

Investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle investorer

Kravet om "god forretningskikk" etter vphl. § 10-11

Kandidatnr.: 166950

Leveringsfrist: 10.12.2010

Til sammen 12517 ord

Veileder: Tore Lunde

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	1
1.1	OPPGAVENS TEMA	1
1.1.1	PROBLEMSTILLING	1
1.1.2	AVGRENSNINGER	2
1.1.3	OPPGAVENS STRUKTUR.....	3
1.2	KILDENE	4
1.2.1	LEGISLATIV HISTORIKK.....	4
1.2.2	FORHOLDET MELLOM NASJONALE REGLER OG EØS-REGLER.....	4
1.3	LEGISLATIVE HENSYN	5
1.3.1	INVESTORBESKYTTELSE.....	5
1.3.2	TILLITEN TIL MARKEDET.....	5
<u>2</u>	<u>INVESTERINGSRÅDGIVNING</u>	6
2.1	PERSONLIG ANBEFALING	6
2.2	BESTEMTE FINANSIELLE INSTRUMENTER	10
<u>3</u>	<u>GOD FORRETNINGSSKIKK</u>	11
3.1	ER STANDARDEN UTTØMMENDE KONKRETISERT?	12
3.2	DEN RETTSLIGE STANDARDEN	15
3.3	ENKELTE KONKRETISERINGER	18
<u>4</u>	<u>OPPLYSNINGSPLIKTEN</u>	19
4.1	HVORFOR OPPLYSNINGSPLIKT?	19
4.2	HVILKE OPPLYSNINGER MÅ GIS?	20
4.3	NÆRMERE KRAV TIL DE GITTE OPPLYSNINGENE	25
4.4	OM MARKEDSFØRING OG FORHOLDET TIL MARKEDSFØRINGSLOVEN	25
4.5	NÅR MÅ OPPLYSNINGENE GIS?	27
4.6	RØEGGEN-SAKEN	28
<u>5</u>	<u>EGNETHETSTESTEN</u>	32

5.1	HVORFOR SKAL VERDIPAPIRFORETAKET INNHENTE OPPLYSNINGER OM KUNDEN? ..	32
5.2	HVILKE OPPLYSNINGER MÅ VERDIPAPIRFORETAKET INNHENTE?	33
5.3	HVA KAN VERDIPAPIRFORETAKET ANBEFALE?	35
5.4	FOKUS BANK – SAKENE	38
6	<u>AVSLUTTENDE BEMERKNINGER.....</u>	<u>42</u>
7	<u>KILDER.....</u>	<u>44</u>

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema

1.1.1 Problemstilling

Det finnes 170 norske verdipapirforetak og filialer av utenlandske verdipapirforetak i Norge¹ som har konsesjon til å tilby investeringstjenesten investeringsrådgivning. Verdipapirforetakene har et stort utvalg av finansielle instrumenter de kan anbefale til de mange tusen ikke-profesjonelle investorene som benytter seg av verdipapirforetakenes tjenester.

Transaksjonene kan gjelde store beløp og stor risiko for investorene. For vanlige småinvestorer kan det ha alvorlige konsekvenser dersom pengene går tapt. Da er det viktig at det stilles krav til hvordan de profesjonelle aktørene, verdipapirforetakene, opererer, og det er viktig å vite hva som ligger i de kravene som stilles.

Det er særlig interessant å vite hva som kreves av verdipapirforetak som tilbyr investeringsrådgivning. I rådgivningssituasjoner er gjerne den som ber om råd i et slags avhengighetsforhold til den profesjonelle; investoren som ber om råd kan være avhengig av personlige anbefalinger for å kunne gjøre de rette investeringene, og rådgiveren har da mulighet for å påvirke investoren på en utilbørlig måte. Det er interessant å vite hva i regelverket som motvirker denne muligheten.

Etter at finanskrisen slo inn høsten 2008, var det mange investeringer som fikk en annen utvikling enn hva investorene hadde regnet med. Mange investorer har hevdet at de rådene de fikk fra verdipapirforetakene var mangelfulle, og en god del av dem har brakt krav om erstatning for domstolene. Dette er imidlertid ikke en ukjent problemstilling, en omfattende del av praksisen hos Bankklagenemnda fra tiden før finanskrisen gjaldt investeringsrådgivning.

¹ jfr. søk i Finanstilsynets konsesjonsregister den 7. september 2010, www.finanstilsynet.no

Det følger av verdipapirhandelloven² av 2007 (heretter vphl.) § 10-11 1. ledd at de som tilbyr investeringsrådgivning, må gjøre det i samsvar med ”god forretningsskikk”.

Temaet for denne avhandlingen er hva som ligger i denne rettslige standarden anvendt på saker om investeringsrådgivning. Den rettslige standarden er konkretisert i vphl. § 10-11 2. til 4. ledd; her er verdipapirforetakenes plikt til å informere kunden og plikt til å foreta en såkalt egnethetstest regulert. Disse reglene inngår i avhandlingens tema. Hva investeringsrådgivning egentlig er forutsettes i utgangspunktet kjent, men det vil for oversiktens skyld gis en kort oversikt.

Problemstillingen er hva verdipapirforetakene må gjøre før de gir en personlig anbefaling om et finansielt instrument til en ikke-profesjonell investor, slik at deres rådgivning er i samsvar med reglene om ”god forretningsskikk”, jfr. vphl. § 10-11.

1.1.2 Avgrensninger

En metode som kan bidra til å styrke investorbeskyttelsen, og til å heve tilliten til markedet, er å stille krav om at alle verdipapirforetak som tilbyr investeringsrådgivning må ha tillatelse fra kompetent offentlig myndighet. Dette er blitt gjort, jfr. vphl. § 9-1 1. ledd 1. punktum, jfr. vphl. § 2-1 1. ledd 5. punkt. Kravet om konsesjon vil ikke bli behandlet nærmere i denne avhandlingen.

For å få verdipapirforetakene til å følge de kravene som stilles til dem, har man ansett det nødvendig å kunne sanksjonere mot brudd på kravene. Grove eller gjentatte brudd på vphl. § 10-11 kan straffes med bøter eller fengsel, jfr. vphl. § 17-3 2. ledd 6. punkt. Brudd kan også møtes med administrative sanksjoner, jfr. vphl. §§ 15-7 og 17-2. Mulige sanksjoner vil ikke bli behandlet nærmere.

Dersom et verdipapirforetak utfører investeringsrådgivning i strid med kravet om ”god forretningsskikk”, og en investor lider tap, vil bruddet på normen ikke automatisk medføre erstatningsansvar, men det kan være et argument for at kravet til ansvarsgrunnlag er oppfylt. Dette vil imidlertid heller ikke bli behandlet nærmere.

Det gjelder andre krav til investeringsrådgivningen dersom investoren er profesjonell³, eventuelt også kvalifisert, jfr. vphl. § 10-14 1. og 4. ledd, jfr. verdipapirforskriften⁴ (heretter vpf.) § 10-1 til § 10-7. Disse reglene vil ikke behandles, forutsetningen i avhandlingen er hele tiden at rådgivningen skjer for en ikke-profesjonell investor.

Et konsept som kan forveksles med investeringsrådgivning er de såkalte investeringsanbefalinger, jfr. vphl. § 3-10, jfr. vphl. § 2-1 2. ledd 5. punkt, jfr. vpf. § 3-5 til 3-15. Denne typen anbefalinger er ikke ment for bestemte investorer, men distribusjon eller allmennheten, jfr. vphl. § 3-10 1. ledd. Denne formen for rådgivning vil ikke bli behandlet nærmere.

Iblant kan det oppstå motstrid mellom et verdipapirforetaks interesser og kundens interesser, eller mellom to eller flere kunders interesser. Verdipapirforetakets plikt til å identifisere, forebygge og opplyse kunder om interessekonflikter vil ikke bli behandlet, jfr. vphl. § 10-10. jfr. § 9-11 1. ledd 2. punkt. Men jeg vil komme inn på interessekonflikter som problem i den grad det har betydning for forståelsen av kravet om ”god forretningsskikk”, jfr. vphl. § 10-11.

Investeringsrådgivning dreier seg i blant om kompliserte produkter, for eksempel såkalte sammensatte spareprodukter.⁵ Jeg kommer bare til å beskrive nærmere ulike produkter i den grad det er relevant for å fastlegge verdipapirforetakets plikter i forbindelse med rådgivningen.

1.1.3 Oppgavens struktur

Jeg har nå presentert problemstillingen, og jeg har nevnt noen aspekter som ikke kommer til bli behandlet nærmere. I den første delen av hoveddelen skal jeg gi en oversikt over hva som etter vphl. regnes som investeringsrådgivning. Så skal jeg ta for meg kravet om ”god forretningsskikk” i vphl. § 10-11 1. ledd. Deretter følger en

² lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

³ se fortalen til MiFID (se nedenfor under punkt 1.2.1) avsnitt 41.

⁴ verdipapirforskriften av 29. juni 2007 nr. 876, vedtatt av Finansdepartementet

⁵ om disse, se Lars Ekeland, ”Oppstiller reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven minstekrav til produktene?”, *Tidsskrift for Forretningsjuss*, 2009 s. 183-214 (heretter kalt Ekeland)

redegjørelse for reglene om verdipapirforetakenes opplysningsplikt, jfr. vphl. § 10-11 2. og 3. ledd, og den såkalte egnethetstesten de må utføre, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd. Under behandlingen av egnethetstesten skal jeg se nærmere på noen relativt ferske dommer fra underordnede domstoler om investeringsrådgivning.

Men først vil jeg kort presentere noen av kildene på rettsområdet, herunder historikken bak dagens regelsett og forholdet mellom nasjonale regler og EØS-regler, og de mest relevante legislative hensynene.

1.2 Kildene

1.2.1 Legislativ historikk

De relevante deler av vphl. for denne avhandlingen gjennomfører deler av direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (heretter MiFID) i norsk rett. Vphl. avløste lov av 17. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (heretter vphl. av 1997).

I 2007 vedtok Finansdepartementet en forskrift til vphl., her kalt vpf. Denne implementerer Direktiv 2006/73/EF (heretter Gjennomføringsdirektivet) i norsk rett. Gjennomføringsdirektivet inneholder mer detaljerte regler, som må tolkes med MiFID som bakgrunn.

De sentrale norske forarbeidene er NOU 2006:3 ”Om markeder for finansielle instrumenter” (heretter NOU) og Ot.prp.nr.34 (2006-2007) ”Om lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder” (heretter prp.).

1.2.2 Forholdet mellom nasjonale regler og EØS-regler

Ved tolkning av norske regler som har bakgrunn i EØS-regler, vil EØS-reglene være sentrale kilder. Dette følger av lojalitetsprinsippet som blant annet kommer til uttrykk i EØS-avtalen art. 3, men også presumsjonsprinsippet.⁶ Dette prinsippet innebærer at norske regler formodes å være i samsvar med de internasjonale reglene.⁷ MiFID og

⁶ jfr. forarbeidene til EØS-loven, Ot.prp. nr. 79 (1991-1992) s. 3

⁷ jfr. Rt-2000-1811, Finanger I-dommen, nederst s. 1826

Gjennomføringsdirektivet blir da tungtveiende tolkningsfaktorer ved tolkningen av vphl. og vpf.

