å sjå på som eit fullharmoniseringsdirektiv, som inneber at artikkelen (MiFID art. 19) skal gjennomførast i sin heilskap i norsk rett.

Det dobbelte hovudformålet til MiFID er ”at beskytte investorene og sørge for, at verdipapirmarkedene fungerer efter hensigten”<sup>10</sup>. Formålet skal sikrast ved å sørge for ”at der er gennemsigtighed i forbindelse med transaktionerne, og at de regler, der i dette direktiv er fastsat i dette øjemed, finder anvendelse på investeringsselskaber, når de opererer på markedet”.<sup>11</sup>

Direktivet tek sikte på at ein transaksjon skal vera like effektiv og trygg når alle partar og infrastrukturar er heimehøyrande i ulike medlemsstatar, som når dei er heimehøyrande i same medlemsland. Eit sentralt verkemiddel for å oppnå dette er harmonisering av dei nasjonale regelverk, særleg i forhold til marknadsstrukturar, krav til organisering av verksemdar og åtferda til føretaka. Desse verkemidla er gjennomført ved implementeringa av MiFID.

Heimstaten sin autorisasjon skal gjelde for føretakets verksemd i heile EU/EØS-området, og under heimstatens tilsyn.<sup>12</sup>

**Gjennomføringsdirektivet** gjev til dels detaljerte og utfyllande føresegner til ei rekke av artiklane i MiFID. For det fyrste gjev direktivet nærmare spesifiserte reglar knytt til einskilde av definisjonane i MiFID, dette vert gjort for å ta omsyn til utviklinga i finansielle marknader og sørgje for lik handsaming av direktivet. Vidare gjev direktivet nærmare spesifiserte og utfyllande reglar om dei organisatoriske og operasjonelle krava til verdipapirføretaka.

Når det gjeld dei forhold som er regulert av gjennomføringsdirektivet, kan ein i utgangspunktet legge til grunn eit krav om fullharmonisering. Artikkelen 4 i direktivet vert omtala som eit forbod mot ”goldplating”. Føresegna seier at nasjonale styresmakter i unnatakstilfelle kan oppretthalde nasjonale reglar som går lengre enn direktivet, dersom dei er ”objektivt begrundede og står i et rimeligt forhold”<sup>13</sup> til dei særeigne omsyna i den nasjonale finansmarknaden.<sup>14</sup>

---

<sup>10</sup> MiFID Fortalen pkt. 44, 1. pkt

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> NOU 2006:3 pkt. 1.1.2

<sup>13</sup> Gjennomføringsdirektivet art. 4 nr. 1

<sup>14</sup> Tyrhaug og Mydske: *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn* s. 160

Motstykket i norsk rett er verdipapirforskrifta som gjennomfører direktivet.

Gjennomføringsdirektivet vil dermed ha betydeleg vekt som rettskjelde ved klarlegging av det nærmare innhaldet i den rettslege standarden om god forretningsskikk.

### 3. Analyse

#### 3.1 Kven og kva rettar reglane seg mot?

##### 3.1.1 Kven rettar reglane seg mot?

Det følg av vphl. § 1-2 at loven gjeld for "virksomhet i Norge". Men også filialar av norske føretak i utlandet, vil også vera underlagt norsk lovgjering, jf. vphl. kap. 9, del III, særleg § 9-27.

Etter MiFID sin fortale under punkt 7 skal direktivet gjelde for "de virksomheder, hvis faste erhverv eller virksomhed består i at yde investeringservice og/eller udøve investeringsaktiviteter i erhvervsøjemed. Direktivet bør derfor ikke omfatte personer, hvis erhvervsmæssige virksomhed er af en anden art." Av punkt 8 til 15 i fortalen til direktivet går det fram kven som ikkje bør vera omfatta av direktivet, dette er til dømes forsikringsselskap, sentralbankar, kollektive investeringsinstitutt og pensjonskassar.

Det sentrale er at føretaket må yte ei investeringservice og/eller utøve investeringsaktivitet med erverv som formål, for å verta underlagt reglane. I vphl. § 9-1 finn ein att det same verkeområdet til regelverket. Fyrste ledd slår fast at "investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis" kan bare verta ytt av føretak som har fått tillating av departementet til dette. Dei føretaka det hovudsakleg er tale om er verdipapirføretak og kredittinstitusjonar. Kredittinstitusjonar er ikkje ein del av emnet for denne avhandlinga, og vil derfor ikkje verta omtalt.

Eit sentralt spørsmål er kva som kjenneteiknar eit verdipapirføretak. I MiFID art. 4 (1) er verdipapirføretak definert som eit føretak, "hvis erhvervsmæssige virksomhed består i at yde én eller flere former for investeringservice til tredjemand og/eller udføre én eller flere former for investeringsaktiviteter på erhvervsmæssigt grundlag". Ytinga av ein eller fleire investeringstenester er underlagt konsesjonsplikt, jf. art. 5.

Investeringstenester og investeringsverksemd er i vphl. § 2-2 (1) definert som nærmare angjevne "tjenester og virksomheter" som knyter seg til nærmare angjevne "finansielle instrument". Finansdepartementet<sup>15</sup> legg til grunn at det ikkje er ein realitetsskilnad mellom "tjenester" og "virksomheter", slik at ein berre vil nytta "tjenester" i denne samanheng.

---

<sup>15</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 51, pkt. 4.5



Loven si bruk av omgrepet "verdipapirføretak" kan vera litt misvisande, det er derfor viktig å presisera at reglane om verdipapirføretak berre gjeld for føretak som yt investeringstenester med tillating til dette etter vphl. § 9-1, samt EØS-føretaka og utanlandske føretak så langt dette følg av vphl. § 9-26. Loven sine reglar for "verdipapirføretak" gjeld altså ikkje for unnataksføretaka, sjølv når desse yt investeringstenestar.<sup>16</sup>

### 3.1.2 Kva tenester er omfatta?

Det følg av vphl. § 2-1 at lova gjeld for "investeringstjenester og tilknyttede tenester". Føresegna implementerar MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 2 og 3, som definerar kva som ligg i investeringstenestar og tilknytte tenestar. Det er totalt sju kategoriar av tenester som er å sjå på som investeringstenester. Definisjonane samsvarar med MiFID. Dette er tenester Noreg er forplikta til å opprette konsesjonskrav for, ovanfor norske verdipapirføretak. Og vidare er Noreg forplikta til å opne grensene for grenseoverskridande verksemd og filialverksemd frå EØS-føretak. Verdipapirføretaka må søke om konsesjon for kvar einskild teneste.<sup>17</sup>

Konsesjonskravet etter vphl. § 9-1 gjeld berre for tenester som vert ytt på ein "forretningsmessig basis". Ei antitetisk tolking av føresegna medfører at vederlagsfrie investeringstenester ikkje vert omfatta. Men konsesjonsplikta vil likevel tre inn dersom investeringstenester vert ytt vederlagsfritt i nær samanheng med andre tenester det vert tatt vederlag for. Etter vphl. § 9-2 (2) nr. 1 må ein likevel ikkje ha konsesjon for yte investeringsteneste som "bare ytes ved enkelte anledninger og er ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet", sjølv om det skjer mot godtgjering på forretningsmessig basis.

Det er investeringsrådgjeving som investeringsteneste som står i fokus for denne avhandlinga. Eit sentralt spørsmål i denne samanheng er kva som meines med ein investeringsrådgjevar. Det er eit sentralt krav etter MiFID er at investeringsrådgjeving skal vera ei konsesjonspliktig investeringsteneste. Denne verksemda er nærmare definert i vphl. § 2-4, som implementerar MiFID art. 4, nr. 1 (4).<sup>18</sup>

Ein investeringsrådgjevar er i vphl. § 2-1 (1) nr. 5, jf. vphl. § 2-4 (1) definert som ein som gjev ei "personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter". Ordlyden peikar i retninga av at rekkevidda til definisjonen er vid og omfattar rådgjeving i mange kategoriar. Vidare at det er tale om

---

<sup>16</sup> Bergo (2008) s. 134-135

<sup>17</sup> Bergo (2008) s. 135

<sup>18</sup> Bergo (2008) s. 141-142

eit eller fleire produkt ein skal investere i eller selje seg ut av. Det skal dermed lite til før ein er over i konsesjonspliktig verksemd.

Eit spørsmål som reiser seg, er kva som skil investeringsrådgjeving som konsesjonsbelagt teneste frå dei andre investeringstenesta som er tilgjengelege. Dei andre investeringstenesta som er tilgjengelege og underlagt konsesjonsplikt etter vphl. § 2-1 (1) er "ordreformidling", jf. nr. 1, "ordreutføring på vegne av kunden", jf. nr. 2, "omsetning av finansielle instrument for egen regning (egenhandel)", jf. nr. 3, "aktiv forvaltning", jf. nr. 4, "garantistilling for og plassering av emisjoner", jf. nr. 6 og "drift av multilaterale handelsfasiliteter", jf. nr. 7.

For det fyrste vil verdipapirføretaket sjølv vera part i handelen dei utførar på vegne av kunden, noko som ikkje er tilfelle når det gjeld "ordreformidling" og "ordreutføring på vegne av kunden".

"Ordreformidling" er kjenneteikna ved at føretaket berre formidlar ordren til eit anna føretak.

Tenesta er definert som "mottak og formidling av ordre på vegne av kunder i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter som definert i vphl. § 2-2."<sup>19</sup>

For det andre rettar investeringsrådgjevinga seg mot "bestemte finansielle produkt". I ordlyden "bestemte" ligg det at anbefalinga må omhandle konkrete finansielle instrument, i motsetnad til generelle råd om plassering i eit eller fleire finansielle produkt.

