

**God forretningsskikk etter
verdipapirhandelloven § 10-11**

Særlig om uavhengige investeringsrådgivere

Kandidatnr: 122470

Leveringsfrist: 17. desember 2007

Til sammen 11354 ord

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>2</u>
1.1	PLASSERING AV TEMAET	2
1.1.1	FAKTISK BAKGRUNN.....	2
1.1.2	RETTLIGE RAMMER.....	3
1.1.3	AVGRENSNINGER OG FORUTSETNINGER.....	5
1.2	LEGISLATIVE HENSYN.....	5
1.3	BEGREPER.....	7
1.4	HOVEDPROBLEMSTILLINGER.....	7
<u>2</u>	<u>KRAVET TIL GOD FORRETNINGSSKIKK.....</u>	<u>8</u>
2.1	RÅDGIVNINGSPLIKTEN	8
2.1.1	KRAVET TIL AT PRODUKTET EGNER SEG	9
2.1.1.1	Den særlige problemstilling rundt incentivordninger.....	13
2.1.2	RÅDGIVERS ANSVAR FOR PRODUKTETS KVALITET.....	14
2.1.3	KRAVET TIL AT RISIKOFORSTÅELSE	16
2.1.4	FRARÅDINGSPLIKT.....	18
2.2	INFORMASJONSPLIKTEN	19
2.2.1	INNLEDNING.....	19
2.2.2	KRAVET TIL RELEVANT INFORMASJON.....	20
2.2.3	KRAVET TIL FORSTÅELIG FORM.....	23
2.2.4	OPPHØRER RÅDGIVERS ANSVAR NÅR KUNDEN ØNSKER IKKE YTTERLIGERE INFORMASJON ELLER FORSTÅELSE.....	27
2.2.5	KRAVET TIL KORREKT, KLAR OG IKKE VILLEDENDE INFORMASJON	28
2.2.6	”I GOD TID”-VILKÅRET	30
2.2.7	SAMMENFATTENDE VURDERING AV INFORMASJONSPLIKTEN	33
2.3	BETYDNINGEN AV PORTEFØLJETENKING.....	34
2.4	KONSEKVENSER AV BRUDD	36
<u>3</u>	<u>AVSLUTNING</u>	<u>38</u>
<u>4</u>	<u>LITTERATURLISTE.....</u>	<u>41</u>

1 INNLEDNING

1.1 Plassering av temaet

1.1.1 Faktisk bakgrunn

De siste 10 år har det vokst frem et stadig større antall rådgivere innenfor sparing og plassering. Denne avhandlingen vil fokusere på de såkalte "uavhengige" investeringsrådgivere som distribuerer produkter fra flere fondsforvaltere, banker, forsikringsselskaper mv. Det er viktig å være klar over at en rådgiver i denne forstand også er en selger av produktene han gir råd om. Han er derfor ikke "uavhengig" i betydningen uten egeninteresser, men uavhengig i betydningen tilbyder av produktene mer enn én leverandør.

De uavhengige rådgiverne får typisk ikke sine inntekter direkte fra kundene, men i form av provisjon fra leverandørene sine. Provisjonen er vanligvis angitt som en prosentandel av investert beløp. Satsene varierer vesentlig fra produkt til produkt, avhengig av hva leverandøren selv tjener på forvaltning av produktet. Dette kan potensielt være problematisk. Både fordi det faktisk kan påvirke rådene som blir gitt. Men ikke minst fordi det kan skape tvil, mistanke og usikkerhet om hvorvidt egne inntektsmuligheter har påvirket rådgiveren.

Ved ny lov om verdipapirhandel (heretter vphl)¹ med tilhørende verdipapirforskrift (heretter forskriften)² har lovgiver innført skjerpede krav til verdipapirforetakenes virksomhet, som nå også gjelder de uavhengige rådgivere.