1.3 Legislative hensyn

1.3.1 Investorbekyttelse

Når det stilles krav til den profesjonelle parts opptreden i en transaksjon, vil dette som utgangspunkt være positivt for den ikke-profesjonelle parten i transaksjonen. Det var et sentralt mål ved MiFID å heve investorbekyttelsen.⁸

Bakgrunnen for dette målet var det økende antall aktive investorer på de finansielle markeder, og at disse investorene ble tilbudt stadig mer komplekse instrumenter og tjenester.⁹

1.3.2 Tilliten til markedet

For at verdipapirmarkedet skal fungere etter sin hensikt, som er å sikre en effektiv forflytning av kapital dit den trengs mest, er det viktig at aktørene har tillit til markedet. For at aktørene skal ha tillit til markedet, må det stilles krav til aktørenes opptreden. Tanken er at man kan ikke tillate at profesjonelle aktører opererer som de vil overfor ikke-profesjonelle uten at det går utover tilliten til markedet som helhet.

Det er anerkjent i forarbeidene til vphl. at ”verdipapirmarkedet kan bare virke etter hensikten hvis deltakerne har tillit til måten det fungerer på.”¹⁰ Det er viktig med ”hensiktsmessige virksomhetsregler som innebærer at verdipapirforetak... har tilstrekkelig integritet og uavhengighet slik at kundenes interesser ivaretas på en betryggende måte.”¹¹

⁸ jfr. fortalen til MiFID avsnitt 2 og 31

⁹ jfr. fortalen til MiFID avsnitt 2

¹⁰ jfr. prp. s. 11

¹¹ jfr. prp. s. 11

Målet om opprettholdelse av det finansielle systems integritet kommer blant annet til uttrykk i fortalen til MiFID avsnitt 5.¹²

2 Investeringsrådgivning

Før jeg kommer inn på hva som ligger i kravet om ”god forretningsskikk”, må det først i hovedtrekk redegjøres for når kravet kommer til anvendelse. Det er klart at ”investeringsrådgivning”, jfr. vphl. § 2-1 1. ledd 5. punkt, faller innunder verdipapirforetakets ”virksomhet”, jfr. vphl. § 10-11 1. ledd. Men hva regnes som ”investeringsrådgivning”, jfr. vphl. § 2-1 1. ledd 5. punkt?

2.1 Personlig anbefaling

Det vises i vphl. § 2-1 1. ledd 5. punkt til definisjonen i vphl. § 2-4 1. ledd. Her fremkommer det at med ”investeringsrådgivning” menes ”personlig anbefaling” til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere ”transaksjoner” i forbindelse med ”bestemte finansielle instrumenter”.

Vphl. § 2-4 1. ledd gjennomfører MiFID art. 4 nr. 1 4. ledd, men sistnevnte bestemmelse gir lite til tolkningen av ”investeringsrådgivning”. Definisjonen i vphl. er nærmest en ren oversettelse av definisjonen i MiFID.

Ordlyden ”transaksjoner” er vid, og dekker kjøp, salg, tegning og diverse andre rettslige disposisjoner.

Det slås fast i Gjennomføringsdirektivet art. 52 at investeringsrådgivning skal utgjøre en anbefaling til å ta et av følgende skritt: enten ”a) at kjøpe, sælge, tegne, udveksle, indløse, beholde eller garantere et bestemt finansielt instrument”, eller ”b) at udøve eller undlade at udøve en rettighed, der skyldes et bestemt finansielt instrument, til at kjøpe, sælge, tegne, udveksle eller indløse et finansielt instrument.”

¹²

se også NOU s. 13

Her skal jeg se litt på hva som ligger i begrepet ”personlig anbefaling”, jfr. vphl. § 2-4 1. ledd, mens jeg under punkt 2.2 redegjør for hva som ligger i ”bestemte finansielle instrumenter”.

En naturlig språklig forståelse av ”personlig” tilsier råd som gis til én mottager, rådmoment for bare denne mottageren. Dette tilsier igjen at rådet har denne personens egenskaper og mål som bakgrunn.

Ordlyden ”anbefaling” tilsier at rådgiveren må gi uttrykk for en mening, ikke bare gi informasjon. Rådet må gå ut på at mottageren skal gjøre eller ikke gjøre noe. Ordlyden stiller ikke noe krav om at investoren må følge rådet.

Generelle tips, for eksempel om at kursen til den og den aksjen eller valutaen antas å stige eller synke, faller utenfor en naturlig tolkning av ordlyden ”personlig”. Det samme gjelder generelle analyser av finansielle instrumenter.¹³ Disse har ikke mottagerens egenskaper og mål som bakgrunn. Denne tolkningen har også støtte i forarbeidene¹⁴. Rådene må rette seg mot konkrete kunder eller investorer for å anses som en ”personlig” anbefaling.

Det følger også av forarbeidene¹⁵ at bestemmelsen skal være i samsvar med MiFID art. 4 og Gjennomføringsdirektivet art. 52.

Det presiseres i Gjennomføringsdirektivet art. 52 3. ledd at en ”anbefaling” ikke anses som en ”personlig anbefaling” hvis den ”udelukkende udsendes via distributionskanaler eller til offentligheten”. Rådgivning om finansielle instrumenter som bare går via avis, internett eller på annen måte til offentligheten regnes altså ikke som ”investeringsrådgivning”, jfr. art. 52 1. ledd.¹⁶

¹³ jfr. Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 3. utgave, Oslo 2010 (heretter Bergo) s. 141.

¹⁴ jfr. prp. s. 51 punkt 4.5

¹⁵ jfr. prp. s. 51 punkt 4.5

¹⁶ jfr. fortalet til Gjennomføringsdirektivet avsnitt 79

Etter Gjennomføringsdirektivet art. 52 1. ledd er en ”personlig anbefaling”, jfr. MiFID art. 4 nr. 1 4. ledd, en ”anbefaling, der gives til en person i dennes egenskab af investor eller potentiel investor eller dennes egenskab af agent for en investor eller potentiel investor.”

Etter art. 52 2. ledd gjelder det et krav om at anbefalingen skal ”fremsettes som passende for den pågældende person” eller ”tage udgangspunkt i personens egne omstændigheder”.

Råd som verken ”presenteres som egnet for vedkommende” investor eller som er ”basert på en vurdering av kundens individuelle forhold”, kan da i utgangspunktet ikke anses som ”investeringsrådgivning”, jfr. vphl. § 2-4 1. ledd.¹⁷

Dersom en rådgiver bare viser til verdipapirforetakets generelle rapporter og anbefalinger i sin kontakt med kunden, eller selv sier hva han mener er generelt gode investeringer, er ikke dette tilstrekkelig, sml. vanlig meglertjeneste etter vphl. § 2-1 1. og 2. ledd. Men hvis han tar investorens personlige egenskaper med i vurderingen av hva investoren bør investere i, eller han sier at ”denne aksjen er riktig for deg” eller lignende, da må det fort anses som investeringsrådgivning.¹⁸

Det følger av forarbeidene¹⁹ at det ”bare er snakk om investeringsrådgivning dersom anbefalingen er personlig, i den forstand at rådgivningen tar konkret utgangspunkt [i] bestemte investorers forhold.” Med tanke på den klare ordlyden i Gjennomføringsdirektivet art. 52 2. ledd må det også være tilstrekkelig at rådet presenteres som egnet for vedkommende investor, selv om det skulle vise seg at investeringsrådgiveren ikke har foretatt noen vurdering av vedkommende investors individuelle forhold.

Hvorvidt anbefalingen er ”frem[satt] som passende for den pågældende person” eller om det er tatt ”udgangspunkt i personens egne omstændigheder”, jfr. art. 52 2. ledd,

¹⁷ jfr. Sverre Tyrhaug og Tore Mydske, ”Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn”, *Tidsskrift for forretningsjus*, 2008 s. 152-182 (heretter Mydske) s. 165.

¹⁸ jfr. Bergo s. 142

beror etter ordlyden på en konkret vurdering av rådgivningssituasjonen og rådgiverens handlinger.

Det følger imidlertid av rundskrivet ”Understanding the definition of advice under MiFID”, utgitt 14. oktober 2009 av Committee of European Securities Regulators (heretter CESRs rundskriv), s. 4 avsnitt 5 og 6, at det er tilstrekkelig at vedkommende investor har rimelig grunn til å tro at et av vilkårene i Gjennomføringsdirektivet art. 52 2. ledd er oppfylt. Av hensyn til målet om ensartet praksis i EØS-området²⁰ bør denne uttalelsen tillegges betydelig vekt.

Denne tolkningen støttes også av reelle hensyn. Dersom investoren har rimelig grunn til å tro at investeringsrådgiveren presenterer en investering som egnet, eller at investeringsrådgiveren har tatt utgangspunkt i investorens egne forhold, vil investoren ta dette med i vurderingen når han skal bestemme seg for å investere eller ikke. Da er det en stor fordel om investeringsrådgiveren faktisk har foretatt en vurdering av om investeringen er egnet for investoren, noe han har plikt til ved ”investeringsrådgivning”, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd.

En ”personlig anbefaling”, jfr. vphl. § 2-4 1. ledd, omfatter etter dette når en investeringsrådgiver tar utgangspunkt i en investors individuelle forhold og gir en anbefaling med bakgrunn i disse, og når en rådgiver presenterer en investering som egnet for investoren, og når investoren har rimelig grunn til å tro at rådgiveren har gjort en av disse to tingene.

En investering kan presenteres som egnet både eksplisitt og implisitt.²¹ Et eksempel på førstnevnte måte er dersom rådgiveren sier ”denne aksjen passer godt inn i din portefølje”. Et eksempel på sistnevnte er hvis rådgiveren sier ”investorer som deg kjøper ofte denne aksjen”.

¹⁹ jfr. NOU s. 27

²⁰ se fortalen til Gjennomføringsdirektivet avsnitt 7

²¹ jfr. CESRs rundskriv s. 11 avsnitt 43 og 44

Når en investor har rimelig grunn til å tro at en investeringsrådgiver har tatt utgangspunkt i hans individuelle forhold beror gjerne på hva slags informasjon rådgiveren har innhentet om investoren.²² Dersom rådgiveren har innhentet informasjon om investorens investeringsmål, vil det være rimelig å anta at disse tas med i vurderingen av hva rådgiveren velger å anbefale investoren. Og dersom det er rimelig grunn til å tro at rådgiveren har tatt investeringsmålene med i vurderingen, foreligger det en ”personlig anbefaling”, jfr. vphl. § 2-4 1. ledd.

2.2 Bestemte finansielle instrumenter

Jeg har nå sett på hva som ligger i begrepet ”personlig anbefaling”, jfr. vphl. § 2-4 1. ledd. Spørsmålet blir så hva som ligger i kravet om at den personlige anbefalingen må dreie seg om ”bestemte finansielle instrumenter”.

Ordlyden tilsier at det skal kunne identifiseres nøyaktig hvilke formuesgoder den aktuelle investeringen omhandler. Dette tilsier at generelle tips om hvilke typer verdipapirer man bør kjøpe, for eksempel andeler i fond, eller om hvilke markeder man bør investere i, for eksempel olje og gass, faller utenfor begrepet ”investeringsrådgivning”, jfr. vphl. § 2-1 1. ledd. Det samme gjelder råd om å investere i ett geografisk marked heller enn et annet, for eksempel investere i russiske selskaper heller enn japanske.