Det er vidare eit særpreg ved investeringsrådgjeving at det er kunden som for kvar einskild investering fattar slutninga om å faktisk foreta handelen. Dette er imidlertid ikkje tilfellet ved "aktiv forvaltning". Her handlar tenesteytaren etter fullmakt frå investoren, og har då rett og plikt til å kjøpe og selje finansielle instrument for kunden si rekning, utan ordre eller instruks for det einskilde tilfellet. Kjernen i investeringsrådgjeving er "personlig anbefaling". Dette avgrensar bruksområdet til tenesta mot generelle råd til alle, til dømes ei analyse gjeve på eit meir breiare basis. "Aktiv forvaltning" er også kjenneteikna ved at tenesteytaren (rådgjevar/forvaltar) finn produkt som er egna for den einskilde kunden og den sitt investeringsmål.

Departementet presiserar i førearbeida<sup>20</sup> at det sentrale ved investeringsrådgjeving er om den dreiar seg om "bestemte" finansielle instrument, og at det ikkje er avgjerande om det er kunden eller verdipapirføretaket som tok initiativet, så lenge kunden har fått ei "personlig anbefaling".

---

<sup>19</sup> Vphl. § 2-1 (1) nr. 1

<sup>20</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 51, pkt. 4.5

Årsaka til at dette er presisert, er at investeringsrådgjeving ikkje skal vera ein masseproduksjon av investeringsråd, men ei rådgjeving tilpassa den einskilde kunden og dermed stille kunden i fokus. På den måten vil ein tryggje vernet av kunden og overhald god forretningsskikk-kravet.

### **3.1.3 Kva produkt er omfatta?**

#### **3.1.3.1 Innleiing**

Det følg av vphl. § 2-2 (1) at regelverka gjeld for "finansielle instrument". Som finansielle instrument meiner ein omsettelege verdipapir, verdipapirfondsandel, pengemarknadsinstrument og derivat.<sup>21</sup> Føresegna gjennomfører MiFID art. 4 nr. 1, pkt. 17, som saman med MiFID sitt vedlegg 1 del C definerar og listar opp kva som er eit finansielt instrument, og då vert objekt for reglane sitt verkeområde.

Det sentrale er at det er knytt ein risiko til produkta. Ved ei kvar form for investering er det forbundet ein risiko for at heile eller delar av investeringsbeløpet kan gå tapt. I dag er det slik at den einaste investeringa som er heilt sikker og som ikkje vil gje tap, er å plassere opp til to millionar i banken på konto. Skulle banken gå konkurs, vil tryggingfondet dekkja tapet.<sup>22</sup> Ved innskot på meir enn to millionar vil det vera knytt ein risiko.<sup>23</sup> Derfor, knyt det seg ikkje nokon risiko ved investering i produktet, er produktet ikkje underlagt loven si rekkevidde.

#### **3.1.3.2 Omsettelege verdipapir**

Omsettelege verdipapir er i vphl. § 2-2 (2) definert som "verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, herunder:" aksjar eller verdipapir som kan likestillast med aksjar (nr. 1), obligasjonar eller kan likestillast med obligasjonar (nr. 2), og andre verdipapir som kan verta erverva eller selt (nr. 3).

Ordlyden "herunder" tydar på at opplistinga av dei verdipapir som er nemnt i nr. 1 til 3 berre er meint å vera dømer, og lista er dermed ikkje uttømmende. Det sentrale vilkåret for at verdipapiret vert ein del verkeområdet til føresegna, er om det er kan "omsettes". Førearbeida legg til grunn at så

---

<sup>21</sup> Jf. vphl. § 2-2

<sup>22</sup> Banksikringsloven § 2-5 (2)

<sup>23</sup> Dette er naudsemd ikkje alltid tilfellet. Ein kunde kan til dømes plassere 2 millionar kroner på kapitalkonto hjå fem ulike bankar. På denne måten har kunden trygt plassert 10 millionar kroner, og som han ikkje kan tape ved ein konkurs.

lenge verdipapiret etter sin art kan omsetjast, spelar det inga rolle om avtalar eller vedtektsføresegn medfører omsetjingsavgrensingar, verdipapiret fell då likevel innanfor loven sin ordlyd.<sup>24</sup>

### 3.1.3.3 Verdipapirfondsandel

Vppl. § 2-2 (3) definerar verdipapirfondsandel som "andeler i fond som nevnt i verdipapirfondsloven § 1-2 første ledd nr. 1 og verdipapirer som kan sidestilles med slike andeler".

Verdipapirfondsloven<sup>25</sup> (heretter vpfl.) § 1-2 (1) nr. 1 definerer verdipapirfond som ein "selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fond og for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i henhold til § 4-5 sjette ledd". Følgjeleg vert veldig mykje rekna som ein verdipapirfondsandel.

Det som er særprega ved denne investeringsforma er at privatkundar i fellesskap med ein større eller mindre gruppe av andre deltakarar i eit "verdipapirfond", investerar i verdipapirmarknaden.<sup>26</sup>

### 3.1.3.4 Pengemarknadsinstrument

Produktet er definert som "klasser av instrument som normalt omsettes i pengemarkedet, slik som sertifikater og innskuddsbevis", jf. vppl. § 2-2 (4). Definisjonen presiserar at betalingsmidlar er ikkje ein del av dette produktet, men definisjonen nemnar eksplisitt at sertifikat og innskotsbevis vert omfatta.

### 3.1.3.5 Derivat

Derivat er kanskje det finansielle produktet med høgast grad av kompleksitet og finnes i utallige versjonar, til dømes varederivat (vppl. § 2-2 (5) nr. 2) og kredittderivat (vppl. § 2-2 (5) nr. 3).

Vppl. § 2-2 (5) gjev ei ikkje uttømmmande regulering av kva produkt som vert rekna av derivat.

Definisjonen på kva som meines med eit derivat finn ein i nr. 1; "opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter".

---

<sup>24</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 419

<sup>25</sup> Lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr. 52

<sup>26</sup> Bergo (2008) s. 19

### 3.1.4 Endring i lovverket?

Det er den siste tida vist seg at det er uklart kva produkt og kva aktørar som vert omfatta av reglane om konsesjonspliktig investeringsrådgjeving. Ein har oppdaga lovtomme rom i lovgjevinga, som gjer det mogleg å drive investeringsrådgjeving utan konsesjon. Det kan gjerast ved å enten innrette salet mot spareprodukt som ikkje er konsesjonspliktige; kommandittselskap (KS) eller ansvarleg selskap (ANS), eller ved å kalla seg "tilknyttet agent", og dermed drive under konsesjonen til eit anna selskap. Denne salsmetoden er etter dagens lovverk fullt lovleg, men "råseljarane" vil ikkje vera under kontroll av Kredittilsynet. Som eit resultat av dette, har Kredittilsynet uttalt at dei vil kome med ei mogleg anbefaling til strengare lovverk.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> E24 Næringsliv, artikkel frå den 09.03.09 "Varsler tiltak mot råselgere": <http://e24.no/lov-og-rett/article2968428.ece>

### 3.2 Er Kredittilsynet sine tre normer i samsvar med gjeldande rett?

#### 3.2.1 Innleiing: Lovtekst

Gjennom vphl. § 10-11 (1) er verdipapirføretaket pålagt å "utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningskikk". I dette legg lovgevar at føretaka skal sørge for at "kundens interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte".<sup>28</sup>

Ei naturleg ordlydsforståing peikar i retning av at det er opent kva som vert rekna som "god forretningskikk". Vidare er ordlyden til vilkåret "på beste måte", svært skjønsmessig og lite presis. Det vert dermed opp til kvart einskild føretak å vurdere kva framgangsmåte som vil ivareta kunden sine interesser på best måte.

Det er i førearbeida<sup>29</sup> uttrykkeleg uttalt at dei meir presise angjevingane i direktivet<sup>30</sup> og gjennomføringsreglane, ikkje kan sjåast på som ei uttømmende angjeving av innhaldet i den rettslege standarden "god forretningskikk". I dette ligg det at standarden ikkje er statisk, men kan og vil endre seg over tid, i ljøs av mellom anna marknadsmessige og samfunnsmessige forhold. Innhaldet i kravet må konkretiserast, utdjupast og tolkast i ljøs av dei øvrige føresegn i paragrafen.<sup>31</sup> Ein fordel med dette er at innhaldet i kravet vil utvikle i takt med utviklinga. På den andre sida kan det at kravet er så opent og tidvis uklart ei ulempe, då det kan vera lett for føretaka å tolke regelverket slik at dei kan sno seg unna. Dette understrekar at god forretningskikk-kravet er ei overordna norm, som ein må sjå i samanheng med resten av føresegna for å kartlegge det nærmare innhaldet.

Verdipapirføretaket har med dette ikkje bare pliktar ovanfor sine kundar, men dei skal også ivareta marknaden sin tarv. Dette vert omtalt som at føretaka skal ivareta tilliten til verdipapirmarknaden. Knut Bergo<sup>32</sup> hevdar at i dette ligg det at ei åtferd som ikkje går ut over nokon av føretaket sine kundar, men som er egna til å svekka marknaden sin tillit til føretaka eller tilliten til marknaden generelt, kan etter omstenda verta ramma av føresegna. Ein kan stille spørsmål om ei slik påstand har haldepunkt i formålet til regelen, då hovudpoenget er å verne om kundane og opptre i samsvar med "fair play". For handlar eit føretak med "fair play" ovanfor kundane, vil dette vera "fair play" ovanfor konkurrentane, som igjen tydar at tilliten til marknaden vert ivaretatt. Føresetnaden for dette er at både sjølvne reglane og handhevinga av reglane er god. Denne samanhengen illustrerar at det ikkje er tale om eit isolert krav om å ivareta tilliten til verdipapirmarknaden. Kravet heng saman

---

<sup>28</sup> Vphl. § 10-11 (1), 2. pkt.