¹ Lov 2007-06-29 nr 75: Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

² FOR 2007-06-29 nr 876: Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)

1.1.2 Rettslige rammer

1. november 2007 trådte ny lov om verdipapirhandel (vphl) i kraft. Loven erstatter tidligere lov om verdipapirhandel av 1997 (heretter tidligere vphl) ³

Med ny lovgivning om verdipapirhandel blir det norske regelverket samkjørt med resten av Europa / EU. Den nye loven er kommet til på bakgrunn av det såkalte MiFID-direktivet ⁴ som pålegger medlemslandene å iverksette ny lovgivning, med svært detaljerte føringer for innholdet.

MiFID er en del av EUs Financial Services Action Plan som blant annet sikter mot å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og dermed medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet. Hovedformålet med MiFID er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet. Et sentralt virkemiddel for å oppnå dette er harmonisering av de nasjonale regelverk, blant annet i forhold til verdipapirforetakenes atferd.

Vphl § 10-11 om ”god forretningsskikk” som er den sentrale bestemmelse for denne avhandlingen, er en direkte oversettelse av MiFID-direktivets artikkel 19. Også de relevante bestemmelser i forskriften er helt tilsvarende bestemmelsene i gjennomføringsdirektivet til MiFID ⁵

Begrepet ”god forretningsskikk” videreføres i norsk rett fra tidligere vphl. Det uttales i Odelstingsproposisjonen (heretter forarbeidene)⁶ at ”MiFID har omfattende og detaljerte regler på dette punktet, og forslaget er utformet for å gjennomføre disse bestemmelsene. Gjeldende norsk rett har regler som ivaretar de samme hensyn som MiFIDs regler, men de norske reglene er ikke så omfattende som MiFIDs.” ⁷

³ LOV 1997-06-19 nr 79: Lov om verdipapirhandel

⁴ Directive 2004/39/EC – Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)

⁵ Directive 2006/73/EF

⁶ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 12.

Etter vphl § 9-1 (1) jf § 2-1 (1) er investeringsrådgivning nå en tillatelsesbelagt tjeneste.

Loven gir mer utfyllende regler enn tidligere om rådgivningssituasjonen. Det synes særlig å gjelde området for den såkalte egnethetstest, hvor det tidligere har vært få lovfestede krav.

”God forretningsskikk” er en såkalt ”rettslig standard”. Forarbeidene uttaler i den forbindelse ”..., men det er klart at bestemmelsen ikke uttømmende vil regulere hva som ligger i en slik standard.”⁸ Innholdet i en rettslig standard vil endre seg over tid i takt med samfunnet for øvrig. I og med at det er slik, vil det kun være formålet - det resultat lovgiver har ønsket å oppnå - som ligger fast i standarden. Her trygg, ordnet og effektiv handel med verdipapirer.

Ved tolking av innholdet i god forretningsskikk vil formålsbetraktninger derfor spille en vesentlig rolle.

Avhandlingen vil søke å klarlegge hvilke rettslige handlingsnormer som påligger rådgiveren. Og det nærmere innholdet av disse kravene vil langt på vei bero på en tolkning av den rettslige standarden. Videre vil avhandlingen behandle forholdet til den nye verdipapirforskriften.

Kildene til tolking av de nye krav til god forretningsskikk vil i utgangspunktet særlig være Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) samt Verdipapirforskriften, FOR 2007-06-29 nr 876, gitt av Finansdepartementet i medhold av lovens §10-11 (12).

Avhandlingen vil videre komme inn på enkelte dommer fra norsk rettspraksis, samt en del avgjørelser fra Bankklagenemnda. De siste har begrenset rettskildevekt, men er uttrykk for bransjepraksis.

⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 436.

God forretningsskikk for investeringsrådgivning kan deles i to hovedområder, og avhandlingen vil derfor også være delt slik: rådgivers informasjonsplikt, som følger av vphl § 10-11 (2) og egnethetstesten etter 4.ledd.

1.1.3 Avgrensninger og forutsetninger

Avhandlingen vil ta for seg de ikke-profesjonelle kunder, jf forskriften § 10-1, da det er her kravet til ”god forretningsskikk” får størst betydning. Stort sett alle personkunder vil i utgangspunktet være klassifisert i denne kategorien.