Det følger av forarbeidene²³ at anbefalinger som knytter seg til mer generelle råd om plassering i ulike instrumenter (allokeringsanbefalinger) ikke omfattes av ”bestemte finansielle instrumenter”. Denne tolkningen har også støtte i fortalen til Gjennomføringsdirektivet.²⁴

At rådgiveren kan anbefale ulike investeringsstrategier, for eksempel å erverve aksjer i oppdrettsnæringen, uten at det anses som ”investeringsrådgivning”, har også støtte i juridisk teori.²⁵

²² jfr. CESRs rundskriv s. 12 avsnitt 49 og 50

²³ jfr. prp. s. 51, punkt 4.5

²⁴ se fortalen avsnitt 81

²⁵ jfr. Mydske s. 165

At den personlige anbefalingen involverer mer enn ett finansielt instrument er selvsagt ikke til hinder for at det dreier seg om ”bestemte finansielle instrumenter”, jfr. § vphl. § 2-4 1. ledd.²⁶

Begrepet ”finansielle instrumenter” er i vphl. et sentralt koblingsord, og det er etter ordlyden avgjørende for å vite når noe skal anses som ”investeringsrådgivning”, jfr. vphl. § 2-4 1. ledd.²⁷

For å vite hva ”finansielle instrumenter” er, må man gå i legaldefinisjonen i vphl. § 2-2. I § 2-2 1. ledd nevnes ”omsettelige verdipapirer”, ”verdipapirfondsandeler”, ”pengemarkedsinstrumenter” og ”derivater”, og i 2., 3., 4. og 5. ledd gis det definisjoner på disse begrepene. Det er ikke grunn til å gå nærmere inn på disse her, men det nevnes at vphl. § 2-2 gjennomfører MiFID vedlegg I del C nr. 1 til 10. For nærmere redegjørelse, se NOU punkt 2.5.

3 God forretningsskikk

Jeg har nå gitt en kort oversikt over hva ”investeringsrådgivning” er. Jeg skal under punkt 3.2 se på hvilke krav for rådgivningen som følger av § 10-11 1. ledd, men først vil jeg se på hvilket forhold som gjelder mellom kravet om ”god forretningsskikk”, jfr. vphl. § 10-11 1. ledd, og detaljreglene i de følgende ledd og i vpf., se punkt 3.1. Under punkt 3.3 redegjøres det kort for enkelte av disse detaljreglene.

Det nevnes for ordens skyld at kravet om ”god forretningsskikk” gjelder for alle deler av verdipapirforetakets ”virksomhet”, jfr. vphl. § 10-11 1. ledd,²⁸ men det vil i denne avhandlingen bare ses på hva kravet har å si for investeringsrådgivning.

Vphl. § 10-11 gjennomfører MiFID art. 19.²⁹

²⁶ jfr. CESRs rundskriv s. 10 avsnitt 37 og 38

²⁷ jfr. prp. s. 35, punkt 4.2

²⁸ se også fortalen til Gjennomføringsdirektivet avsnitt 81

3.1 Er standarden uttømmende konkretisert?

Vphl. § 10-11 1. ledd gir uttrykk for et generelt rettslig prinsipp om ”god forretningsskikk.” Denne typen regler kalles i juridisk teori for rettslige standarder. De anses normalt som lovregler som henviser til en målestokk som skal brukes i rettsanvendelsen, og som det forutsettes at rettsanvenderen kjenner til.³⁰ Innholdet i en rettslig standard endrer seg normalt over tid.

Mer detaljerte regler som kan ses under en god forretningsskikksynsvinkel er gitt i vphl. § 10-11 2. ledd flg, §§ 10-10, 10-12 og 10-13 og i vpf.

MiFID har også et hovedprinsipp i art. 19 1. ledd, og ”nærmere regler om god forretningsskikk”³¹ i de følgende ledd og i Gjennomføringsdirektivet art. 26-45.

Forarbeidenes³² syn på bestemmelsene i Gjennomføringsdirektivet er at de ”er detaljerte og presiserer det nærmere innholdet i det generelle kravet til god forretningsskikk”.

Det er en interessant problemstilling hvorvidt de detaljerte reglene uttømmende angir innholdet i den generelle standarden i vphl. § 10-11 1. ledd og MiFID art. 19 1. ledd, eller om den generelle standarden favner videre.

Det fremgår av vphl. § 10-11 1. ledd 1. punktum at verdipapirforetakene skal påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, ”og ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen”, jfr. vphl. § 10-11 12. ledd.

Ordlyden ”og ellers” peker i retning av at kravet om ”god forretningsskikk” har et selvstendig virkefelt utover de konkretiserte kravene i vphl. og vpf.

²⁹ jfr. prp. s. 436.

³⁰ jfr. Ragnar Knoph, Rettslige standarder, Oslo 1939 s. 2

³¹ jfr. prp. s. 102

³² jfr. prp. s. 103

Denne tolkningen har også støtte i ordlyden i MiFID art. 19 1. ledd, hvor det heter at verdipapirforetakene skal handle ærlig, redelig og profesjonelt i sine kunders beste interesse, ”og navnlig overholde... de i stk. 2-8 omhandlede prinsipper.”

Forarbeidene³³ viser til den engelskspråklige versjonen av MiFID som støtte for sitt standpunkt om at innholdet i standarden ikke er uttømmende angitt, hvor det i stedet for det danske begrepet ”navnlig” er brukt ordene ”in particular”. Departementets standpunkt kommer klart til uttrykk i Odelstingsproposisjonen³⁴, hvor de bemerker at ”de mer presise angivelsene i direktivet og gjennomføringsreglene, ikke kan anses som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden ”god forretningsskikk”.”

Den generelle standarden ”god forretningsskikk” favner altså videre enn de mer detaljerte reglene. Spørsmålet blir om dette har betydning for virksomheten ”investeringsrådgivning”.

Bergo legger til grunn at på ”de områdene hvor § 10-11 med tilhørende forskrifter nå angir mer presise handlingsnormer for foretaket, har den generelle standarden i § 10-11 1. ledd nok mindre betydning, da spesialreglene som et utgangspunkt må anses som uttømmende. For de områder av foretakets virksomhet, eksempelvis ikke-konsesjonspliktig virksomhet som ikke er særskilt regulert, har kravet om god forretningsskikk i 1. ledd større selvstendig betydning.”³⁵

Det er klart at ”investeringsrådgivning” er et område hvor vphl. § 10-11 med tilhørende forskrifter angir mer presise handlingsnormer for foretaket.

Bergo har støtte for sitt synspunkt i forarbeidene³⁶, hvor det fremkommer at ”på områder som omfattes av Gjennomføringsdirektivet, kan det som hovedregel antas at en befinner seg på et fullharmonisert område. Dette følger av Gjennomføringsdirektivets artikkel 4.”

³³ jfr. NOU s. 80

³⁴ jfr. prp. s. 104, jfr. også s. 436.

³⁵ jfr. Bergo s. 157

Gjennomføringsdirektivet art. 4 går i hovedtrekk ut på at verdipapirforetak ikke kan pålegges strengere krav enn de som følger av direktivet på områder som dekkes av direktivet, uten at det gis beskjed til EU-kommisjonen, jfr. Gjennomføringsdirektivet art. 4 3. ledd. Det er også visse andre vilkår, jfr. Gjennomføringsdirektivet art. 4 1. ledd. Bergo og forarbeidene kan tolkes dit hen at kravene som stilles til verdipapirforetak som tilbyr investeringsrådgivning er uttømmende angitt i de detaljerte reglene i vphl. § 10-11 2. ledd flg. og vpf.

En annen måte å forstå Gjennomføringsdirektivet art.4 på, er at lovgiver og/eller andre offentlige myndigheter ikke kan utarbeide strengere generelle normer på områder som er dekket av Gjennomføringsdirektivet, men at konkrete individuelle saker fremdeles kan subsumeres under den generelle standarden om ”god forretningsskikk”.

Det bemerkes i forarbeidene³⁷ til vphl. at ”en rekke av de bestemmelser i direktivet som angir visse prinsipper verdipapirforetak skal forholde seg til, er ment som fullharmoniserte bestemmelser. Tanken er at verdipapirforetakene skal få beholde ansvaret for å gjennomføre prinsippene i eget foretak ved utøvelsen av eget skjønn, og dette skjønn skal ikke fratas foretaket gjennom nasjonale bestemmelser som angir mer konkrete krav enn de som følger av direktivet.”

Foretakene skal altså gjennomføre prinsippene ved eget skjønn, herunder prinsippet i § 10-11 1. ledd, men det er åpenbart at offentlige myndigheter kan overprøve dette skjønnnet.³⁸ De kan bare ikke ”låse det”.³⁹

Kravet om ”god forretningsskikk” i vphl. § 10-11 1. ledd kan altså på en måte anvendes som den tilsvarende bestemmelsen i vphl. av 1997; kravet til ”god forretningsskikk” etter vphl. av 1997 fungerte ifølge Bergo ”i betydelig grad som hjemmel for

³⁶ jfr. prp. s. 31

³⁷ jfr. prp. s. 32

³⁸ jfr. Mydske s. 162

³⁹ jfr. Mydske s. 162

Kredittilsynet til etterfølgende sanksjonering av adferd de mislikte, både hva angår sviktende kundebehandling og mer generelt markedsskadelig adferd.⁴⁰

3.2 Den rettslige standarden

Det fremgår av vphl. § 10-11 1. ledd at verdipapirforetakene skal utøve sin virksomhet i samsvar med ”god forretningsskikk”.

En naturlig språklig forståelse tilsier at verdipapirforetakene må følge alminnelig bransjepraksis, og at denne etter en helhetsvurdering må anses som hensiktsmessig og hederlig. Ordlyden er vag, og gir lite til tolkningen.

I MiFID art. 19 1. ledd står det at verdipapirforetak skal handle ”ærligt, redeligt og professionelt”. Ordlyden tilsier et krav om god oppførsel. Det EØS-rettslige presumsjonsprinsipp taler for at ”god forretningsskikk” tolkes i samsvar med ordlyden i MiFID art. 19.⁴¹

Også ordlyden i MiFID art. 19 er på dette punkt vag, og det er vanskelig å trekke ut mye av denne som man ikke utleder fra ordlyden ”god forretningsskikk”, jfr. vphl. § 10-11 1. ledd.

Grunnen til at lovgiver valgte ”god forretningsskikk” fremfor en streng oversettelse av de nevnte vilkår i MiFID art. 19 1. ledd, må sees i sammenheng med at ”god forretningsskikk” ble brukt i verdipapirhandelloven av 1997, og at dette er et ”innarbeidet begrep i norsk rett”.⁴²

At ”god forretningsskikk” ikke dekker noe annet enn ”ærligt, redeligt og professionelt” har også støtte i den generelle uttalelsen i forarbeidene⁴³ om at ”[d]epartementet er enig med utvalget i at MiFIDs regler er mer omfattende og detaljerte enn gjeldende norsk

⁴⁰ jfr. Bergo s. 157

⁴¹ jfr. ovenfor under punkt 1.2.2

⁴² jfr. Ekeland s. 192

⁴³ jfr. prp. s. 104

rett, og at de norske reglene bør erstattes med nye lov- og forskriftshjemler som gjennomfører MiFID og Gjennomføringsdirektivet.”

Hymer⁴⁴ legger til grunn at det i kravet til god forretningsskikk ligger ”en norm om at verdipapirforetaket i sin virksomhet skal ha en bransjeetisk og ansvarlig opptreden overfor kundene og markedene”.

Dette har han støtte for i lovens ordlyd, ettersom det i vphl. § 10-11 1. ledd 2. punktum fremkommer at verdipapirforetakene ”herunder” skal påse at ”kundernes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte”.

Ordlyden ”kundernes interesser” tilsier at verdipapirforetakene må ha kundens beste i fokus, også der hvor kundens interesser kan stride mot foretakets interesser.

Et av hovedformålene med MiFID var som nevnt å styrke investorbeskyttelsen.⁴⁵ Vphl. § 10-11 1. ledd er en av de sentrale bestemmelsene med dette som hovedmål.⁴⁶

Det burde også være en selvfølge at kundens beste settes i fokus i en rådgivningssituasjon, all den tid kunden betaler verdipapirforetaket for tjenesten og hovedformålet med rådgivning nettopp er at rådgivningsmottageren blir bedre informert.