<sup>29</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 104, pkt. 7.3.5

<sup>30</sup> MiFID

<sup>31</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 426

<sup>32</sup> Bergo (2008) s. 156-157

med kravet om å handle på ein slik måte, at ein på beste måte ivareteke dei pliktar føretaket har ovanfor kundane sine.

Ut frå lovteksten har Kredittilsynet utarbeida tre rettsnormer, som gjer reie for kva dei meiner ligg i loven sitt krav til god forretningsskikk.

### **3.2.2 Kredittilsynet sine tre rettsnormer**

Normene er utleia direkte av vphl. § 10-11, og inneber ei presisering av korleis kunden sine interesser og marknaden sin integritet på beste måte vert tatt vare på. Det gjennomgåande prinsippet i kravet syns å vera at kunden sine interesser skal gå framføre føretaket sine interesser. Prinsippet er av så sentral betydning at det umogleg kan vera uforutsigbart for verdipapirføretaka. Ein mogleg heimel for normene finn ein i uttalinga i førearbeida<sup>33</sup>, som uttrykkeleg seiar at innhaldet i god forretningsskikk-kravet ikkje er uttømmende regulert i lovgjevinga. På denne måten vil normene vera med på å utfylle lovreguleringa av kravet.

Dei tre rettsnormene har danna utgangspunkt for Kredittilsynet sin kontroll av verdipapirføretak det siste året, og har på eit vis fungert som sjekkpunkt. Formålet kan til ein viss grad seiast å danna eit snev av forutberekelegheit for aktørane i marknaden, då for kva Kredittilsynet meiner er innhaldet i kravet om god forretningsskikk.

I Totalvekstsaka<sup>34</sup> forklarar Kredittilsynet bakgrunnen for deira tre rettsnormer. Normene er utarbeida på bakgrunn av saka vedrørende Norwegian Applied Technology (den såkalla NAT-saka) frå 1997. Og er tilsvarande den praksis tilsynet har følgd sidan då og fram til i dag. Det som er nytt er at normene er anvendt på investeringsrådgjeving, som vart konsesjonspliktig investeringsteneste frå 1. november 2007.

Totalvekst ASA vart i juni 2008 fråtatt konsesjonen sin til å drive investeringsrådgjeving. Bakgrunnen for vedtaket var at Kredittilsynet fant at det låg føre grove og systematiske overtredingar av reglane om god forretningsskikk, og at vilkåra for tilbakekall av konsesjonen i vphl. § 9-4 (1) dermed var oppfylt. Det var hjå Totalvekst særleg alvorleg at dei hadde overtredt plikta til å ivareta kunden sine interesser framfor føretaket sine interesser, ved å la omsynet til eiga inntening vera med å avgjera rådgjeving og sal av produkt til kundane. Kredittilsynet nytta for fyrste gong uttrykkeleg rettsnormene sine som vurderingstema i vedtaket ovanfor Totalvekst.

I ljøs av endringa i verdipapirmarknaden og den nye verdipapirhandelloven, bør ein stille spørsmål om normene framleis står seg de lege lata. Eg vil i det fylgjande stille spørsmål til om Kredittilsynet

---

<sup>33</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 104, pkt. 7.3.5

<sup>34</sup> Brev av 19.01.2009 frå Finansdepartementet til Totalvekst s. 6

sine tre rettsnormer er i samsvar med gjeldande rett. Vidare vil eg stille spørsmål til om bruken av normene er i samsvar med gjeldande rett. Eg vil handsama desse to spørsmåla under eitt, ved å ta for meg normene ein etter ein.

### **3.2.3 Føresetnad som må vera oppfylt; kundeklassifisering**

Etter implementering av MiFID vart verdipapirføretaka pålagt å kategorisera alle sine kundar som henholdsvis "profesjonelle" kundar og "ikkje-profesjonelle" kundar. Dette gjaldt (og gjeld) både eksisterande og nye kundar. Omfanget av investorvernet vert avgjort ut frå kva kategori kunden vert plassert i.<sup>35</sup> Vidare kan den einskilde kunden få status som "kvalifisert motpart" i tilknytning til einskilde tenester; mottak og formidling av ordre, utføring av ordre for kundens rekning og omsetnad av finansielle instrument for eiga rekning.<sup>36</sup> Kundekategorien ein er klassifisert under vil spele inn i mange situasjonar under ein rådgjevingssprosess. Særleg vil det spele inn ved gjennomføring av "egnethestesten" og detaljnivået i det informasjonsmateriale kunden mottek av føretaket.

### **3.2.4 Kva ligg i vilkåret om at produktet må vera "egnet" for kunden?**

Kredittilsynet hevdar i si fyrste rettsnorm at: *"Verdipapirforetaket må ha tilstrekkelig kunnskap om tilgjengelige produkter til å kunne foreta sammenligninger hva angår risiko, forventet avkastning, kostnader og likviditet mv. Denne sammenligningen må foretas i forhold til slike sentrale målestokker. Foretaket har i kraft av sin rolle som profesjonell mellommann et selvstendig ansvar for denne vurderingen. Verdipapirforetaket har derfor en undersøkelsesplikt i forhold til hva som tilbys på markedet og hvilke produkter som gir de beste betingelser for kunden."*

For det fyrste stillar norma opp krav til føretaket sitt kunnskapsnivå. Dei skal ikkje bare ha grunnleggande kjennskap til bransjen og dei produkta føretaket formidlar. Men ein skal kunne samanlikna produkta som er tilgjengelege opp mot fastsette målestokkar. Det er ikkje stilt krav om at ein må ha all kunnskap om alle produkt som er tilgjengelege. Norma seiar at føretaket og deira rådgjevarar må berre ha "tilstrekkeleg" kunnskap, til å yte "fair play" ovanfor kundane.

Det er eit absolutt krav om at samanlikning av produkta skal skje på bakgrunn av mellom anna risiko, avkastning, kostnader og likviditet. Kva samanlikningsmoment som kan vera aktuelle er dermed ikkje uttømmeleg opplista i norma. Det vert vidare slått fast at føretaket har eit profesjonsansvar for å gje ei kvalifisert rådgjeving til kunden. Profesjonsansvaret heng saman med den tillit føretaket er avhengig av å ha hjå forbrukarane for å kunne overleve i bransjen. Til slutt stillar norma opp ei plikt for føretaket til å undersøke kva produkt som er tilgjengeleg på marknaden. Formålet med

---

<sup>35</sup> MiFID Fortalen punkt 31

<sup>36</sup> Vphl. § 10-14, jf. verdipapirforskrifta § 10-13



undersøkingsplikta må seiest å sikra at kunden får tilbod om å investere i det produktet som eignar seg best for han, då samanlikna med blant anna dei moment som er lista opp tidlegare i norma. Det følg av vphl. § 10-11 (4) 2. pkt, jf. MiFID art. 19 nr. 4 at det er tilstrekkeleg at produktet etter ei konkret vurdering er egna for kunden, for at føretaket kan selje produktet til kunden.

Kravet om at produktet må vera "egnet", knyt seg til den slutninga ein investeringsrådgjevar sit att med etter gjennomført "egnethetstest" etter vphl. § 10-11 (4). Testen kom som del av det nye lovverket, og skal gjennomførast av føretaket for å tryggje at kunden sitt individuelle forhold vert tatt omsyn til i større grad enn før. Ved lovfesting av "egnethetstesten", vert det sentrale investorvernet<sup>37</sup> styrka, dette er presisert i førearbeida.<sup>38</sup>

Føretaket er etter føresegna bare pålagt å innhente den informasjon som er "nødvendig" for å vurdere om produktet eller tenesta er "egnet". Forarbeida<sup>39</sup> gjev ikkje nokre nærare svar på kva som ligg i vilkåret. Ein må dermed gå til verdipapirforskrifta, der det er gjeve utfyllande føresegn i § 10-16 (1) om kva kriterium den einskilde transaksjonen må oppfylle. Forskriftsføresegna gjennomfører Gjennomføringsdirektivet art. 35 nr. 1.

Ut frå føresegna i forskrifta<sup>40</sup> kan ein trekka ut tre element som er sentrale i "egnethets"-vurderinga: For det fyrste om rådet er i samsvar med kunden sitt investeringsmål. For det andre om kunden forstår risikoen. Og til sist om kunden kan bera risikoen. Det er ikkje tilstrekkeleg at kunden mottek informasjon om risiko, ein må foreta ei faktisk vurdering om kunden har forstått moglege konsekvensar av ei investering eller ei. Dersom ein ikkje kan svare "ja" på alle desse tre elementa, kan ein ikkje gje eit investeringsråd som er egna for kunden.

Det vert i vphl. § 10-11 (4) stilt opp krav om at føretaket skal innhente naudsynte opplysningar om kunden sin "kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål"<sup>41</sup>. Føretaket skal dermed vera i stand til å anbefala den investeringstenesta og dei finansielle instrument som "egner seg"<sup>42</sup> for kunden. Føretaket vil på denne måten ta vare på kunden sin individuelle "egnethet".