Eventuelle problemstillinger omkring hvem som opptrer som rådgiver – det kan være ansatte i et verdipapirforetaket eller en såkalt ”tied agent” - vil ikke bli omtalt. Etter vphl § 10-16 (2) er verdipapirforetaket uansett ansvarlig for alt hva rådgiveren foretar seg på deres vegne.

Det forutsettes i denne avhandlingen at rådgiverens virksomhet er omfattet av begrepet ”investeringsrådgivning” slik det er definert i vphl § 2-4. Dette medfører at såkalte ”andre investeringstjenester” etter vphl § 10-11 (5) ikke vil bli omtalt.

Mulige sanksjoner og erstatningsansvar for verdipapirforetaket ved manglende etterlevelse av god forretningsskikk vil kort bli omtalt i pkt 2.4.

1.2 Legislative hensyn

Vphl formål er jf § 1-1 å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.

Det er videre angitt i forarbeidenes innledning⁹ at slik ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter har store fordeler for et samfunn, ved at kapitaltilgangen for næringslivet blir bedre, og investorene får mulighet for bedre avkastnings- og risikospredningsmuligheter. At kundene får råd om investeringer er derfor ønskelig for samfunnet.

⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 11.

Imidlertid er det avgjørende for at kundene skal ønske å investere at de har tillit til at slik handel er trygt og at de kan få kvalitativt god rådgivning. Rettslig regulering av rådgiverens rolle vil ivareta behovet for at kundenes tillit vedlikeholdes.

Kunden er å regne som en forbruker i møte med den profesjonelle rådgiveren. Det er altså en skjevhet i styrkeforholdet mellom dem. Det er da også derfor kunden i utgangspunktet har behov for en rådgiver.

Men det er ikke nødvendigvis klart for kunden hvilken rolle rådgiveren har. Han pretenderer muligens å være uavhengig, men som tidligere omtalt tar han ikke betalt fra kunden for å gi best mulige råd. Han får derimot betalt fra sine leverandører ut fra hvor mye kunden plasserer hos den enkelte av dem. Dette reiser særlige problemstillinger.

Dersom rådgiveren gir kunden en berettiget forventning om å være en som gir ham upartiske råd, vil kunden gjerne lytte tilsvarende ukritisk til ham. Folk flest ønsker gjerne å ha en de stoler på omkring disse kompliserte avgjørelser.

Kundenes tillit til sin rådgiver er kanskje den mest fremtredende årsak til den såkalte ”Terra-saken” som har preget nyhetsbildet mot slutten av 2007. Forholdet vil bli nærmere omtalt nedenfor.

Dersom rådgiverens uavklarte rolle fører til at kundene taper, kan dette være et samfunnsmessig problem, da det over tid kan skade tilliten til verdipapirforetakene og -markedene.

Kravet til ”god forretningsskikk” vil komme til å spille en helt vesentlig rolle fremover. Og i et marked som er i såpass rask utvikling både med hensyn til aktørene – verdipapirforetakene - og produktene, kan det synes som en rettslig standard er et lovteknisk godt grep for å sikre kundene en best mulig behandling.

På den annen side vil formålsbaserte tolkninger av den rettslige standard det som tidligere nevnt bli sentralt ettersom bare formålet ligger fast i en slik standard. Dette kan være problematisk i forhold til legalitetsprinsippet og kravet til klar lovhjemmel.

1.3 Begreper

Avhandlingens tema er investeringsrådgivning slik dette defineres i vphl § 2-4 (1) – ”personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter”.

Hvor det i avhandlingen benyttes begrepet rådgiver viser dette også til verdipapirforetaket han representerer.

Hvor begrepet ”leverandør” benyttes viser dette til forvalter eller produsent av et investeringsprodukt, for eksempel et fondsforvalterselskap, bank eller lignende. Disse fungerer som leverandører av spareprodukter til de uavhengige rådgivere.

Hvor begrepet ”produkter” eller ”investering” benyttes viser dette til lovens ”finansielle instrumenter”. Et finansielt instrument defineres i vphl § 2-2 som omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater.