I MiFID art. 19 1. ledd er hensynet til kunden gitt en nyanse større fokus i ordlyden, da det der heter at verdipapirforetakene skal handle ”ærligt, redeligt og professionelt i sine kunders bedste interesse”.

Hva som er kundens beste må som utgangspunkt vurderes fra sak til sak. Hver investor er i prinsippet forskjellig fra den neste, og dette må det tas hensyn til i

⁴⁴ jfr. Knut A. Hymer, ”Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk”, *Tidsskrift for forretningsjus*, 2008 s. 183-216 (heretter Hymer) s. 186-187

⁴⁵ jfr. fortalen til MiFID avsnitt 2 og fortalen til Gjennomføringsdirektivet avsnitt 5, jfr. også NOU s. 13

⁴⁶ jfr. Bergo s. 148-149.

rådgivningsprosessen. Ulike beløp, investeringsmål og kunnskapsnivå er alle faktorer som påvirker hvordan investeringsrådene bør gis, og hvilke råd som skal gis. Hvilke råd som skal gis kommer jeg inn på under avsnittet om den såkalte egnethetstesten, jfr. punkt 5.

Generelt kan det nevnes at verdipapirforetaket har et ansvar for å tilby faglig forankret rådgivning. Det er i rettspraksis⁴⁷ uttalt at ”når det inngås avtale om finansiell rådgivning mellom en bank og en bankkunde, må kunden som alminnelig regel kunne kreve høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning”. Uttalelsen ble avgitt da vphl. av 1997 § 9-2 gjaldt, men jeg antar at prinsippet den gir uttrykk for må gjelde også etter vedtagelsen av vphl. av 2007.

Det er i kundens interesse å få råd basert på solid faglig kompetanse. Det er videre i kundens interesse å få råd motivert av kundens ønsker, for eksempel maksimal avkastning og lav risiko, og ikke råd motivert av andres ønsker, for eksempel verdipapirforetakets ønske om å selge mest mulig av et visst finansielt instrument.

Det fremgår ikke av forarbeidene hvorfor lovgiver har valgt å gi hensynet til ”markedets integritet” samme status som hensynet til kundene i vphl. § 10-11 1. ledd. Det fremgår imidlertid også av fortalen til MiFID⁴⁸ at dette er et relevant hensyn, så det medfører neppe noen særlig realitetsforskjell at det er tatt med i den norske lovteksten. I tillegg følger det også en indirekte generell plikt for verdipapirforetak til å ”fremme... markedets integritet” av MiFID art. 25 1. ledd.

Ordlyden ”markedets integritet” tilsier den generelle tilliten til finansmarkedene. Verdipapirforetakene skal altså i sin rådgivning arbeide på en slik måte at den alminnelige tilliten til verdipapirforetak, investorer og de andre aktørene på finansmarkedet opprettholdes og styrkes.

Dette har som konsekvens at en handling som kan være til gode både for verdipapirforetaket og kunden, likevel kan være i strid med kravet om ”god

⁴⁷ jfr. Rt-2000-679, Investa-dommen

⁴⁸ se fortalens avsnitt 5

forretningsskikk”, dersom den er ”egnet til å svekke markedets tillit til foretakene eller tilliten til markedet som sådan”⁴⁹. Bergo⁵⁰ kaller det et krav om å ivareta markedets tarv.

Finansmarkedet er, som jeg tidligere har vært inne på, ment å sikre at kapital og kreditt kanaliseres dit det trengs mest. Som det står i forarbeidene⁵¹, ”verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser”.

Dersom en investeringsrådgivning er egnet til å bidra til at kapital eller kreditt føres andre steder enn der de naturlig burde ha blitt ført ut fra behov i markedet, kan dette være et argument for investeringsrådgivningen gir aktører i markedet grunn til å tro at investeringsrådgivningen ikke ivaretar hensynet til ”markedets integritet”, og igjen et argument for at investeringsrådgivningen er i strid med kravet om ”god forretningsskikk”, jfr. vphl. § 10-11.

Ekeland legger på den annen side til grunn at henvisningen til markedets integritet ”henger igjen fra den gamle loven, og dette hensynet har neppe noen stor selvstendig betydning i tilknytning til reglene om god forretningsskikk.”⁵²

3.3 Enkelte konkretiseringer

Kravet om ”god forretningsskikk” er som nevnt konkretisert i diverse mer detaljerte regler i vphl. og vpf. Her nevnes noen av dem som får betydning for investeringstjenesten ”investeringsrådgivning”.

I vphl. § 10-11 2. ledd er det spesifisert hva verdipapirforetaket skal opplyse om kunden om, og hvorfor/hvordan denne informasjonen skal gis. I vphl. §10-11 3. ledd stilles det

⁴⁹ jfr. Bergo s. 156

⁵⁰ jfr. Bergo s. 156

⁵¹ jfr. prp. s. 11

⁵² jfr. Ekeland s. 193-194

kvalitetsmessige krav til informasjonen. Se nærmere om verdipapirforetakets opplysningsplikt under punkt 4.

Etter vphl. § 10-11 4. ledd skal verdipapirforetak innhente opplysninger om kunden, slik at det kan vurdere hva som er ”egnet” for kunden. Se nærmere om den såkalte ”egnethetstesten” under punkt 5.

I vpf. § 10-9 er det diverse regler for markedsføring overfor kunden. Disse vil jeg også komme inn på under punkt 4. Det samme gjelder informasjonsreglene i vpf. §§ 10-10 til 10-15.

4 Opplysningsplikten

Jeg har nå gitt en redegjørelse for betydningen av vphl. § 10-11 1. ledd. Jeg vil nå rette fokuset mot verdipapirforetakenes opplysningsplikt etter vphl. § 10-11 2. ledd. Å informere kunden er etter tjenestens natur en sentral del av en rådgivers arbeid. Med MiFID og Gjennomføringsdirektivet kom det detaljerte regler om investeringsrådgiveres opplysningsplikt i norsk rett.

I vphl. § 10-11 2. ledd er det en oversikt over noen av opplysningene som et verdipapirforetak plikter å gi sine kunder. Denne bestemmelsen utfylles av diverse regler i vpf., se nærmere under punkt 4.2

I vphl. § 10-11 3. ledd stilles det nærmere krav til de gitte opplysningene, se nærmere under punkt 4.3.

Vphl. § 10-11 2. og 3. ledd gjennomfører henholdsvis MiFID art. 19 3. og 2. ledd.

4.1 Hvorfor opplysningsplikt?

Formålet bak investeringsrådgiverens opplysningsplikt fremgår av lovteksten. Etter vphl. § 10-11 2. ledd skal kunder og potensielle kunder gis relevante opplysninger ”slik at kunden... [kan] være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.”

En naturlig språklig forståelse tilsier at opplysningene kunden får skal få kunden til å vite hva en investering går ut på, slik at han forstår konsekvensene av sin beslutning om enten å investere eller ikke å investere.

Det bemerkes i forarbeidene⁵³ at ”formålet med bestemmelsen er at investorene i rimelig grad settes i stand til å fatte investeringsbeslutninger på informert grunnlag”, men dette gir ikke noe mer enn det ordlyden gjør.

Verdipapirforetaket har altså til en viss grad plikt til å informere kunden. Formålet bak regelen kan imidlertid ikke være å pålegge verdipapirforetakene en for byrdefull opplysningsplikt. Det fremgår da også av fortalen til Gjennomføringsdirektivet⁵⁴ at ”et af formålene med direktiv 2004/39/EF er at sikre en forholdsmæssig balance mellem investorbeskyttelse og de opplysningsforpligtelser, som påhviler investeringsselskaberne.”

4.2 Hvilke opplysninger må gis?

For at kunden skal kunne forstå konsekvensene av sin beslutning, krever loven at det skal gis opplysninger til kunden som setter kunden ”i rimelig grad... i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys...”, jfr. vphl. § 10-11 2. ledd.

Ordlyden tilsier at verdipapirforetaket skal prøve å få kunden til å forstå at en investering kan slå feil, hvorfor den kan gjøre det, og hvor stor sannsynlighet det er for at den faktisk gjør det.

”Arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten” passer godt for for eksempel investeringstjenesten ”aktiv forvaltning”, jfr. vphl. § 2-1 1. ledd punkt 4, men ikke så godt for ”investeringsrådgivning”, jfr. vphl. § 2-4 1. ledd.

⁵³ jfr. NOU s. 70

⁵⁴ jfr. fortalens avsnitt 44

Fokuset på risikoen knyttet til en investering er naturlig, ettersom mange ikke-profesjonelle investorer kan la en utsikt til høy avkastning skygge for muligheten av at investeringen går tapt.

At opplysninger om risiko er en nødvendig del av investeringsrådgivning gjaldt også før MiFID og vphl. av 2007. Høyesterett har uttalt at de ”bankansatte som skal gi kundene råd, må utvise en slik aktivitet overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over hvilke risiko som til enhver tid er knyttet til hans disposisjon.”⁵⁵

For alle investeringstjenester, inkludert investeringsrådgivning, gjelder det et krav om at verdipapirforetaket ”skal” gi kunden ”relevante” opplysninger i en ”forståelig” form om ”verdipapirforetaket og de tjenester det yter”, ”finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier”, ”handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter” og ”omkostninger og gebyrer”, jfr. vphl. § 10-11 2. ledd punkt 1 til 4.

Ordlyden ”skal” tilsier et ufravikelig krav om at de nevnte opplysningene skal gis til kunden.

Ved investeringsrådgivning, som vi har sett er en personlig anbefaling om en transaksjon i forbindelse med et eller flere bestemte finansielle instrumenter, er det naturlig å legge til grunn at ”hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter” får et naturlig fokus.

Bergo skriver at norske verdipapirforetak ”gjennomgående [har] utarbeidet informasjonsmateriale som gir generelle beskrivelser av egenskaper og risikofaktorer forbundet med aksjer, obligasjoner, derivater og ulike andre typer finansielle instrumenter”, men han skriver videre at det er ”mer uklart... hvor langt de må gå i å sikre at kunden også får adekvat informasjon om det enkelte finansielle instrument (eksempelvis aksjer utstedt av Statoil Hydro ASA).”⁵⁶

⁵⁵ jfr. Rt-2000-679, Investa-dommen

⁵⁶ jfr. Bergo s 213

Bergo fokuserer riktignok ikke på investeringstjenesten investeringsrådgivning, sitatet er hentet fra et avsnitt om den generelle informasjonsplikten.

Ordlyden ”aktuelle instrumenter”, jfr. vphl. § 10-11 2. ledd punkt 2, peker klart i retning av at kunden må få adekvat informasjon om hvert enkelt finansielt instrument som verdipapirforetaket kommer med en anbefaling om.

Til støtte for denne tolkningen kommer også formålsbetraktninger; et av hovedformålene med opplysningsplikten er investorbeskyttelse.⁵⁷ Jo mer adekvat informasjon kunden får om det aktuelle finansielle instrument, desto bedre vil kunden være ”i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning”, jfr. vphl. § 10-11 2. ledd.

Bergo gir da også uttrykk for at verdipapirforetakene har et ansvar for at kunden ”får informasjon om de enkelte finansielle instrumenter de tilbyr... kunden”.⁵⁸

Ordlyden ”omkostninger og gebyrer”, jfr. vphl. § 10-11 2. ledd punkt 4, tilsier alle utgifter som ikke går til selve investeringen, og lest i sammenheng med resten av vphl. § 10-11 2. ledd vil dette si det kunden må betale både for investeringsrådgivningen, og alle betalingsforpliktelser knyttet til det finansielle instrumentet kunden eventuelt velger å investere i, men som det ikke er forventet avkastning av.