---

<sup>37</sup> Omgrepa "kunde" og "investor" vert nytta om kvarandre i denne avhandlinga, men det inneber inga realitetsskilnad.

<sup>38</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 437

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> Verdipapirforskrifta § 10-16 (1)

<sup>41</sup> Vphl. § 10-11 (4)

<sup>42</sup> Vphl. § 10-11 (4) siste del

Dette tilseiar at føretaket vil oppfylle si plikt etter loven, dersom dei etter ei nøye og individuell vurdering basert på dei opplysningane kunden kjem med. Og deretter fattar ei slutning om det produktet kunden er interessert i er egna for han eller ei, og eventuelt kva anna produkt som er egna for å nå kunden sitt investeringsmål.

Omfanget av "egnethetstesten" vil derimot variera avhengig av om kunden er kategorisert som profesjonell eller ikkje-profesjonell.<sup>43</sup> Årsaka er at investorvernet er i bakgrunnen gjennom heile investeringsrådgjevingprosessen. Trong for investorvern, og i kva grad, varierar derimot frå kunde til kunde, avhengig av kundens kunnskap og erfaring. Graden av vern vert avgjort etter kva kategori kunden er klassifisert innanfor.

I forbinding med "egnethetstesten" og vurderinga av kva produkt som er "egnet" for kunden, vil særleg den opplysningsplikta kunden er pålagt ovanfor føretaket variera med kundekategori. Føretaket må ovanfor ikkje-profesjonelle kundar innhente den informasjon dei er pålagt til etter vphl. § 10-11 (4). Ovanfor profesjonelle kundar vil testen vera mindre omfattande. Av verdipapirforskrifta § 10-7 (2) følg det at verdipapirføretaket kan leggja til grunn at kunden har tilstrekkeleg kunnskap og erfaring, og er finansielt i stand til å handtere den risikoen som knyt seg til investeringa.

Det faktum at lovgjevar stillar opp ulike krav til gjennomføring av testen for dei ulike kundekategoriane, understrekar at rådgjevinga skal vera individuell ovanfor den einskilde kunden og ikkje ei masseproduksjon av investeringsråd. Det vil heller ikkje vera eit fasitsvar rundt kva produkt og investeringsmål som er egna for ikkje-profesjonelle og profesjonelle kundar. Innanfor den same kundekategorien kan eit produkt vera egna for ein kunde, men ikkje egna for ein annan.

Eit sentralt spørsmål rundt kva som ligg i at produktet skal vera "egnet", er om føretaket har ei plikt til å finne og tilby det produkt som objektivt sett er det beste av eksisterande samanliknbare produkt for den einskilde kunden. Etter vphl. § 10-11 (4) 2. pkt skal "egnethetstesten" setja føretaket i stand til å "anbefale (...) de finansielle instrumentene" som eignar seg for kunden.

Ei naturleg ordlydsforståing av "de finansielle instrumentene", peikar i retning av at det ikkje treng vera eit finansielt produkt som er særleg egna for kunden, men at det kan vera eit av fleire egna. Ved at lovgjevar har valt å nytte "de" og ikkje "det" i føresegna, kan ein sei at lovgjevar ikkje ynskjer å pålegge føretaka ei plikt til å finne det produkt som objektivt sett er best egna for kunden. Dette

---

<sup>43</sup> Sjå pkt. 3.2.3

opnar opp for at føretaket vil opptre i samsvar med lovens ordlyd, om dei anbefalar kunden å investere i eit av fleire tilgjengelege produkt som er egna for han.

Ordlyden til vilkåret "anbefale" tilseiar at det ligg det noko meir i det enn å berre informere. Rådgjevaren må stå inne for at rådet han kjem med er eit av dei beste tilboda kunden kan oppnå innanfor den risiko- og produktgruppe som er egna for kunden å investere i. Vidare skal rådgjevaren kunne anbefala eit produkt som ligg innanfor det som er egna for kunden. Ein må då ta utgangspunkt i kundens konkrete trong, og halde det opp mot dei produkta ein har å tilby, og deretter finne fram til det produktet som er forsvarleg og best egna innanfor kundens investeringsmål og det som er økonomisk forsvarleg.

Ordlyden talar dermed for at ein ikkje skal pålegga føretaket ei absolutt plikt å tilby det beste av tilgjengelege produkt. Men spørsmålet om ein bør kunne pålegge føretaka ei slik plikt, har derimot vore gjenstand for diskusjon.

Spørsmålet stilt ovanfor vart reist av Finansdepartementet i deira handsaming av klagen frå Totalvekst.<sup>44</sup> Departementet hevda at det ikkje var mogleg å trekke ut ei slik absolutt plikt frå verdipapirhandelloven sitt krav til god forretningsskikk eller ut frå intensjonen til MiFID.<sup>45</sup> MiFID sitt overordna formål er å sørge for eit sterkare investorvern og dermed ivareta ein trygg konkurranse mellom aktørane på marknaden. Ved å pålegge føretaka ei slik absolutt plikt, vil ein sørge for at kunden sitt vern verkeleg vert ivaretatt. I sin rapport etter tilsyn hjå Acta Kapitalforvaltning<sup>46</sup> (heretter Acta), synes Kredittilsynet å uttrykkeleg avkrefte at føretaket har ei plikt å tilby det objektivt sett beste produktet. Det vert presisert at føretaket derimot må finne produkt som er tilpassa kundens interesser eller avstå frå å anbefala investeringa.<sup>47</sup> Det syns dermed å vera semje hjå forvaltningsorgana at det ikkje ligg i "egnet"-vilkåret at føretaket må tilby det produkt som objektivt sett er det beste.

Eit anna spørsmål i denne samanheng er kor langt ein kan strekka undersøkings- og rådgjevingsplikta til føretaka. Alle produkt er av forvaltar plassert på ein risikoskala, som på ein oversiktleg måte skal klargjera for investoren nøyaktig kva risiko som er forbundet med produktet sett saman med andre produkt. Vidare har ein mange ulike kategoriar av produkt, og innanfor den einskilde produktkategori

---

<sup>44</sup> Brev av 19.01.2009 frå Finansdepartementet til Totalvekst s. 4, pkt. 4

<sup>45</sup> Ibid.

<sup>46</sup> Brev av 11.05.2009 frå Kredittilsynet til Acta Kapitalforvaltning ASA

<sup>47</sup> Op.cit. s. 2

har ein mange variantar. Er det slik at føretaket må tilby minst to av kvart produkt i same risikoklasse og art, eller er det tilstrekkeleg at føretaket tilbyr eit produkt i kvar kategori.

Lovgjevar har stilt opp krav om at føretaket skal "påse at kundens interesser (...) ivaretas på beste måte".<sup>48</sup> Ordlyden er som tidlegare nemnt skjønsmessig og open. Dette talar for at det er tilstrekkeleg at føretaket tilbyr eit eksemplar av kvart produkt. Men på den andre sida vert kunden på best måte ivaretatt, dersom føretaket kan tilby minst to produkt innanfor kvar risikoklasse og art, og på den måten har eit breiare tilbod av produkt som kan vera aktuelle for kunden.

Investeringsrådgjeving skal ikkje vera ein masseproduksjon av råd, men ei individuell rådgjeving til den ein skilde kunden om kva som passar best for den. Verdipapirføretaka har som primært forretningsmessig formål å tene pengar på rådgjeving, ikkje på å lage listar over samlege produkt som er tilgjengeleg. På den eine sida kan ein hevde at ein slik tankegang/framgangsmåte ikkje vil vera rettviss ovanfor sine konkurrentar. Investeringsrådgjevaren vil ikkje gje kunden ei oversikt over samlege produkt som finnes på marknaden, og dermed ikkje ta omsyn til at ein konkurrent sitt produkt kan vera betre egna enn det som føretaket tilbyr. Om ein strekk dette langt kan ein sei at føretaket ved å ikkje lage lister over alle produkt, hindrar kunden i å få det totale bilete av kva produkt som vert tilbydd av kven, og dermed mistar moglegheita til å finne det produktet som eignar seg best av dei som er tilgjengelege.

På den andre sida vil det at føretaket ikkje lager listar over alle tilgjengelege produkt på marknaden, tilseie at føretaket har fokus på å gjeva kunden gode investeringsråd og dermed opptre i samsvar med god forretningskikk-kravet. Dette talar for at ein ved å fokusere på ei god individuell rådgjeving, har intensjonar om å gjera det beste for kunden og kunden sine interesser. Det sentrale ved god forretningskikk-kravet er nettopp å ha fokus på kunden, og ikkje kva som er egna for andre aktørar på marknaden.

Ein bør dermed ikkje trekke undersøkings- og rådgjevingsplikta til føretaket så langt at føretaket må tilby to produkt innan for kvar risikoklasse og art, så lenge produktet kunden vert tilbydd og anbefalt å investere i er egna.

Det er også eit spørsmål om ei slik presiserande tolking av lovens vilkår, som Kredittilsynet synes å gjera ved den fyrste rettsnorma si, i yttarst konsekvens vil vera til hinder for at føretaket skal kunne

---

<sup>48</sup> Vphl. § 10-11 (1), 2. pkt.

spesialisera seg innanfor einskilde aktivagrupper eller næringssegment, og dermed gjer det vanskeleg å avgrensa si investeringsrådgjeving.

Førearbeida<sup>49</sup> løysar ikkje dette spørsmålet direkte, men dei støttar at MiFID opnar for at verdipapirføretaket kan spesialisera si rådgjeving og avgrensa sitt rådgjevingsunivers.