Egnetestesten etter vphl § 10-11 (4) vil i det følgende bli omtalt som rådgivningsplikten. Dette fordi begrepet ”rådgivningsplikt” synes bedre å forklare innholdet i dette vilkåret – nemlig å finne produkter som egner seg for den enkelte kunde. Dette må sies å være den vesentligste forskjell i begrepet ”rådgivning” fremfor for eksempel ”salg”.

1.4 Hovedproblemstillinger

Hovedproblemstillingene i denne avhandlingen er hvor langt en uavhengig rådgivers plikter etter den nye vphl strekker seg.

Utgangspunktet for vurderingen er tolkningen av den rettslige standarden ”god forretningsskikk”, jf. vphl § 10-11. Det tas særlig sikte på å klarlegge det nærmere innholdet i rådgivningsplikten og informasjonsplikten. Videre må bestemmelsene i vphl vurderes i forhold til verdipapirforskriften. Avslutningsvis skal dagens rettstilstand vurderes i lys av formålet med den nye vphl.

2 Kravet til god forretningsskikk

Kravet til god forretningsskikk har to hovedtemaer; informasjonsplikt og rådgivningsplikt. I loven er dette behandlet i nevnte rekkefølge. I denne avhandlingen er det imidlertid naturlig å gjøre dette i motsatt rekkefølge.

Slik det arbeides i bransjen vil rådgiver som regel gjennomføre et innledende møte med kunden som benyttes til å få informasjon om kundens økonomiske situasjon og hans behov. Deretter vil rådgiveren utarbeide en investeringsanbefaling til kunden. Da vil rådgivningsplikten være den som ”utføres” først av de to.

2.1 Rådgivningsplikten

Rådgivningsplikten har jf forarbeidene som formål at rådgiver skal gjøre en selvstendig vurdering av kunden ut fra de opplysninger som innhentes. ”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”¹⁰.

I ny vphl § 10-11(4) fastslås det at

”Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning, 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”

Det sentrale i bestemmelsen er rådgivningsplikten som fastslås i siste setning.

Formuleringen i vphl § 10-11 (4) finner man også igjen i forarbeidene hvor det også slås fast at ”Bestemmelsen om egnethetstest styrker beskyttelsen av investor”¹¹.

¹⁰ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 105.

¹¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 437.

Rådgiver skal altså ta rede på kundens kunnskap om og erfaring fra investering samt hans finansielle situasjon og investeringsmål. Disse opplysninger skal så benyttes til å anbefale de egnede investeringer.

Etter tidligere vphl var kravet til god forretningsskikk på dette området etter § 9-2, utover det generelle kravet til å ivareta kundenes interesse på beste måte, begrenset til at rådgiveren pliktet å ”få nødvendige opplysninger” om kundenes økonomiske stilling og investeringserfaring.

Det synes klart at det med ny lovgivning er innført en rådgivningsplikt for investeringsrådgiveren som strekker seg vesentlig lenger enn hva som var tilfelle etter tidligere vphl.

I det følgende vil innholdet av de ulike deler av rådgivningsplikten klarlegges.

2.1.1 Kravet til at produktet egner seg

Forskriften § 10-16 og § 10-18 spesifiserer hvilke opplysninger rådgiveren skal innhente fra kunden og basere sin rådgivning på.

Det dreier seg om tre hovedområder. Kundens finansielle situasjon, hans investeringsmål og hans kunnskap om og erfaring med verdipapirer.

Slik forskriften er formulert, gis rådgiver ansvar for å innhente de nødvendige opplysningene. Denne plikten synes å være svært vidtrekkende. Dersom kunden ikke ønsker å gi opplysninger, skal rådgiver jf forskriften § 10-16 (4) ikke gi ham anbefalinger.

Forutsatt at rådgiveren har fått den nødvendige informasjon til å vurdere kundens økonomiske og kunnskapsmessige stilling blir spørsmålet videre hvilke krav det stilles til rådgivers bruk av disse opplysningene. Satt på spissen: Har rådgiver ansvar for at produktet passer, eller bare for å innhente opplysninger som gjør ham i stand til å vurdere om det passer?