I vpf. § 10-15 1. ledd bokstav a) er det stilt krav om at verdipapirforetaket skal opplyse om ”de samlede kostnader” kunden skal betale for det enkelte finansielle instrumentet, investeringsrådgivningen og eventuelle tilknyttede tjenester, og dersom det ikke kan angis en presis pris, må verdipapirforetaket angi ”grunnlaget for beregningen”. Det skal også opplyses om muligheten for at det kan forekomme ”kostnader”, herunder ”skatt”, i forbindelse med investeringsrådgivningen eller investeringen som ikke er betalt eller pålagt av verdipapirforetaket, jfr. vpf. § 10-15 1. ledd bokstav c).

⁵⁷ jfr. bl.a. fortalen til MiFID avsnitt 2

⁵⁸ jfr. Bergo s. 214

Det følger av vphl. § 10-11 2. ledd at kunden skal få ”relevante” opplysninger i en ”forståelig form”.

Ordlyden ”relevante” tilsier at kunden ikke må bli overlesset med informasjon; det skal bare gis opplysninger som kan ha betydning for investeringsbeslutningen.

Verdipapirforetaket har altså et ansvar for å gi verken for lite eller for mye informasjon.

Ordlyden ”forståelig form” tilsier et krav om tilgjengelighet. Kunden skal ikke måtte være professor i verdipapirrett for å skjønne opplysningene. Med tanke på formålet om investorbekyttelse er det naturlig å stille krav om at informasjonen tilpasses kundens kunnskapsnivå. Dette er det også gjort, jfr. vphl. § 10-9 1. ledd bokstav c).

Det følger på den annen side av vphl. § 10-11 2. ledd at opplysningene skal sette kunden ”i rimelig grad” i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til de finansielle instrumentene som tilbys.

Ordlyden tilsier at det må foretas en avveining mellom verdipapirforetakets plikt til å opplyse, og kundens plikt til selv å sette seg inn i informasjonen han får, jfr. ovenfor under punkt 4.1.

Om hvilke opplysninger foretaket bør gi kunden er det uttalt i Gjennomføringsdirektivet⁵⁹ at verdipapirforetak bør gi kunder ”passende opplysninger om de finansielle instrumenters art og de risici, der er forbundet med at investere i dem... Hvor detaljerte disse opplysninger bør være, kan variere avhengig av kundens indplacering som enten detailkunde eller professionel kunde og arten av de tilbudte finansielle instrumenter og den hermed forbundne risiko, men de bør aldri være så generelle, at der udelades væsentlige opplysninger. Det er mulig, at det i forbindelse med visse finansielle instrumenter vil være tilstrækkelig med kun de opplysninger, der henviser til den pågående type instrument, mens der i forbindelse med andre vil være behov for produktspecifikke opplysninger.”

⁵⁹ jfr. fortalet til Gjennomføringsdirektivet avsnitt 45

Opplysningsplikten ved investeringsrådgivning knytter seg altså særlig til egenskaper ved de finansielle instrumentene.

Bergo uttaler på generelt grunnlag at ”verdipapirforetakene har sine konsesjoner fra Kredittilsynet for å yte investeringstjenester, ikke for å opptre som profesjonelle barnepiker for spekulanter og andre lettsindige.”⁶⁰ Som vi skal se under punkt 5 om den såkalte egnethetstesten må dette utgangspunktet for investeringsrådgivnings vedkommende modifieres.

I vpf. § 10-12 er det ramset opp en god del opplysninger av formell art som verdipapirforetaket må gi om seg selv og de tjenestene det tilbyr. I vpf. § 10-13 nevnes hvilke opplysninger verdipapirforetaket må gi om de finansielle instrumentene når det er relevant, blant annet ”en forklaring av virkningen av lånefinansiering”, jfr. vpf. § 10-13 1. ledd bokstav a), og en ”dekkende beskrivelse” av visse egenskaper ved sammensatte produkter, jfr. vpf. § 10-13 1. ledd bokstav c). Behovet for informasjon om virkningen av lånefinansiering og visse egenskaper ved sammensatte produkter vil bli belyst under behandlingen av Røeggen-saken og Fokus Bank-dommene senere i avhandlingen.

Det følger av forarbeidene⁶¹ at opplysningene kan gis i et standardisert format. Det vises til at ”slik informasjon for eksempel kan formidles gjennom verdipapirforetakets forretningsvilkår eller gjennom standardformuleringer myntet på den aktuelle situasjon.”

Bergo legger til grunn at verdipapirforetakene typisk utformer informasjonsdokumenter hvor de ”presenterer seg og informerer generelt om de produktene de omsetter (hva ”aksjer”, ”obligasjoner” og ”derivater” er for noe og hvordan de virker).”⁶²

⁶⁰ jfr. Bergo s. 218

⁶¹ jfr. NOU s. 80

⁶² jfr. Bergo s. 157

4.3 Nærmere krav til de gitte opplysningene

Det fremgår av vphl. § 10-11 3. ledd at informasjonen verdipapirforetak gir kunder skal være ”korrekt, klar og ikke villedende”.

En naturlig forståelse av ordlyden tilsier et krav om objektiv ærlighet og presisjon. Opplysningene skal få kunden til å forstå de forskjellige sider ved en transaksjon, ikke misforstå dem. Ordlyden tilsier at informasjonen som gis skal gi kunden et riktig bilde av investeringen. Dette er et selvfølgelig krav. Hvis ikke dette kravet gjaldt, ville det heller ikke gi mening å stille krav om at noe informasjon skulle gis. Dessuten er formålet bak opplysningsplikten at kunden skal kunne fatte en investeringsbeslutning han forstår konsekvensene av, noe han bare kan gjøre dersom han har et riktig bilde av investeringen.

At det stilles krav om objektiv ærlighet og presisjon har støtte i fortalen til Gjennomføringsdirektivet⁶³, hvor det uttales at ”oplysninger anses for villedende, hvis de har tendens til at vildlede den eller de personer, de er rettet til, eller som vil kunne tænkes at modtage dem, uanset om den person, der giver opplysningene, finder, at de er villedende eller ej eller har til hensigt at gøre dem villedende.”

Det er altså irrelevant om verdipapirforetaket har opptrådt klanderverdig. Det må foretas en objektiv vurdering av de gitte opplysningers egnethet til å gi et uriktig bilde av investeringsrådgivning som investeringstjeneste eller de finansielle instrumenter det gis råd om.

4.4 Om markedsføring og forholdet til markedsføringsloven

Det fremgår av vphl. § 10-11 3. ledd 2. punktum at ”markedsføringsinformasjon” skal ”tydelig angis som sådan”.

⁶³ jfr. fortalens avsnitt 47

Ordlyden ”markedsføringsinformasjon” tilsier opplysninger som gis med det formål å overbevise kunden om å kjøpe tjenester fra verdipapirforetaket, eller å investere på en bestemt måte.

Ordlyden ”tydelig angis som sådan” tilsier at det skal klart fremgå hva som er markedsføringsinformasjon.

Et tilsvarende krav følger av markedsføringsloven⁶⁴ (mfl.) § 3, hvor det heter at markedsføring skal ”utformes og presenteres slik at den tydelig framstår som markedsføring”. Mfl. inneholder også regler om ”god markedsføringsskikk”, jfr. mfl. § 2, og ”urimelig handelspraksis”, jfr. § 6.

Et interessant spørsmål kunne være om mfl. inneholder strengere krav overfor verdipapirforetak enn de som følger av vphl. og vpf.

Når det gjelder regler om ”god forretningsskikk”, herunder regler om opplysningsplikt og om å angi markedsføringsinformasjon som sådan, er man imidlertid på et område som inngår i Gjennomføringsdirektivets saklige virkeområde. Gjennomføringsdirektivet art 4. innebærer da et forbud mot strengere krav overfor verdipapirforetakene enn de som følger av direktivet, unntatt de reglene som oppfyller de nærmere angitte vilkårene i Gjennomføringsdirektivet art. 4.⁶⁵

Det følger diverse krav til verdipapirforetakenes markedsføring av vpf. § 10-9. Et eksempel er at markedsføringsinformasjonen ikke skal ”fremheve potensielle fordeler med en investeringstjeneste eller et finansielt instrument uten også å gi balansert informasjon om relevant risiko”, jfr. vpf. § 10-9 1. ledd bokstav b). Verdipapirforetaket kan altså ikke bare opplyse om hvorfor de gir den aktuelle personlige anbefalingen, de må også informere om argumentene mot å følge anbefalingen.

⁶⁴ lov av 9. januar 2009 nr. 2 om markedsføring

⁶⁵ jfr. Mydske s. 161

4.5 Når må opplysningene gis?

Når de forskjellige opplysningene må gis beror i utgangspunktet på en tolkning av de ulike bestemmelsene som pålegger verdipapirforetakene opplysningsplikt.

Vpfl. § 10-11 2. ledd er taus om når opplysninger i henhold til denne bestemmelsen skal gis. Men ettersom formålet med opplysningene er å sette kunden ”i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning”, er det klart at opplysningene må gis før investeringsbeslutningen skal fattes.

Det er videre viktig at kunden får tid til å sette seg inn i opplysningene før beslutninger skal treffes.

Dette gjaldt også før vedtagelsen av vpfl. av 2007. I en sak⁶⁶ hos Bankklagenemnda gjaldt klagen en investering på 350 000,- i aksjefond, foretatt på bakgrunn av en telefonsamtale mellom en rådgiver i en bank og klager. Bankklagenemnda uttalte at en ”akseptabel rådgivning overfor en vanlig forbruker ved pengeplasseringer [innebærer] blant annet at en eventuell beslutning om en slik plassering først tas etter at det er gitt tid til overveielser og at forbrukeren har fått utdelt relevant informasjonsmateriell som hun kan studere før hun bestemmer seg.”⁶⁷

Det følger av vpfl. § 10-10 1. ledd at opplysninger om avtalen om investeringsrådgivningen og opplysninger om verdipapirforetaket og dets tjenester, jfr. vpfl. § 10-12, skal gis i ”god tid” før avtalen inngås eller oppfylles. Det følger videre av vpfl. § 10-11 1. ledd at opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene, jfr. vpfl. § 10-13, om oppbevaring av kunders finansielle instrumenter og midler, jfr. vpfl. § 10-14, og om omkostninger og gebyrer, jfr. vpfl. § 10-15, skal gis i ”god tid” før verdipapirforetaket yter investeringsrådgivningen.

Ordlyden ”god tid” tilsier en skjønnsmessig helhetsvurdering, hvor informasjonens omfang og kompleksitet står sentralt, men også den aktuelle investeringens omfang og kompleksitet.

⁶⁶ jfr. BKN 2002-116

⁶⁷ om at kunden skal gis tid til å områ seg, se også BKN 2003-018 og BKN 2003-040

Det fremgår av Gjennomføringsdirektivet at ”når det fastslås, hvad det vil sige at give oplysninger i tilstrækkelig god tid før et tidspunkt, der er specificeret i dette direktiv, bør et investeringsselskab i lyset af, hvor hastende situationen er, og hvor meget tid kunden skal bruge for at kunne forstå og reagere på de givne oplysninger, tage højde for kundens behov for tilstrækkelig tid til at læse og forstå dem, før den pågældende træffer beslutning om at investere. En kunde kan forventes at skulle bruge mindre tid på at gennemgå oplysninger om et enkelt eller standardiseret produkt eller en enkel eller standardiseret tjenesteydelse af en type, som kunden tidligere har erhvervet, end oplysninger om et kompleks eller ubekendt produkt eller en kompleks eller ubekendt tjenesteydelse.”⁶⁸

4.6 Røeggen-saken

Den 15. juni 2010 falt dom⁶⁹ i den såkalte Røeggen-saken. Saken gjaldt salg av lånefinansierte strukturerte spareprodukter fra en bank, DnB NOR, til en ikke-profesjonell investor. Rettslig grunnlag var avtaleloven⁷⁰ (avtl.) § 36. Avtalen ble satt tilside som stridende mot rimelighet. Brudd på vphl. av 1997 § 9-2 ble brukt som argument.