Utan ei opning for at føretaket kan spesialisera seg, kan det gå ut over kompetansenivået til rådgjevarane. Kompleksiteten og mangfaldet av produkt som er tilgjengelege, vil gjera det vanskeleg for ein rådgjevar å ha kunnskap om alt til ei kvar tid. Dette kan igjen gå ut over kvaliteten på rådgjevinga kunden mottok. Dette talar for at eit føretak skal kunne få spesialisera seg innanfor eit område.

Det vil i mange tilfeller vera ei tilnærma umogleg oppgåve for investeringsrådgjevaren å finne fram til det produktet som er absolutt best egna. Årsaka er at det er eit altfor stort teoretisk univers av ulike produkt som vert tilbydd av aktørane på verdipapirmarknaden.

I praksis er det derimot ikkje ei like uoverkommeleg oppgåve for investeringsrådgjevaren å ha kunnskap om bort imot alle produkt som vert tilbydd. Årsaka til dette er at innhaldet i dei ulike produkt innanfor same produktkategori er nesten 100 % likt. Det er i alle tilfella mandatet til forvaltaren av produktet som avgjer innanfor kva områder til dømes eit hegdefond skal investera i, og dermed kva risiko og kva avkastningspotensialet er. Mandatet står tydeleg i prospektet til produktet, slik at det er ein forholdsvis enkel oppgåve for rådgjevaren å avgjer om produktet er egna eller ei for kunden. Rådgjevaren treng dermed ikkje vera orientert om alle produkta, så lenge han har generell kunnskap om kva som kjenneteiknar dei ulike produktklassane. Dette talar for at innhaldet i norma frå Kredittilsynet og deira presiserande tolking av vilkåret, ikkje vil vera til hinder for at føretaket kan spesialisera seg innanfor einskilde områder.

Eit anna spørsmål som reiser seg, er om lovgjevar ved å berre stille opp vilkår om at produktet skal vera "egnet", gjer det enklare for føretaket å drive rådgjeving. Dette kan opne for at investeringsrådgjevaren kan tilby kunden eit produkt som er egna, men som rådgjevaren (og føretaket) sjølv tenar mest på å selje. Lovgjevar har pålagt føretaka å finne fram til "de finansielle instrumentene som egner seg for vedkommende"<sup>50</sup>. Ordlyden isolert sett talar for at så lenge

---

<sup>49</sup> Brev av 19.01.2009 frå Finansdepartementet til Totalvekst s. 4, pkt. 4, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 3.3 side 31-32

<sup>50</sup> Vphl. § 10-11 (4) 2. pkt.

produktet ein rådar kunden å investere i, er egna, vil ein vera innanfor bruksområdet/rekkevidda til lova. Det synes dermed å vera ein låg terskel for når vilkåret er oppfylt, og kan opne for at føretak i einskilde situasjonar kan balansera på grensa mellom kva som er i samsvar med lovens vilkår, men samstundes kan vera i strid med god forretningsskikk-kravet.

Eit døme på slik grensegang mellom kva rådgjeving som kan tenkast å oppfylle loven sitt vilkår, men samstundes i fyrste rekke er i føretaket si interesse, finn ein i Kredittilsynet sin tilsynsrapport til Acta. Acta får her krass kritikk for at både føretaket og deira rådgjevarar ofte tilrådde kundane sine å reallokera porteføljen sin. Dette gav nye kjøp og sal av produkt som kunne vera til fordel for Acta og medarbeidarane sine, utan at det openbart ville vera til fordel for kunden. Det nærmare innhaldet i det som fordelten gav føretaket, var at kunden ved reallokeringa betalte honorar til føretaket både ved sal av eksisterande produkt og ved kjøp av nye. For kunden medfører ei slik ordning i fyrste rekke ei meirutgift, som ikkje naudsemd er det beste for kunden. Det er særleg når denne reallokeringa skjer ofte at det vil vera i strid med god forretningsskikk-kravet, då det påfører kunden meirkostnader. Slik framgangsmåte er ein ikkje ukjend strategi blant rådgjevarar og føretak, som ikkje handlar i samsvar med pålagte pliktar. Det at føretaka har slik moglegheit til å kunne gje rådgjeving om kjøp og sal av produkt som isolert sett vil vera egna for kunden, men som fremmar selskapet sine interesser, talar for at ein bør tolke vilkåret presiserande.

MiFID er som tidlegare nemnt eit rammedirektiv, og dannar både minimums- og maksimumsgrenser som den einskilde stat må halde seg innanfor ved utforming av reglane. Med mindre anna er eksplisitt angjeve, står dermed dei nasjonale styresmaktene, innanfor grensene og øvrige EF-rettslege rammesvilkår, fritt til å velje form og framgangsmåte.<sup>51</sup> Dersom det er slik at den einskilde medlemsstat ikkje kan laga strengare reglar enn det som ligg innanfor "rammene" som følg av direktivet, vert det eit spørsmål om nasjonale styresmakter eller tilsynsorgan likevel kan pålegge eit føretak å finne fram til det objektivt sett beste instrumentet.

Det er ein generell tanke bak direktivet at verdipapirføretaka sjølv skal behalde ansvaret for å utøve det skjønnet som skal til for å overhalde dei aktuelle reglane, og dette skjønnet kan ikkje verta fråtatt føretaka gjennom meir presise reglar fastsett av nasjonale styresmakter. På den andre sida har føretaket ikkje fått eit fritt skjønnet som ikkje kan overprøvast. Dersom Kredittilsynet meiner at

---

<sup>51</sup> Vamråk: *Pyramidelignende omsetningssystemer* s. 24, pkt. 2.1

føretaket har brote generelle skjønnsmessige reglar, vil tilsynet kunne reagere. Poenget er at tilsynsorganet ikkje kan "låse skjønnen" gjennom bindande utfyllande rettsreglar.<sup>52</sup>

Verken nasjonale styresmakter eller tilsynsorgan kan pålegge føretaket ytterlegare plikter enn det som følg av direktivet, gjennom presiserande rettsreglar.

Det avgjerande ved "egnehets"-vurderinga er at føretaket til slutt skal finne eit produkt som er tilpassa kunden sine eigne interesser, eventuelt avslår frå å anbefala investeringa om føretaket ikkje har produkt som er "egnet" for kunden.

### **3.2.5 Inneber god forretningsskikk-kravet at det skal vera eit rimeleg forhold mellom totale kostnader og det som faktisk vert investert?**

Kredittilsynet hevdar i si andre norm at kravet til god forretningsskikk også inneber at:

*"Verdipapirforetaket må påse at det er et rimelig forhold mellom de totale kostnader og hva som faktisk leveres, slik at avkastningspotensialet er rimelig sammenlignet med alternative investeringer sett ut fra kundens investeringsbehov."*<sup>53</sup>

Det er på det reine at den andre norma heng tett saman med den fyrste norma om kva som ligg i at produktet skal vera "egnet" for kunden. I den andre norma ligg det at kostnadsstrukturen i produktet ikkje kan redusera avkastningspotensialet vesentleg. Norma set fokus på kostnadsstrukturen, og krev at det skal vera eit rimeleg forhold mellom kva kunden betalar og produktet føretaket formidlar. Føretaket har dermed eit ansvar for at dei ikkje sel produkt til kunden som har så høg kostnadsstruktur at den reduserar det potensialet kunden har for avkastning, vurdert ut frå det beløp kunden investerar med. Ordlyden "må påse" tydar på at norma gjev uttrykk for ei absolutt plikt for føretaket å kontrollere at rimelegheita er ivaretatt.

Ein ser at Kredittilsynet ved si norm søker å gjera innhaldskriteriet rundt gebyr og kostnader enda klarare, ved å sei at det må vera eit rimeleg forhold mellom det kunden betalar for og den avkastninga han set att med. Føretaka må i alle høve sørge for at den informasjonen kunden mottok på ein klar og ikkje misleiande måte, gjer greie for dei einskilde element i kostnadane ei investering vil medføre for kunden.

Verdipapirhandelloven § 10-11 (1) 2.pkt. krev at føretaket skal sørge for at "kundernes interesser (...) ivaretas på beste måte". I dette ligg det at kunden ikkje skal betale uforholdsmessig mykje for

---

<sup>52</sup> Tyrhaug og Mydske: *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn* s. 161

<sup>53</sup> Brev av 24.06.2008 frå Kredittilsynet til Totalvekst s. 2

investeringstenesta. Med innføringa av MiFID kom det eit sterkare fokus på pris og gebyr hjå føretaka knytt til ei investering.

Rimelegheitsvurderinga mellom totale kostnader og avkastningspotensialet, er eit viktig moment i vurderinga om produktet er "egnet" for kunden. I Totalvekstsaka slår Kredittilsynet fast at sjølv om føretaket har gjeve ikkje-profesjonelle kundar informasjon som på ein tilstrekkeleg måte klargjer totalkostnadane til eit produkt, vil produktet likevel ikkje vera egna for kunden, dersom det føreligg alternative produkt som til ein lågare kostnadspris også vil oppnå kundens investeringsmål. Årsaka til dette er at ved sal av produkt som inneheld betydelege kostnadselement, vert avkastningspotensialet for kunden redusert. Vidare vil moglegheita for kunden til å oppnå sine investeringsmål verta svekka. Dette kan vera tilfellet sjølv om investeringa med omsyn til andre element enn kostnader skulle vera i samsvar med kunden sitt investeringsmål.