Ved rådgivning om investering vil det alltid vil være snakk om ”kvalifisert synsing”, i det markedet inneholder usikkerhet. Således kan et produkt som ved tegning virket egnet, på grunn av markedsforholdene senere, vise seg likevel ikke å være det.

På den annen side har vi allerede sett at et av formålene med ny vphl var å skjerpe kravene til rådgivningens kvalitet. Å fristille rådgiveren fra ansvar med hensyn til hvilken bruk han gjør av opplysninger om kundens situasjon vil ikke være i tråd verken med formålet bak loven, eller den gjeldende rettstilstand etter tidligere vphl. Spørsmålet må etter dette besvares med at det foreligger et slikt ansvar.

Det som her skal vurderes, vil da være produktets egnethet for den enkelte kunde i forhold til risiko, løpetid mv, slik situasjonen er på tegningstidspunktet. Hvorvidt rådgiver har et ansvar for å vurdere produktets kvalitet vil bli behandlet nedenfor.

I et tenkt tilfelle der kundene angir sparing til pensjon som investeringsmål, og planlagt pensjonstidspunkt er om 10 år, er investeringshorisonten tilsvarende. Innenfor et slikt tidsperspektiv vil svært mange spareprodukter kunne betegnes som trygge og egnede, herunder både aksje-, hedge-, eiendoms- og shippingfond.

Tenker en seg derimot en kunde som har midler å plassere, men planlegger å bruke dem innenfor de neste to år til kjøp av bolig, er det klart at for eksempel aksjefond som utgangspunkt ikke er egnet som plassering. Verdien i et slikt fond vil svinge betydelig og i et to års perspektiv er det ikke usannsynlig at en ender opp med vesentlig lavere verdi enn da en startet. I et slikt perspektiv vil plassering i rentebærende papirer være det rette, med mindre kunden ønsker høy risiko.

Kundenes investeringshorisont er derfor utvilsomt et viktig moment. Forskriften angir i § 10-16 og § 10-18 en rekke andre forhold ved kundens situasjon som rådgiver må ta hensyn til. Men det er ikke grunn til anse listen som uttømmende. Alle forhold ved kundens situasjon som rådgiver får kjennskap til og som har betydning for hva som er en egnet investering for ham, må tas hensyn til, jf rådgivers plikt etter vphl § 10-11 (1) til å ”ivareta kundens interesser på beste måte”.

Bankklagenemnda har de siste 5 år behandlet et relativt høyt antall saker hvor kunden har hevdet at banken har brutt god forretningsskikk med hensyn til informasjonen rundt produktene, herunder særlig tilfeller hvor den økte risikoen som lånefinansiering av plasseringen medfører ikke skal ha vært presentert godt nok.

Det har kun vært ett tilfelle hvor nemnda er kommet til at informasjonsplikten ikke er overholdt. Forholdet vil bli omtalt senere. Derimot har nemnda i 5 tilfeller¹² de siste 2 år kommet til at banken har anbefalt plasseringer som ikke har vært egnet for kundens økonomi, og på dette grunnlag uttalt at banken bør stille kunden som om plasseringen ikke var blitt foretatt.

En aktuell sak hvor rådgivningsansvaret kommer på spissen er den såkalte "Terra-saken". Saksforholdet er i grove trekk følgende:

Meglerhuset Terra Securities solgte kompliserte og risikable investeringsprodukter satt sammen av den amerikanske investeringsbanken Citigroup til en rekke norske kommuner. Investeringene var svært risikable fordi de var høyt belånte, nesten åtte ganger det opprinnelige innskuddet. Da det amerikanske kredittmarkedet kollapset høsten 2007 falt investeringene dramatisk i verdi. Kommunene ser i skrivende stund ut til å tape ca 85% av sin investering. Plasseringene har vært så store at det for enkelte av kommunene kan være snakk om tap tilsvarende et helt års budsjett.

Kommunene hevder nå at de ikke har fått informasjon om risikoen i produktene. De har stolt på meglerne fra Terra, som de ble introdusert for av de lokale sparebanker, som de har hatt lange bånd til.