Vphl. av 2007 var ikke anvendelig i saken, da avtaleinngåelsen og oppfyllelsen skjedde før den trådte i kraft. Dommen er likevel interessant, fordi den gir uttrykk for en del synspunkter om opplysningsplikten for verdipapirforetak som ut fra rettens resonnement også må gjelde etter vedtagelsen av vphl. av 2007.

Om bruken av denne dommen viser jeg også til Hymer, som uttaler på generelt grunnlag at ”den rettspraksis som finnes om tolkningen av begrepet god forretningsskikk fra tiden før implementeringen av MiFID-direktivet antas fortsatt å ha betydning for tolkningen

⁶⁸ jfr. fortalet til Gjennomføringsdirektivet avsnitt 48

⁶⁹ TOSLO-2009-88470 (heretter kalt dommen i fotnotene)

⁷⁰ lov av 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer

av standarden. Standarden er ikke endret, men er kun blitt mer omfattende og detaljert.”⁷¹

Dommen er avsagt under dissens, det er en tingrettsdom, og den er anket, og er dermed ikke rettskraftig. Dens rettskildemessige vekt er altså høyst diskutabel. Den er imidlertid avsagt nylig, og saken har fått mye omtale i mediene. Den antas derfor å være av stor interesse.

Et hovedspørsmål i dommen var om avtalen ”er urimelig når den er så dårlig egnet til å gi avkastning, når dessuten markedsføringen gav inntrykk av at produktene var meget godt egnet til å gi avkastning.”⁷²

Jeg tolker dommen på dette punkt som at problemstillingen var om opplysningene banken hadde gitt om produktenes avkastningspotensial, var mangelfulle og/eller villedende.

Retten utledet opplysningsplikten for banken dels av avtl. § 36 og dels av vphl. av 1997 § 9-2 om god forretningsskikk.⁷³

Rettens flertall, dissens 2-1, la til grunn at ”kontrakten virket og ble presentert som forlokkende, men at nærmere analyse har vist at den bestod av to deler som hver for seg og i sum var ugunstige. Informasjonen var generelt for dårlig.”⁷⁴

Et forhold som retten fant at det ikke var opplyst om, var at de finansielle produktene var sammensatte.⁷⁵ Det synes som om retten legger en del vekt på at det ikke ble opplyst om dette. Produktene var ”satt sammen av en innskudds- eller obligasjonsdel og en

⁷¹ jfr. Hymer s. 186

⁷² jfr. dommen s. 14

⁷³ jfr. dommen s. 15

⁷⁴ jfr. dommen s. 15-16

⁷⁵ jfr. dommen s. 16

derivatdel der kundens avkastning er knyttet til indekser eller andre nærmere definerte markedsvariabler, som aksjer [...]”⁷⁶

Retten forklarer at ”det banken gjorde, var altså å kjøpe opsjoner for 27 prosent av... pengene. Resten, 73 prosent... var med vanlig forrentning mer enn nok til å sikre banken muligheten for å oppfylle hovedstolsgarantien. Man kan med andre ord si at det sammensatte produktet var en koblingshandel, der obligasjonseierne dels kjøpte et risikoprodukt, dels lånte banken penger. Hvilken betydning hadde så dette for en obligasjonseier? Kort fortalt var det at han betalte en overpris, mer enn om han hadde ”kjøpt” disse produktene hver for seg.”⁷⁷

Retten konkluderer på s. 18 med at ”det [er] klart at banken burde ha opplyst om koblingen. Dette kan forankres i den lojalitetsplikt partene har overfor hverandre etter avtaleloven. Men det er enklere å vise til vphl. av 1997 § 9-2, hvor opplysningsmangelen mer eller mindre klart støter an mot flere delbestemmelser.”

Ettersom vphl. av 2007 § 10-11 ikke stiller lavere krav til verdipapirforetakene enn det vphl. av 1997 § 9-2 gjorde, kan en gå ut fra at rettens standpunkt også gjelder etter vphl. av 2007 § 10-11.

Om bankens markedsføring av de finansielle produktene uttaler retten at ”den var ikke rettet mot profesjonelle, men mot alminnelige mennesker, småsparere som gjennom brosjyrene ble stilt i utsikt at de kunne rykke opp i en slags elite som ”investorer”. Brosjyrene og ”det løse ark” fremviser generelt en urimelig begeistring for og understrekning av faktorer som tilsier at det blir stor og god avkastning. Tendenser eller muligheter for det motsatte gis liten plass.”⁷⁸ Dette ville man nå kunne subsumere under vpf. § 10-9 1. ledd bokstav b) om ikke å fremheve fordeler uten også å gi balansert informasjon om risikoen.

⁷⁶ jfr. forskrift av 25. september 2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter § 2 bokstav a).

⁷⁷ jfr. dommen s. 16

⁷⁸ jfr. dommen s. 19

Det virker som om retten retter kritikk mot bankens bruk av begrepet ”investorer” i sin markedsføring. Til dette er det bare å si at ”investorer” er en helt vanlig betegnelse på de som kjøper aksjer og obligasjoner, og det er derfor ikke et kritikkverdig forhold ved markedsføringen.

Røeggen hadde lånefinansiert sin investering. Dette var etter rettens argumentasjon ikke avgjørende for resultatet, men retten omtaler likevel forholdet. Retten finner at ”lånet fremtrer for obligasjonsdelens vedkommende som en ren fiksjon. Det er ikke et lån til en reell investering. Det er ikke engang lån for at låntageren skal låne beløpet videre ut til en annen bank. Røeggen lånte 365 000 kroner av banken for å kunne låne det samme beløpet til banken. Røeggen betalte 8,37 prosent rente på sitt lån av banken, og banken betalte 5,39 prosent rente på sitt lån av Røeggen... **Den eneste realitet av denne delen av lånet, var således at Røeggen betalte en årlig avgift til banken på ca. 3 prosent av 365 000 – altså ca. 11 000 kroner.** Hvis man skal si at denne avgiften var for noe, måtte det være for å få lov til å eie den delen av opsjonen som han hadde betalt fullt ut.”⁷⁹ (min uthevning)

Avtalen mellom banken og Røeggen var altså, i hvert fall etter rettens mening, ikke heldig for Røeggen. Men retten ville etter egen argumentasjon, jfr. ovenfor, godtatt dette dersom banken hadde opplyst klarere om konstruksjonen. Det kan synes noe underlig at retten reagerer så sterkt på at Røeggen måtte betale banken det retten kaller en ”avgift”: banken må jo ha en avanse på produktene de selger, til dekning av kostnader og til fortjeneste. Og banken hadde opplyst Røeggen om hva han måtte betale for produktet han kjøpte. Dersom banken hadde tilbudt Røeggen en ren opsjon istedenfor det strukturerte produktet ville den ha måttet ta seg betalt for det.

I tillegg er det egnet for diskusjon at banken får såpass kritikk for konstruksjonen. Banken opplyste Røeggen om hva banken ville yte. Hvordan banken ville sikre seg for å kunne yte i henhold til avtalen kan man argumentere for at er i utgangspunktet Røeggen uvedkommende. Men retten kritiserer altså banken for ikke å gi tilstrekkelig informasjon om realiteten i transaksjonen med Røeggen.

⁷⁹ jfr. dommen s. 20

Vphl. av 2007 inneholder ikke noe forbud mot å inngå dårlige avtaler. En investeringsrådgiver kan imidlertid ikke anbefale finansielle produkter som ikke ”egner seg” for investoren, jfr. nedenfor under punkt 5. Det er diskutert om lånefinansierte produkter av typen Røeggen kjøpte ”egner seg” for noen.⁸⁰

5 Egnethetstesten

Jeg har nå redegjort for verdipapirforetakenes opplysningsplikt overfor ikke-profesjonelle investorer. I det følgende skal jeg se på krav til verdipapirforetakenes kunnskap om kundene sine, og hva den personlige anbefalingen en investeringsrådgiver gir kan gå ut på.

Det fremgår av vphl. § 10-11 4. ledd 1. punktum at verdipapirforetak som yter ”investeringsrådgivning” skal ”innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål.” Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som ”egner” seg for vedkommende, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd 2. punktum.

Vphl. § 10-11 4. ledd gjennomfører MiFID art. 19 4. ledd.⁸¹

5.1 Hvorfor skal verdipapirforetaket innhente opplysninger om kunden?

Som jeg nevnte tidligere i avhandlingen er det ved ”investeringsrådgivning” mottagerens forhold som skal stå i fokus. Den personlige anbefalingen skal være tilpasset investorens egenskaper og mål, jfr. under punkt 2.1.

Vphl. § 10-11 4. ledd 2. punktum, jfr. 1. punktum, stiller derfor krav om at verdipapirforetaket foretar undersøkelser som setter foretaket i stand til å anbefale investeringstjenesten og de finansielle instrumenter som ”egner” seg for kunden.

⁸⁰ jfr. Ekeland s. 211-212

⁸¹ jfr. prp. s. 437

Det følger av forarbeidene at ”bestemmelsen om egnethetstest styrker beskyttelsen av investor”⁸², og at den ut fra dette hensynet er viktig⁸³. Departementet legger til grunn at ”kunden (investor) er i... rådgivnings- og forvaltningstilfeller avhengig av å kunne stole på at verdipapirforetaket tilpasser sine tjenester til det nivå – erfarings- og kunnskapsmessig – som kundens forhold tilsier. Det er store forskjeller mellom de enkelte kunder, og investeringstjenestene rådgivning og forvaltning er nettopp kjennetegnet av at de må tilpasses de personlige forhold ved den enkelte investor.”⁸⁴

Behovet for egnethetstest er også anerkjent i juridisk teori. Bergo anfører at egnethetstest har sin bakgrunn i at investeringsrådgivning ”etter sin art skal være spesialtilpasset den enkelte kunde.”⁸⁵

Hagstrøm mener at ”i mange tilfeller har kunden – forbrukeren – ikke tilstrekkelige forutsetninger til å vurdere produktet og dets egnethet, og er henvist til å bygge på rådgiverens vurdering.”⁸⁶ Ettersom kundens kunnskap og erfaring skal vektlegges i vurderingen av hva som ”egner seg” for kunden, jfr. under punkt 5.2, kan nok ikke en investeringsrådgiver slå seg til ro med en slik tankegang.

5.2 Hvilke opplysninger må verdipapirforetaket innhente?

Verdipapirforetaket ”skal innhente” ”nødvendige” opplysninger om ”kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde”, samt opplysninger om ”kundens finansielle situasjon og investeringsmål”, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd 1. punktum.

⁸² jfr. prp. s. 437

⁸³ jfr. prp. s. 105

⁸⁴ jfr. prp. s. 105

⁸⁵ jfr. Bergo s. 160

⁸⁶ jfr. Viggo Hagstrøm, ”Bankenes ansvar for finansiell rådgivning, særlig ved formidling av spareprodukter til forbrukere” i *Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder. Festskrift til Mads Henry Andenæs 70 år*, Oslo 2010 s. 62-85 (s. 62)

Ordlyden ”skal innhente” tilsier en absolutt plikt for verdipapirforetaket til å anskaffe de nevnte opplysningene. Det fremgår av forarbeidene⁸⁷ at ”... verdipapirforetaket pålegges en aktiv plikt til å skaffe til veie de opplysningene som kreves...”