I denne samanheng er det eit sentralt spørsmål om kva som skal vera inkludert i "totale kostnader". Spørsmålet vart tatt opp i Totalvekstsaka. Kredittilsynet hevda at dette skal inkludera også dei godtgjeringane føretaket får, som følgje av investeringa. Totalvekst hevda på side at ein må skilje mellom pris på tenester og pris på produkt, og at pris på tenester ikkje vil vera relevant når ein vurderar avkastningspotensialet.

Ein sit då att med følgjande alternative berekningsmåtar når ein skal fastslå om rimelegheitskravet er oppfylt eller ei;

1. Totale kostnader er alle kostnader kunden må ut med i samband med investeringa, inkludert dei godtgjersler føretaket mottok (provisjonen).
2. Totale kostnader er berre dei kostnader kunden må betale for produktet.

Det nærmare spørsmålet vert dermed om ein må trekke eit skilje mellom kva som er pris på teneste og kva som er pris på produkt, eller om ein må vurdere rimelegheita ut frå dei samla kostnadane. Etter verdipapirforskrifta § 10-15 (1) litra a skal føretaket gje eksisterande og potensielle kundar informasjon om "de samlede kostnader kunden skal betale". Ordlyden gjev uttrykk for at kunden skal vera informert om samlege kostnadselement som sannsynleg vil oppstå i forbindelse med investeringa.

Forskriftsføresegna presiserar derimot ikkje kva kostnader som skal vera inkludert i informasjonen kunden mottok. Denne informasjonen finn ein i gjennomføringsdirektivet art. 33 litra a, som presiserar at informasjonen kunden vert gjeve skal inkludere "alle hermed forbundne gebyrer,



provisjoner, kurtager og udgifter” som er knytt til investeringa. Det at direktivføresegna listar opp kva kostnader som skal vera inkludert i informasjonen, kan tolkast som at desse kostnadane skal kunden minimum verta opplyst opp. Ordlyden ”herunder” tydar på at oppstillinga ikkje er uttømmeleg og at det i einstilte tilfeller vil vera aktuelt og naudsemd å opplyse om andre kostnadsposter. Dette kan vera særskilte forvaltningshonorar knytt til eit spesielt produkt eller kostnader knytt til sal av produktet før bindingstida har gått ut. Ordlyden til føresegna talar for at alle kostnadsposter som ein kan tenke seg bør ligge i ”totale kostnader”. Omgrepet bør dermed omfatte flest moglege postar, inkludert provisjonen til føretaket og investeringsrådgjevarane.

Totalvekst viste til i si klage til Finansdepartementet, at ved kjøp av til dømes fondsandel vil dei kostnader som vert trekt frå fonda sine aktiva vera kostnader som påverkar avkastning til fondet, og vidare at avkastninga alltid vert rapportert med frådrag av slike kostnader.<sup>54</sup> Slik at det vert tatt omsyn til desse kostnadane ved berekning av avkastning. Dette gjeld derimot ikkje for kostnader i samband med teikning og innløyising.

Eit spørsmål i denne samanheng er om, og i kva grad verdipapirføretaket sitt lønningssystem av rådgjevarane, vil verke inn på vurderinga av om produktet er egna. Det er i verdipapirforskrifta § 10-15 (1) litra a uttrykkeleg fastslått at ”godtgjørelsen til verdipapirforetaket skal angis særskilt”. Gjennomføringsdirektivet presiserar at ”de provisioner, selskapet opkræver, [skal] fordeles separat i hver enkelt sag”.<sup>55</sup> Bruken av vilkåret ”skal” i føresegna til både forskrifta og direktivet talar for at det i informasjonsmaterialet som kunden mottok uttrykkeleg skal gå fram kor mykje provisjonen til føretaket og investeringsrådgjevararen utgjør. Det er dermed eit absolutt krav. Vidare tydar ordlyden på at føretaket skal opplyse kunden om og i kva grad provisjonen er ulik frå produkt til produkt. Vidare bør kunden verta opplyst om det er knytt provisjon til føretaket både ved kjøp og sal av produktet, eller bare ved kjøpet eller salet. Vilkåret ”særskilt” peikar på at opplysningar om godtgjeringa føretaket mottok, skal uttrykkeleg gå fram i produktinformasjonen. Det er også viktig at kunden veit kva del av det investeringsbeløpet som går til sjølve investeringa og kva del som går til provisjon for føretaket og deira rådgjevarar. Ordlyden tilseiar dermed at lønningssystemet til rådgjevararen vil spele inn på om produktet er egna eller ei.

Føretaka har ulike framgangsmåtar for å berekne løna til rådgjevarane sine. Nokre er meir provisjonsbaserte enn andre, nokre har trinnvis provisjonsfordeling medan andre har flat struktur. I nokre verdipapirføretak får fondsforvaltaren provisjon berre når fondet gjev avkastning, og då med

---

<sup>54</sup> Brev av 19.01.2009 frå Finansdepartementet til Totalvekst s. 5

<sup>55</sup> Gjennomføringsdirektivet art. 33 litra a

ein fast prosentsats. Vidare varierer den årlege forvaltningsavgifta frå 1 til 2 ½ prosent, alt etter om fondet gjev avkastning eller ei. I andre føretak vil ein få godtskrive provisjon uavhengig om produktet gjev avkastning eller ei, og på den måte vera med på å redusera avkastningspotensialet. Det er heller ikkje uvanleg at føretaket har kampanjar eller konkurransar blant rådgjevarane knytt til ei spesiell produktgruppe, til dømes eigedomsfond i Europa, for å få opp salstala. Og at ein høg salsprosent av desse produkta, vil gje rådgjevaren ein ekstra bonus eller premie. Det er ikkje tvilsamt at lovnad om bonus/premie kan påverke rådgjevaren i val av kva produkt han vil anbefale kunden å investere i. Under slike kampanjar eller konkurransar bør kunden få informasjon om dette av rådgjevaren, då det kan påverke val av kva produkt som er egna. I motsett fall vil ein handle i strid med god forretningsskikk-kravet.

Variasjonen i lønningssystemet talar for at den godtgjeringa (provisjonen) føretaket mottek, bør vera inkludert i "totale kostnader", slik at rimelegheitsvurderinga vert basert på dei samla kostnadene kunden vert belasta.

Ved å inkludere pris på teneste i kostnadsomgrepet ein skal vurdere rimelegheita opp mot, vil ein for det fyrste gjera det meir opent og klart for kunden kva han faktisk betalar for. Vidare vil openheit om kva kunden totalt sett må betale i faste og variable utgiftar, gjera det klart for kunden kor stor del av hans investeringsbeløp som faktisk vert investert i produktet og dermed danna utgangspunkt for mogleg avkastning.

Innhaldet i kostnadsomgrepet ein skal halde opp mot avkastningspotensialet til investeringa i rimelegheitsvurderinga, bør dermed innehalde både pris på produktet og prisen på tenesta. Berre på slik måte vert kunden best mogleg opplyst om dei totale kostnader knytt til investeringa, og kan på ein oversikteleg måte kontrollera om hans investeringsmål vert ivaretatt av føretaket på beste måte. Vidare vil dette medføra at kunden får ei betre formeining av at det produktet han får anbefalt er egna.

Eit anna spørsmål som reisar seg, er om akseptert rimelegheitsgrad vil henge saman med storleiken på investeringsbeløpet. Er rimelegheitsgrada konstant, eller vil den variera med produktet sin art og kompleksitet, og risikoen forbundet med det? Og bør dermed investor akseptera høgare kostnader i dei tilfeller produktet ein ynskjer å investere i, er så komplekst og vanskeleg at det medfører meirarbeid for investeringsrådgjevaren og føretaket?

Ordlyden i rettsnorma til Kredittilsynet peikar i retning av at kva totalkostnader som er rimelege, vil vera proporsjonalt med storleiken på investeringsbeløpet. Dette talar for at det er individuelt for den einskilde investeringa kva som er rimeleg eller urimeleg, og uavhengig av om ein investerar med små eller store beløp. Nokre vil kanskje hevde at ein investor som ikkje er å rekne for ein småsparar, og som investerar med ein eigenkapital i millionstorleiken, er betre rusta økonomisk sett til å handtere ei urimeleg høg kostnad målt opp mot investeringsbeløpet, enn ein småsparar. Vernet av investorar som er klassifisert som ikkje-profesjonelle, er derimot like sterkt om ein vert rekna som småsparar eller storinvestor. Eit slikt synspunkt vil derfor ikkje få gjennomslag.

Det er på det reine at dei ulike produkta som vert tilbydd på marknaden, medfører ulik arbeidsmengde for føretaket sine rådgjevarar. Dette heng saman med kva geografisk område ein satsar på. Til dømes Romania og Japan, som begge har vore attraktive investeringsområdar. Vidare vil det spele inn kva bransje ein vel å investere i, då dei fleste fonda er sett saman av aksjar i ulike selskap innanfor ein bransje. Det synes klart at det vil vera ein samanheng mellom kostnader og avkastning, dette fordi i dei fleste tilfella vil høgare kostnader legge til rette for ei høgare avkastning. Føretaket har dermed meir midlar å nytte på forvaltninga av investeringa.

Ein kan hevde at dersom netto avkastning av ei investering er større enn den risikofrie renta, som ved ein kapitalkonto i banken, vil kunden sitje att med ein gevinst. I motsette tilfeller vil han sitje att med tap etter investeringa. Det ein kan trekke ut av dette synspunktet til vår sak, er at dersom dei totale kostnadane knytt til investeringa er så høge at dei isolert sett gjer at kunden sit att med tap på investeringa, er produktet ikkje egna for kunden samanlikna med investeringsformålet. Føretaket har dermed handla i strid med god forretningsskikk-kravet.