Det er slått fast i vpf. § 10-16 4. ledd at verdipapirforetakene ikke skal ”gi råd til kunden om investeringstjenester eller finansielle instrumenter” dersom de ikke får de opplysninger som kreves etter vphl. § 10-11 4. ledd.

Bergo legger til grunn at ”har foretaket ikke de nødvendige opplysninger kan foretaket ikke yte den aktuelle tjeneste.”⁸⁸

En naturlig språklig forståelse av ”det aktuelle investeringsområde” tilsier det saklige området de finansielle instrumentene kunden eventuelt skal investere i, knytter seg til, for eksempel energisektoren. Ordlyden er imidlertid vid, og også geografisk investeringsområde faller innunder en naturlig forståelse.

Ordlyden kan også tolkes dit hen at vilkåret også sikter til typen finansielt instrument. Denne tolkningen støttes av formålet om å kunne sette verdipapirforetaket i stand til å anbefale ”de finansielle instrumenter” som egner seg for kunden, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd 2. punktum.

Ordlyden ”kundens finansielle situasjon og investeringsmål” tilsier hvor mye penger kunden har, hvor mye han har råd til å investere, hvor høy avkastning han søker, hvilken risiko han er villig til å ta og eventuelt andre sider ved ønsket hans om å investere.

Hvilke opplysninger om de nevnte forhold som er ”nødvendige”, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd 1. punktum, beror etter ordlyden på en skjønsmessig vurdering.

Vpf. § 10-16 spesifiserer at blant de opplysninger som innhentes skal det være opplysninger om kundens inntektsforhold, aktiva, herunder likvide aktiva, investeringer

⁸⁷ jfr. prp. s. 105

⁸⁸ jfr. Bergo s. 160

og fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser, jfr. 2. ledd, og kundens investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen, jfr. 3. ledd.

I vpf. § 10-18 er det med bakgrunn i Gjennomføringsdirektivet gitt nærmere regler om hvilke opplysninger om en kundes ”kunnskap og erfaringer” som må innhentes. Verdipapirforetaket må innhente opplysninger om de typer tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter kunden har kunnskap om, jfr. bokstav a), arten, antallet og hyppigheten av kundens transaksjoner i finansielle instrumenter og den periode de er blitt gjennomført, jfr. bokstav b), og kundens utdanning og arbeidserfaring, jfr. bokstav c).

5.3 Hva kan verdipapirforetaket anbefale?

Verdipapirforetaket har altså en plikt til å innhente informasjon som skal ”sette [det] i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg” for kunden, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd 2. punktum. Meningen må da være, selv om det ikke fremgår uttrykkelig av ordlyden, at de også skal anbefale nettopp den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som ”egner seg” for kunden.

Dette standpunktet har støtte i CESRs rundskriv, hvor det fremgår at ”... a recommendation of a product that is not suitable for the investor would constitute a breach of the rules on suitability (in Article 19(4) of MiFID and Article 35 of the MiFID Implementing Directive)...”⁸⁹

Bergo formulerer det slik at ”foretaket skal innhente informasjon om kunden, og det skal vurdere den enkelte investering opp mot denne informasjonen.”⁹⁰

Bergos formulering er i tråd med forarbeidene⁹¹, hvor det uttales at ”verdipapirforetaket skal gjøre en selvstendig vurdering av kunden, ut fra de opplysningene som innhentes, i forhold til den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys.”

⁸⁹ jfr. CESRs rundskriv s. 11, avsnitt 46

⁹⁰ jfr. Bergo s. 159-160

⁹¹ jfr. prp. s. 105

Her forutsettes det naturligvis at det er investeringstjenesten ”investeringsrådgivning” som ”egner seg” for kunden.

En problemstilling har vært om verdipapirforetaket har en plikt til å anbefale de finansielle instrumentene som ”egner seg” best for kunden, eller om det er tilstrekkelig at de bare ”egner seg”.⁹²

Å kreve at verdipapirforetaket skal finne det beste produktet for kunden kan hevdes å være i tråd med bestemmelsens formål, som er å styrke beskyttelsen for investorer som trenger hjelp til å finne ut hva de bør investere i.

Et krav om at verdipapirforetaket skal finne det produktet som ”egner seg” best for kunden har imidlertid ikke støtte i ordlyden, ei heller i ordlyden i MiFID art. 19 4. ledd.

Det er videre, med bakgrunn i Gjennomføringsdirektivet art. 35, stilt mer detaljerte krav i vpf. § 10-16 til hva som ”egner seg” for investorer, og disse inkluderer ikke et krav om at det anbefalte produktet skal være det som ”egner seg” best.

Den tidligere nevnte bestemmelse i Gjennomføringsdirektivet art. 4 står i veien for å pålegge verdipapirforetak ytterligere forpliktelser på områder som dekkes av Gjennomføringsdirektivet, og som ikke har hjemmel i direktivet.

Det kan for øvrig anføres at det i det hele tatt er vanskelig, om ikke umulig, å vite hvilket produkt som ”egner seg” best i fremtiden, i og med at ingen vet sikkert hvordan markedene utvikler seg. Og det er heller ikke klart hva som gjør at et produkt kan kalles best. Verdipapirforetakene kan koble kundens forventinger med et produkts karakteristika, men det kan nok være vanskelig å sammenligne produkter opp mot hverandre.

⁹² jfr. Kredittilsynets brev til Glitnir Privatøkonomi AS av 10. april 2008 s. 3 og Kredittilsynets brev til Caveo ASA av 24. juni 2008 s. 2

Det må etter dette være tilstrekkelig at de anbefalte produktene ”egner seg” for kunden, jfr. vphl. § 10-11 4. ledd.

Ordlyden ”egner seg” tilsier det som er i stand til å oppnå formålet.

Investeringsrådgiveren skal altså anbefale de investeringsalternativene, de finansielle instrumentene som kan møte investorens formål med investeringen.

Det fremgår av fortalen til Gjennomføringsdirektivet⁹³ at en transaksjon kan være uegnet for en kunde ”på grund af risiciene ved de involverede finansielle instrumenter, transaksjonens type, ordrens art eller handelshyppigheden. En række transaktioner, der hver især er egnede, når de betragtes isoleret, kan være uegnede, hvis anbefalingen eller beslutningen om at handle gives eller træffes med en hyppighed, der ikke er i kundens beste interesse.”

Det følger av vpf. § 10-16 1. ledd at de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen skal være ”i samsvar med kundens investeringsmål”, jfr. bokstav a). De skal også være ”slik at kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen”, jfr. bokstav b), og ”slik at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen”, jfr. bokstav c).

Om en transaksjon oppfyller de nevnte kriterier må bero på en konkret vurdering av hver enkelt transaksjon sett opp mot den aktuelle investorens forhold.

Bergo skriver at det er ”blitt anført at bestemmelsene om egnethets- og hensiktsmessighetstesting medfører en betydelig restriksjon for verdipapirforetakenes virksomhet i forhold til ikke-profesjonelle kunder, særlig med henblikk på såkalte sammensatte produkter så som BMAer og AIOer og andre instrumenter med derivatелеmenter, eksempelvis ”warrants”⁹⁴. Kredittilsynet la i rundskriv 4/2008 til grunn at ”en ikke-profesjonell kunde normalt ikke vil ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter”. Bergo skriver videre at ”mange av disse produktene har komplekse formler, men konseptet med å bytte

⁹³ jfr. fortalens avsnitt 57

⁹⁴ jfr. Bergo s. 161

bankrente mot en avkastning basert på en aksjeindeksutvikling er enkelt nok. Å si at folk flest er for ”dumme” til å forstå risikoen med det er ikke holdbart.”⁹⁵

Egnetstesten er en konkret vurdering investeringsrådgiveren må foreta, og myndighetene kan ikke ”låse fast” dette skjønnet ved å gi generelle regler eller føringer av hva som er egnet for ikke-profesjonelle kunder,⁹⁶ se ovenfor under punkt 3.2.

Uttalelsen fra Kredittilsynets rundskriv kan med litt velvilje tolkes i den retning av at det skal mye til før et sammensatt spareprodukt anses som egnet.

At investoren forstår risikoen er heller ikke tilstrekkelig, det finansielle instrumentet må også være ”i samsvar med kundens investeringsmål”, jfr. vpf. § 10-16 bokstav a).

Kundens investeringsmål varierer fra person til person, men det er naturlig å legge til grunn som utgangspunkt at såfremt den for kunden maksimale risiko ikke overskrides, gjelder det et mål om maksimal avkastning.

5.4 Fokus Bank – sakene

Den 18.10 2010 avsa Frostating lagmannsrett dom⁹⁷ i en sak mellom Tvette Holding AS og Fokus Bank. Saken gjaldt krav om heving og erstatning etter at en investering i en ihendehaverobligasjon hadde fått et svært negativt utfall. Retten fant, i likhet med tingretten, at saksøkte ikke hadde brutt reglene om god forretningsskikk ved sin investeringsrådgivning, jfr. vphl. av 1997 § 9-2.

I og med at dette er en lagmannsrettsdom, antas det at den har større rettskildemessig vekt enn tingrettsdommene jeg viser til i denne avhandlingen. Det skal imidlertid bemerkes at heller ikke denne dommen er rettskraftig i skrivende stund, og også denne dommen er avsagt under dissens (riktignok 4-1).

⁹⁵ jfr. Bergo s. 161

⁹⁶ jfr. Mydske s. 168

⁹⁷ 10-016348ASD-FROS (heretter kalt dommen² i fotnotene)

Ihendehaverobligasjonen var en obligasjon utstedt av den nederlandske banken ING, og solgt til kunder i Norge av Fokus bank, deriblant Tvette Holding AS. Avkastningen på obligasjonen var knyttet til et fond som hadde investert i lån til amerikanske bedrifter (såkalte Senior Bank Loans). Investeringen var gearret på den måten at for hver del en kunde investerte, investerte ING 3 deler. Kundens risiko og potensielle avkastning ble dermed firedoblet.

Lagmannsretten bemerket innledningsvis at ”det er enighet om at Fokus Bank ikke kan klandres for ikke å ha forutsett finanskrisen ved markedsføring og salg av Noten. Dette er et moment som etter lagmannsrettens syn er viktig når det skal foretas en vurdering av risikobildet ved investeringen i april 2007.”⁹⁸

Lagmannsretten drøfter så om Fokus Bank har gitt Tvette Holding AS tilstrekkelig informasjon om obligasjonen.

På den ene siden anså lagmannsretten det som ”ikke tvilsomt at Noten må anses som et komplisert investeringsprodukt...”⁹⁹

På den annen side satt lagmannsretten ”med det bestemt inntrykk av at Tore Tvette er en person med betydelig innsikt i sine økonomiske anliggender... en erfaren investor.”¹⁰⁰
Og retten la til grunn at Tvette ”hele tiden har tatt aktivt del i investeringsbeslutningene...”¹⁰¹

Tvette Holding AS anførte at Fokus Bank hadde fokusert for mye på risikoen for at bankene skulle misligholde lånene sine i sin rådgivning, og underkommunisert risikoen knyttet til kurssvingninger i SBL-markedet.