Som ein ser finn ein både argumenter for og imot at rimelegheitsgrada bør vera konstant, og argumenter for og imot at den bør vera variabel. Det sentrale er likevel at kunden er klar over kva dei totale kostnadane knytt til investeringa vil vera, og kva som er inkludert i dei.

Eit avgjerande spørsmål i denne samanheng, er kva krav lovgjevar har stilt opp til innhaldet i informasjonen kunden skal få. Omsynet til klarleik om føretakets drift, inkludert kostnader knytt til investeringa, er gjennomgåande i MiFID. Eit viktig formål med MiFID er at informasjonen som går ut til kundane skal vera "reelle, klare og ikke-vildledende"<sup>56</sup>. Dette formålet er også lovfesta i vphl. § 10-11 (2) og (3).

---

<sup>56</sup> MIFID art. 19 nr. 2, 1. pkt.

I vphl. § 10-11 (2) er det stilt opp kriterium for kva informasjon som i ein forståeleg form skal verta gjeve til kunden. Den skal inkludera informasjon om sjølve føretaket, kva finansielle instrument dei tilbyr og risikoen knytt til dei, kva handelssystem føretaket nyttar og til slutt kostnader og gebyr knytt til bruk av føretaket sine tenester. Formålet med kriteria er å setje "kunden i rimelig (...) stand til å forstå arten av og risikoen"<sup>57</sup> knytt til tenesta og dei finansielle instrument som vert tilbydd, og dermed vera i stand til å "fatte en informert investeringsbeslutning"<sup>58</sup>.

At lovgjevar set som vilkår at informasjonen skal setje kunden i "rimelig (...) stand", inneber at kunden ikkje treng å vera fullstendig informert om oppbygginga av produktet. Det er tilstrekkeleg at han forstår hovudtrekka ved produktet, og dermed kan skilje eit produkt frå eit anna. Informasjonen må likevel vera utforma på slik måte at alle kundar uavhengig av bakgrunn vil forstå kva føretaket ynskjer å forklare kunden.

Vidare ligg det i ordlyden til vilkåret "informert", at kunden på bakgrunn av det informasjonsmaterialet han har mottatt, skal inneha dei opplysningane han treng å vite om ei investering i det aktuelle produktet. Kunden skal vera informert, men ikkje overinformert om produktet. Det vil verke mot sin hensikt om føretaket pøsar på med informasjonsmateriale, kunden kan då føle seg villeia av føretaket. Dette stiller krav til at føretaket må vera medviten på at den materiale kunden mottok skal vera overkomeleg, men tilstrekkeleg for å gjera kunden "informert".

Verdipapirforskrifta § 10-15 utfyllar vphl. § 10-11 (2), og stillar opp krav til innhaldet i opplysningane om omkostnader og gebyr verdipapirføretaket skal gje til sine eksisterande og potensielle kundar. Forskrifta krev at det i informasjonsmaterialet skal verta særskilt angjeve dei samla kostnader kunden skal betala for investeringa, altså den godtgjeringa føretaket mottok.

Lovteksten og forskrifta visar at lovgjevar har stilt opp minimumskrav til kvaliteten på innhaldet i den informasjonen kunden skal få av føretaket, i forkant av ei investering. Informasjonsmaterialet skal sørge for at kunden har den komplette oversikten over kva kostnader som kan og vil kome med investeringa. Dette vil forhindre at føretaket legg inn skjulte kostnadselement i summen kunden må ut med, dette kan til dømes vera provisjon til føretaket i tillegg til rådgjevaren.

---

<sup>57</sup> Vphl. § 10-11 (2) siste del

<sup>58</sup> Ibid.

Eit spørsmål som reiser seg er om allminnelege avtalerettslege føresetnader kan trekkast inn i vurderinga av om informasjonen kunden har mottatt er tilstrekkeleg informativt om pris og gebyr. Utgangspunktet etter alminneleg avtalerett er at seljars informasjonsplikt minkar når kunden har særleg kunnskap, som medfører at informasjonsplikta ikkje står like sterkt. Slike tilfeller har ein dersom kjøpar av eit hus er snekker av yrke. Han vil då lettare enn andre kunne sjå feil og manglar ved huset.

Det nærmare spørsmålet vert om ein kan overføre dette til ein investeringsrådgjevingssituasjon, der kunden har bakgrunn frå investeringsbransjen, men er klassifisert som ikkje-profesjonell kunde.

Vphl. § 10-11 (3) seiar uttrykkeleg at informasjonen skal vera ”korrekt, klar og ikke villedende”. Ordlyden peikar i retning av at ein her står ovanfor eit strengt og absolutt krav rundt innhaldet i informasjonen. Dette talar for at kunden sin yrkesmessige bakgrunn ikkje vil spela noko rolle. Dersom informasjonen vert framstilt som ukorrekt, uklar og villeiande, har føretaket ikkje oppfylt plikta si.

Etisk Råd<sup>59</sup> tok opp dette spørsmålet i saka mot Warren Wicklund<sup>60</sup>. Striden i saka stod om produktprospektet til investeringselskapet Warren Wicklund innhald korrekt informasjon, då prospektet garanterte at produktet ville gje fem prosent avkastning ved forfall. Det oppstod da spørsmål om den etterfølgjande kommunikasjonen mellom føretaket og kunden var villeiande, og kunne gje uttrykk for at produktet når som helst i løpet av investeringsperioden ville garantere fem prosent avkastning ved utsal. Kunden følte seg dermed ikkje følte seg trygg på føretaket si rådgjeving.

Rådet uttalte at kunden ut frå prospektet burde ha forstått at det var ulogisk at produktet allereie frå kjøpstidspunktet kunne garantera fem prosent gevinst. Men dei la avgjerande vekt på vilkåra i loven, og konkluderte med at det ikkje er avgjerande om kunden i det konkrete tilfellet sjølv kunne skilja, eller burde ha skilt, korrekt og ukorrekt informasjon frå kvarandre. Ein ser her at praksis ikkje vektlegg kva kunden burde ha forstått ut frå omstendene, men gjev kunden eit veldig sterkt vern.

---

<sup>59</sup> Norges Fondsmeglerforbund sitt etiske råd sin funksjon er delt i to; klageråd som handsamar klagesakar frå kundar mot medlemmer av forbundet, og etisk råd som handsamar sakar tatt opp av eige initiativ eller etter initiativ frå styret. Det etiske rådet kan også fungera som ei voldgiftsnemnd i tvistar som angår rådgjeving eller omsetnad av finansielle instrument. I andre tilfeller vil avgjerdene til rådet vera av rådgjevande karakter. Rådet gjev vidare ovanfor sine medlemmer bindande bransjenormer, vegleiande bransjeanbefalingar samt utarbeida standardiserte avtalar og forretningsvilkår.

<sup>60</sup> Norges Fondsmegler Forbunds Etiske Råd: Sak nr. 11/2007 mot Warren Wicklund Asset Management ASA

I bakgrunnen for heile verdipapirhandelloven ligg det sterke investorvernet, som særleg får innverknad ovanfor ikkje-profesjonelle kundar. Dette talar for at føretaket si informasjonsplikt strekk seg lengre enn dei allminnelege avtalerettslege utgangspunkt.

Den sterke ordlyden vik ikkje for noko, heller ikkje i dei tilfella der kunden har bransjemessig bakgrunn som gjer at han i einskilde tilfeller burde ha forstått at informasjonen ikkje var fullstendig korrekt. Ein må påpeike at denne problemstillinga berre vert aktuell ovanfor ikkje-profesjonelle kundar. Ovanfor profesjonelle kundar er informasjonsplikta til føretaket mindre og ikkje så absolutt. Dette peikar i retning av at føretaket si informasjonsplikt etter vphl. § 10-11 (2) og (3) kan strekkast lengre enn alminneleg avtalerett.

Drøftinga ovanfor visar at det i kravet til god forretningsskikk ligg at det skal vera eit rimeleg forhold mellom totale kostnader og den avkastning kunden kan forvente. Vidare kostnadsomgrepet bør innehalde mest mogleg element, slik at den styrkar kunden si forventning om kva kostnader investeringa vil medføre.

### **3.2.6 Ligg det kravet til god forretningsskikk at den del av innbetalt beløp som tilfell verdipapirføretaket, må stå i eit rimeleg forhold til den meirverdi føretaket tilfører?**

I den tredje rettsnorma hevdar Kredittilsynet at: *"Kravet til god forretningsskikk og at kundens interesser skal ivaretas på beste måte innebærer at de marginer foretaket tar ikke kan være uforholdsmessig høye (foretaket kan ikke ta en urimelig pris). Man må her blant annet se hen til at marginene skal stå i et rimelig forhold til den merverdi som tilføres, for eksempel i form av at foretaket har påtatt seg risiko ved transaksjonen eller produktets utvikling."*<sup>61</sup>

I norma ligg det eit krav om at den del av innbetalt beløp som tilfell verdipapirføretaket, må stå i eit rimeleg forhold til meirverdi føretaket tilfører. Norma stiller opp eit krav om at føretaket ikkje kan ta ein urimeleg pris. Dei marginar føretaket mottek kan ikkje vera uforholdsmessig høge. Bruken av slike standardar som "urimeleg" og "uforholdsmessig" tydar på at det ikkje kan oppstillast ei fast norm/ramme om kva som vil vera brot på norma, ein må gjera ei konkret vurdering i kvart einskild tilfelle. Den stillar opp krav til innhaldet i den informasjonen kunden skal få frå føretaket. Vidare har denne plikta ei konkurransemessig side, då den opnar for at kundane enkelt kan samanlikne kostnadane til liknande produkt hjå dei ulike aktørane på marknaden, og dermed avdekke kor dei kan oppnå størst avkastning på investeringa si.

---

<sup>61</sup> Brev av 24.06.2008 frå Kredittilsynet til Totalvekst s. 3

Føretaket har etter vphl. § 10-11 (2) nr. 4 plikt til å gje "kunder og potensielle kunder relevante opplysninger i en forståelig form om: (...) omkostninger og gebyrer". Verdipapirforskrifta § 10-15 gjev utfyllande føresegn om kva konkrete opplysningar som skal gjevast, dette er "de samlede kostnader kunden skal betale for det enkelte finansielle instrument, investeringstjenesten eller tilknyttet teneste"<sup>62</sup> vidare skal "godtgjørelsen for verdipapirforetaket (...) angis særskilt"<sup>63</sup>, dersom ein ikkje kan angje kostnadane særskilt skal "grunnlaget for beregningen opplyses slik at kunden kan kontrollere beregningen"<sup>64</sup> Ordlyden talar for at lovgjevar her stillar opp fleire absolutte plikter til føretaket. Lovgjevar stiller her opp mange vurderingstema, men då av litt "svevande" karakter. Det er berre stilt opp eit krav om at informasjonen skal verta gjeven i ein "forståelig" form. Ordlyden i vilkåret "forståelig" ber preg av å vera svært skjønsmessig, slik at det vert opp til kvart einskild føretak å vurdere om dei syns deira informasjonen oppfyller kravet. Denne vurderinga må ein knytte opp mot kva kundekategori kunden er klassifisert under.

Formålet med føresegna er at investorane i rimeleg grad skal setjast i stand til å fatte ei investeringslutning på informert grunnlag, jf. MiFID art. 19 nr. 3 (2). Direktivet opnar for at denne informasjonen kan verta gjeve i standardisert form, til dømes som ein del av produktinformasjonen.

Vidare vert det eit spørsmål om i kva samanheng og kva kundegrupper der det er særskilt viktig at føretaket passar på at rimelegheita er overhalde. Kravet som den tredje rettsnorma gjev uttrykk for, har samanheng med den rolla verdipapirføretaket har i forhold til kunden, då tillitsforholdet ligg som ein klar grunnføresetnad for ein god relasjonen mellom investor og rådgjevar. Særleg i dei tilfella som kanskje er mest vanleg, at verdipapirføretaket opptrer som mellommann mellom kunden og forvaltaren av fondet/produktet, er det viktig at denne tillitsfunksjonen vert ivaretatt. Dersom ei uforholdsmessig høg del av kunden si samla investering enten direkte eller indirekte utgjer honorar, gebyr og liknande, vert tillitsfunksjonen misbrukt, og kunden sine interesser vert ikkje ivaretatt på beste måte.<sup>65</sup> Dette er moment føretaket bør ta omsyn til allereie ved utforming av produktet. Kan ein ikkje setje saman produktet utan at det vil medføre uforholdsmessig høge kostnader for kunden, bør ikkje føretaket tilby det i det heile tatt.

Det vil særleg vera aktuelt ovanfor dei kundegrupper som har store midlar, men lita kunnskap om bransjen, at føretaket passar på at rimelegheita er overhalde. Dette er fordi dei vil ha stor tillit til rådgjevaren. Det er i desse tilfella særleg viktig at føretaket ikkje misbrukar denne tilliten og sel produkt med urimeleg høge kostnader sett i forhold til den meirverdi føretaket tilfører. Årsaka er at

---

<sup>62</sup> Verdipapirforskrifta § 10-15 (1) litra a, 1. setning

<sup>63</sup> Verdipapirforskrifta § 10-15 (1) litra a, 2. setning

<sup>64</sup> Verdipapirforskrifta § 10-15 (1) litra a, 3. setning

<sup>65</sup> Brev av 24.06.08 frå Kredittilsynet til Caveo s. 3

desse kundegruppene ikkje sjølv kan passe på egne interesser på tilstrekkeleg måte, og kanskje har eit uheldig fokus på eigen gevinst kontra kva kostnadsstruktur det faktisk er i produkta. Dei er dermed meir utsett enn andre kundegrupper, og dette er eit faktum som investeringsrådgjevaren og føretaket ikkje må utnytte.

Eit sentralt spørsmål er kva meirverdiar eit føretak kan tilføra produktet, og som ein skal halde opp mot del delen av innbetalt beløp som tilfell føretaket i ei rimelegheitsvurdering.

Kva som vert rekna som meirverdi, er eit stort spekter av fordelar føretaket tilførar investeringa. Alt frå høgt kvalifiserte investeringsrådgjevarar og kontor spreidd over heile landet, til innpass i produkt som infrastruktur ein småsparar elles ikkje får høve å investere i.

I denne samanheng vert det eit spørsmål om på kva måte ein skal verdsetje desse meirverdiane.

Den delen som kunden med rimelegheit skal betale for distribusjonen ved å investere i eit spareprodukt, vil i utgangspunktet vera konstant (same storleiksorden) uavhengig av produktets kompleksitet. Årsaka til dette er at kostnadane for føretaket forbundet med distribusjonen i mindre grad er avhengig av kompleksiteten av produktet.

Det sentrale i verdsetjing er kva meirarbeiding føretaket har gjort med produktet, som kan forsvare prisen. Innhaldet i meirverdien føretaket tilførar vil vera den same om ein skal selje eit investeringsprodukt eller til dømes ein hudkrem. Ein kan kjøpe den same krukka hudkrem både hjå Rema 1000 og hjå eit parfymeri til 150 kroner i prisskilnad. Korleis kan parfymeriet forsvare tilslaget på 150 kroner? Parfymeriet har ved å ta inn produktet anerkjent at hudkremen er av slik kvalitet at dei vil vera kjent med å selje produktet. Vidare har dei tilsette ved parfymeriet kunnskap om kremen, og dermed gje eit kvalifisert råd om den passar for ditt behov eller ei. Dette vil ikkje dei tilsette ved Rema 1000 kunne tilby, dei har verken tilstrekkeleg kunnskap om hudkremen eller er tilsette for å gje råd rundt den. Ein ser her at parfymeriet tilførar hudkremen meirverdi i form av kunnskap om den og om hudpleie generelt, slik at dei kan forsvare pristilslaget. Dette kan ein overføre til investeringsrådgjevingstenesta. Dersom føretaket tilførar kunnskap, tryggleik og erfaring rundt produktet til kunden som gjer at kunden sine interesser vert ivaretatt på beste måte, vert prisen på denne meirverdien ikkje urimeleg.

Variasjonen av meirkostnader tilført av føretaket, vil og kan vera knytt opp mot det einkilde produkt og teneste. Det er dermed ikkje mogleg å fastsetje ein standard for korleis ein skal verdsetje meirkostnadane. Men føretaket har ei plikt til å kontrollere at det beløpet kunden innbetalar til



føretaket, står i eit rimeleg forhold til den meirverdi føretaket tilfører. Dette er for at kunden sine interesser ved slike plikter vert ivaretatt på beste måte.

Drøftinga visar at god forretningsskikk-kravet også inneheld eit krav om at det må vera eit rimeleg forhold mellom innbetalt beløp frå kunden og meirverdi tilført av føretaket.

## Kjelderegister:

### Lov/forskrift/direktiv

MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EF)
Gjennomføringsdirektivet	Transparency-directive (2006/73/EF)
Verdipapirhandelloven	Lov om verdipapirhandel av 29.06.2007 nr. 75
Verdipapirfondsloven	Lov om verdipapirfond av 12.06.1981 nr. 52
Verdipapirforskrifta	Forskrift til verdipapirhandelloven (FOR 2007-06-29 nr. 876)
Banksikringsloven	Lov om sikringsordninger for banker, forsikringsselskaperens garantiordninger og offentlig administrasjon m.v. av finansinstitusjoner av 06.12.1996 nr. 75

### Førearbeid

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) "Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)"

NOU 2006:3 "Om markeder for finansielle instrumenter – gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet."

### Litteratur

Bergo, Knut: *Børs- og verdipapirrett*. 3. utgåve. Oslo 2008

Nielsen, Rut og Neergaard, Ulla: *EU-ret*. 4. utgåve. København 2005

### Juridiske artiklar

Vamråk, Ingvild: *Pyramidelignende omsetningssystemer*. Tidsskrift for forretningsjuss 1-2007

Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore: *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn*. Tidsskrift for forretningsjuss 3-2008

### Forvaltningspraksis

Brev av 19.01.2009 frå Finansdepartementet til Totalvekst ASA

Brev av 05.02.2009 frå Finansdepartementet til Caveo ASA

Brev av 24.06.2008 frå Kredittilsynet til Totalvekst ASA

Brev av 24.06.2008 frå Kredittilsynet til Caveo ASA

Brev av 11.05.2009 frå Kredittilsynet til Acta Kapitalforvaltning ASA

**Avgjersler av Norges Fondsmegler Forbunds Etske Råd:**

Sak nr. 11/2007 mot Warren Wicklund Asset Management ASA

**Artiklar frå media:**

E24 Næringsliv, artikkel frå den 09.03.09 "Varsler tiltak mot råselgere" <http://e24.no/lov-og-rett/article2968428.ece>