Om dette uttaler lagmannsrettens flertall at ”Flertallet kan vanskelig se at det var forhold på tegningstidspunktet som tilsa at Fokus Bank i større grad burde ha hatt større fokus på andre risikoelementer... Etter flertallets syn ga en nøktern risikovurdering, ex

⁹⁸ jfr. dommen2 s. 16

⁹⁹ jfr. dommen2 s. 17

¹⁰⁰ jfr. dommen2 s. 17

¹⁰¹ jfr. dommen2 s. 17

ante pr april 2007, ikke grunnlag for å frykte noe kursfall på Noten på grunn av dramatisk uro i finansmarkedet...¹⁰² Nedenfor vil det fremkomme at Oslo tingrett har et annet syn på dette punkt.

Om risikoen knyttet til svingninger i SBL-markedet uttaler lagmannsretten tidlig at det at ihendehaverobligasjonen ”kunne bli gjenstand for markedsmessige svingninger, måtte Tvette Holding AS selvsagt være inneforstått med.”¹⁰³

Lagmannsretten konkluderer med at ”det samlet sett, ble gitt – og gjort tilgjengelig – tilstrekkelig informasjon for Tvette Holding AS om [mulighetene for tvungen terminering, renterisikoen, rebalansering og risikoen knyttet til gearingen].”¹⁰⁴ Når det gjelder det at informasjonen ble ”gjort tilgjengelig”, synes det som om retten legger stor vekt på Tvette Holding AS sin manglende vilje til å sette seg inn i informasjonsdokumentene de fikk fra Fokus Bank. Retten bruker ordene ”oppsiktsvekkende og skjødesløst.”¹⁰⁵

På ett punkt retter lagmannsretten skarp kritikk mot Fokus Bank. Tvette Holding AS sin rådgiver i Fokus Bank unnlot å fylle ut et skjema kalt ”Rådgivning om sammensatte produkter”, som skulle sørge for dokumentasjon av rådgivningsprosessen. Dette var et brudd på bankens interne retningslinjer. Retten uttaler at ”brudd på bankens interne retningslinjer medfører ikke uten videre at det foreligger ansvar etter § 9-2. Det vil likevel være et sentralt moment ved ansvarsvurderingen om retningslinjene er overholdt, i det retningslinjene er utarbeidet blant annet med det siktemål å sørge for at rådgivningen skjer innenfor rammene av ”god forretningsskikk”. Jo grovere overtredelser av retningslinjene, jo mer taler dette for at det foreligger brudd på denne normen.”¹⁰⁶

Etter mitt syn kan det diskuteres om dette er riktig rettsanvendelse. En plikt for banken til å følge sine interne retningslinjer har ikke støtte i lovens ordlyd, forarbeider eller

¹⁰² jfr. dommen2 s. 27

¹⁰³ jfr. dommen2 s. 20

¹⁰⁴ jfr. dommen2 s. 33

¹⁰⁵ jfr. dommen2 s. 35

¹⁰⁶ jfr. dommen2 s. 34

forskrifter. Det å fylle ut skjemaet kan bidra til å sikre at kunden får informasjon, og til å sikre bevis for at det har skjedd. Men det må være ikke å gi kunden informasjonen som vil være i strid med vphl. av 1997 § 9-2.

Den 25. mai 2010 ble det avsagt dom¹⁰⁷ i Oslo tingrett, også med Fokus Bank som saksøkt, men med 29 andre saksøkere. Saken gjaldt krav om erstatning for tap knyttet til samme finansielle instrument som i den ovenfor omtalte lagmannsrettsdommen. Tingretten fant at saksøkte hadde brutt reglene om god forretningsskikk, jfr. vphl. av 1997 § 9-2. Men retten la også ”for så vidt til grunn at Fokus’ handlinger og unnlaterelser også ville vært overtredelse av någjeldende lov § 10-11.”¹⁰⁸

Tingretten mente at ”det klare utgangspunkt for vurderingen av risiko ved investeringer er at den som investerer selv har risikoen for hvordan investeringen utvikler seg,”¹⁰⁹ og at ”det er viktig å fokusere på at vurderingen skal skje ex ante, dvs. at man skal forholde seg til situasjonen slik den var våren 2007.”¹¹⁰

Det tingretten bebreidet Fokus Bank for, var at det ble utarbeidet prognoser for forventet avkastning basert på historisk utvikling av et annet produkt som ikke var sammenlignbart med henhold til risiko, at Indicative Term Sheet (et avtaleark med en del informasjon om obligasjonen) ikke ble oversatt til norsk, og at de tekniske begreper som ble benyttet og de mekanismer og prosedyrer som er omtalt i dette ikke er blitt nærmere forklart. Videre mente tingretten at Fokus Bank hadde ensidig vektlagt misligholdsrisikoen, mens den mer nærliggende og konsekvensmessig betydelige risikoen knyttet til kursfall ikke ble viet oppmerksomhet. Fokus Bank fikk også kritikk for utilstrekkelig opplæring av sine egne rådgivere, og at Fokus Bank ikke anbefalte potensielle investorer å søke uavhengig, fagkyndig bistand.

At risikoen knyttet til kursfall ikke ble viet så stor oppmerksomhet kan kanskje forklares med at alle investeringer i fond er utsatt for risiko for markedssvingninger. Dette skyldes at verdien på en investering i et fond avhenger av markedsutviklingen for de

¹⁰⁷ 09-071335TVI-OTIR/02 (heretter kalt dommen³ i fotnotene)

¹⁰⁸ jfr. dommen³ s. 48

¹⁰⁹ jfr. dommen³ s. 34

¹¹⁰ jfr. dommen³ s. 35

formuesgodene som fondet er investert i. Og dette er kanskje så grunnleggende informasjon at det er rimelig å kreve at investorer som investerer 500 000 kr og oppover har kunnskap om den.

Videre bør det påpekes at den risikoen som Fokus Bank informerte godt om, risikoen knyttet til mislighold hos låntagerbankene, er normalt sterkt knyttet til markedssvingningene. Risikoen for at bankene misligholder har normalt avgjørende betydning for markedskursen.

Det kan reises spørsmål ved om tingretten stiller for lave krav til investorene. Investeringene var alle på 500 000 kr og oppover, og det er da rimelig å kreve at investorene har en aktiv tilnærming til rådgiveren dersom de ikke forstår den informasjonen de får presentert. I tillegg synes det som om retten ikke vektlegger investorenes profesjonalitet i vurderingen av om rådgivningen tilfredsstillende kravet om god forretningskikk, bare under spørsmålet om reklamasjon har skjedd rettidig.

Kritikken om at Fokus Bank ikke anbefalte potensielle investorer å søke uavhengig, fagkyndig bistand er nok grunnløs. Oppfordringen stammer fra en lignende oppfordring i et dokument fra ING til Fokus Bank om ikke å selge til ikke-erfarne investorer, med mindre investoren fikk profesjonell bistand. Det gjorde nettopp alle saksøkerne, av Fokus Bank.

6 Avsluttende bemerkninger

Vi har nok ikke sett den siste dommen med Fokus Bank som saksøkt på grunn av den omstridte ihendehaverobligasjonen, og vi har heller neppe sett den siste dommen om investeringsrådgivning generelt.

Nøyaktig hvilken innvirkning den relativt nye bestemmelsen i vphl. § 10-11 vil ha på investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle investorer er ennå litt tidlig å si. Tyrhaug og Mydske mener at ”investorene vil nyte godt av MiFID, ved at de gis nye og mer

presise rettigheter i forhold til tidligere.”¹¹¹ Uttalelsen gjelder riktignok MiFID generelt, men det er særlig de bestemmelsene som er behandlet i denne avhandlingen som gir nye og mer presise rettigheter til investorene. Men Tyrhaug og Mydske antar på den annen side at det kan bli kostnadskrevenende for verdipapirforetak å forholde seg til ikke-profesjonelle.¹¹²

Norges Bank hadde et utelukkende positivt syn vphl. § 10-11 da lovforslaget var ute på høringsrunde. Norges Bank uttalte at de hadde ”merket seg den presiseringen det gis av investeringsrådgivningen, og mener bestemmelsen vil legge til rette for bedre kvalitet på og kontroll med slik investeringsrådgivning.”¹¹³

Det kan diskuteres hvorvidt investorene har fått for gode rettigheter. Dersom kravet om at investeringsrådgiveren bare skal anbefale finansielle instrumenter som er ”egnet” for investoren, tolkes for strengt, kan man risikere at mange verdipapirforetak lar være å tilby investeringsrådgivning. Dersom en anbefaling til en investor om å kjøpe eller ikke kjøpe lett leder til ansvar for rådgiveren, vil risikoen knyttet til investeringen også til en viss grad overføres fra investor til rådgiver. Dette er nok en risiko mange verdipapirforetak ikke vil være villige til å påta seg.

Bergo skriver i samme retning at ”det nye ”MiFID-regelverket” etablerer en mer formalisert struktur for kundehåndteringen, som i praksis må antas betydelig å skjerpe kravene og øke risikoen for konsesjonsmessige problemer og ansvarseksposering for de verdipapirforetak som er for ”lemfeldige” med hensyn til hvilke produkter de megler for eller selger til ikke-profesjonelle kunder.”¹¹⁴

Man risikerer at det beste blir det godes fiende; for strenge krav til verdipapirforetakene kan gjøre at de velger ikke å tilby tjenesten investeringsrådgivning, som det er et reelt behov for i samfunnet.

¹¹¹ jfr. Mydske s. 180

¹¹² jfr. Mydske s. 168

¹¹³ jfr. prp. s. 46-47

¹¹⁴ jfr. Bergo s. 157

7 Kilder

Lover/forskrifter

Lov av 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtl.)

Lov av 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp (kjl.)

Lov av 17. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl. av 1997)

Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.)

Lov av 9. januar 2009 nr. 2 om markedsføring (mfl.)

Verdipapirforskriften av 29. juni 2007 nr. 876 (vpf.)

Forskrift av 25. september 2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter

Direktiver

Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)

Direktiv 2006/73/EF (Gjennomføringsdirektivet)

Forarbeider/Etterarbeider

NOU 2006:3 ”Om markeder for finansielle instrumenter”

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

Ot.prp. 79 (1991-1992) ”Om lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS), mv.”

”Understanding the definition of advice under MiFID”, utgitt 14. oktober 2009 av Committee of European Securities Regulators

Høyesterettspraksis

Rt-2000-679, Investa-dommen

Rt-2000-1811, Finanger I-dommen

Underrettspraksis

TOSLO-2009-88470, Røeggen-saken (dommen)

10-016348ASD-FROS, lagmannsrettsdommen hvor Fokus Bank vant (dommen2)

09-071335TVI-OTIR/02, tingrettsdommen hvor Fokus Bank tapte (dommen3)

Bankklagenemnda

BKN 2002-116

BKN 2003-018

BKN 2003-040

Forvaltningspraksis

Kredittilsynets brev til Glitnir Privatøkonomi AS av 10. april 2008

Kredittilsynets brev til Caveo ASA av 24. juni 2008

Juridisk litteratur

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 3. utgave (Oslo 2010)

Knoph, Ragnar, *Rettslige standarder* (Oslo 1939)

Hagstrøm, Viggo, "Bankenes ansvar for finansiell rådgivning, særlig ved formidling av spareprodukter til forbrukere" i *Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder. Festskrift til Mads Henry Andenæs 70 år*, Gudmund Knudsen, Kristin Normann og Geir Woxholth (red.) (Oslo 2010) s. 62-85

Hymer, Knut A., ”Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk”, *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2008 s. 183-216

Ekeland, Lars, ”Oppstiller reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven minstekrav til produktene?”, *Tidsskrift for Forretningsjuss*, 2009 s. 183-214

Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore, ”Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn”, *Tidsskrift for forretningsjus*, 2008 s. 152-182

Nettsider

www.finanstilsynet.no