Det er naturlig i en vurdering av rådgivningen å stille spørsmål ved om et produkt som kan medføre tap av en slik størrelse kan være egnet for en kommune, nærmest helt uavhengig av hvilken informasjon som er gitt.

Etter dagens lovgivning ville dette forholdet måtte vurderes etter vphl § 10-11 (4) jf forskriften § 10-16 (1) pkt b, som slår fast at under egnethetstesten skal rådgiver vurdere

¹² Uttalelse 2006 – 004, 2006 – 033, 2007 – 003, 2007 – 045 og 2007 -065

om risikoen ”er slik at kunden finansielt sett er i stand til å vurdere risikoen”. Meget tyder på at det ikke er tilfelle med kommunene, som nå må kutte i sitt velferdstilbud for å dekke tapene.

Kredittilsynet kom da også til at Terra Securities hadde brutt god forretningsskikk på området for rådgivning etter tidligere vphl § 9-2 første ledd nr 2 – ved å anbefale produktet til en målgruppe det ikke var egnet for. Ut fra det som over er sagt synes dette ikke å være et kontroversielt standpunkt.

Det er imidlertid vanskelig å oppstille presise regler for rådgivers arbeid med å velge egnede produkter.

Forskriften 10-16 (1) fastslår at rådgiver skal vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen oppfyller følgende kriterier

- (a) er i samsvar med kundens investeringsmål
- (b) er slik at kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen, og
- (c) er slik at kunden har de nødvendige forutsetninger for å forstå risikoen.

I dette synes det blant annet å ligge at produktene som skal anbefales ikke må sette kunden i fare for å tape mer penger enn det hans finansielle situasjon og planer fremover (investeringsmål) tillater. Videre at anbefalingene må være hensiktsmessige med hensyn til når kunden planlegger å realisere midlene (investeringsmål), og endelig at kunden må kunne forstå produktets egenskaper slik at han selv kan bedømme risikoen – dette vil bli nærmere behandlet nedenfor under pkt 2.1.3.

For å tilfredsstille de kravene til ”god forretningsskikk” som her er å ivareta kundens interesse på beste måte ved å finne produkter som er egnet, må rådgiveren ha kompetanse til å vurdere produktenes egnethet sett i relasjon til kundens situasjon. Det må videre kreves at rådgiveren innhenter de relevante opplysninger, som er temmelig nøyaktig angitt i lov og forskrift, og at han faktisk benytter disse opplysninger til å utarbeide sin investeringsanbefaling.

For å at rådgiveren skal kunne vise på hvilken måte han har benyttet opplysningen han fikk om kunden, vil det være en fordel om investeringsanbefalingen utarbeides skriftlig med henvisninger til ovennevnte.

2.1.1.1 Den særlige problemstilling rundt incentivordninger

Som tidligere omtalt har rådgiverne stort sett provisjonsbaserte inntekter. Videre er det store forskjeller på provisjonssatsene mellom produktene og leverandørene.

Hvor rådgiveren har flere tilsvarende produkter å velge mellom, vil han altså ofte tjene mer på å velge det ene enn det andre. Det foreligger altså en potensiell interessekonflikt mellom rådgiver og kunde.

Vphl § 10-10, jf § 9-2 fastsetter at verdipapirforetaket skal treffe alle rimelige forhåndsregler med hensyn til å identifisere og deretter begrense mulige interessekonflikter mellom kunden og foretaket. Dersom dette ikke kan gjøres på betryggende vis, skal kunden opplyses om mulige interessekonflikter. Forskriften § 10 - 8 bestemmer videre at foretaket dersom det mottar vederlag fra andre enn kunden skal opplyse kunden om størrelsen på vederlaget. Slikt vederlag skal videre kun mottas dersom det er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, og ikke vil svekke foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på beste måte.

Med hensyn til det siste vilkår vil de uavhengige rådgivere nok kunne argumentere med at ettersom dette er deres eneste inntektskilde, må det ansees å forbedre kvaliteten på tjenesten, da det ellers ikke ville vært noen tjeneste.

For å kunne oppfylle kravet etter vphl § 10-10 (2) vil uavhengige rådgivere måtte opplyse kunden om den mulige interessekonflikt som ligger i differensierte provisjoner.

Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd har i en avgjørelse fra 2002 antatt at incentivordninger må anses å skjerpe kravene til rådgiveren for å dokumentere at valget er i kundens beste interesse. Dersom denne forståelsen er korrekt også etter ny vphl, bør rådgiveren kunne påvise at produktene ut fra den informasjon som var tilgjengelig på

tidspunktet for anbefaling var helt identiske for kundene, eller at det ene var bedre enn det andre og begrunne dette.

2.1.2 Rådgivers ansvar for produktets kvalitet

Temaet må vurderes etter de samme rettslige kilder som tilfellet over, nemlig plikten til å ivareta kundens interesser på beste måte, etter vphl § 10-11 (1).

Spørsmålet er om rådgiver kan komme i ansvar dersom han for eksempel har valgt et produkt fremfor et annet, som viser å være dårligere. Eller dersom produktet/strategien som er valgt, viser seg å være så dårlig at det aldri skulle vært anbefalt.

Utgangspunktet for en vurdering av innholdet i kravet ”god forretningsskikk” med hensyn til valg av kvalitetsmessige investeringsprodukter må være at rådgiver aldri er ansvarlig for markedets utvikling. Som tidligere omtalt inneholder markedet usikkerhet, og det ligger i investeringer i verdipapirers natur at en tar større eller mindre risiko. Hvor rådgivers opptreden er i tråd med handlingsnormene, må det derfor sees slik at risikoen i sin helhet går over til kunden når investeringen er foretatt.

Dersom rådgiver skal pålegges et slikt ansvar må det derfor være på bakgrunn av egenskaper ved produktet som for rådgiveren var eller burde ha vært synlige på tegningstidspunktet.

Synspunktet om at rådgiver er ansvarlig for produktets kvalitet kan også begrunnes i selve egnethetsvurderingen. Et produkt eller en strategi som er objektivt sett for dårlig, vil jo ikke være egnet for noen kunde.

Som eksempel kan vi tenke oss at en rådgiver har 3 ulike eiendomsfond å velge mellom i sin ”leverandørportefølje”, som alle har tilsvarende investeringsmandat etc. Et annet spørsmål er om en valgt investeringsstrategi / -produkt kan tenkes å være såpass dårlig, at det ikke burde vært anbefalt i det hele tatt, for noen kunde.

En produktgruppe og investeringsstrategi som etter manges mening faller i denne kategorien, er de såkalte ”sammensatte produkter” eller Banksparing med

aksjeavkastning (BMA) og Aksjeindeks obligasjoner (AiO) som har vært meget aggressivt markedsført overfor kundene de siste 7-8 årene. En hyppig brukt strategi i forbindelse med disse produkter har vært å låne pengene som skal plasseres, med pant i selve produktet. Dette har vært mulig fordi produktet i seg selv garanterer tilbakebetaling av det plasserte beløp.

En rekke uavhengige eksperter har vært svært kritiske til disse produktene, både til bruk som egenkapitalplassering og som belånt plassering. Det siste er av mange blitt bedømt som en plassering med forventet negativ avkastning.

Hva som er kvalitativt gode investeringsprodukter vil det nok alltid være stor faglig uenighet om. Det skal derfor meget sterke holdepunkter til, for at rådgiveren kan ansees å ha anbefalt et for dårlig produkt fremfor et annet, jf eksempelet med tre ulike eiendomsfond. Det samme må vurderes å være tilfelle med hensyn til om strategien som er valgt er for dårlig, jf de omtalte ”sammensatte produkter”.

En indikasjon på dette må som nevnt foreligge allerede da rådgiver anbefalte produktet, for at han skal kunne komme i ansvar. Et eksempel på dette kan være hvor et produkts forventede avkastning, dersom dette er oppgitt fra leverandør, er lavere enn forventet lånerente. I et slikt tilfelle vil det være tvilsomt om rådgiver kan sies å ivareta kundens interesser ved å anbefale ham å lånefinansiere en plassering i produktet.

At rådgiveren kan tjene mer på å velge det ene produktet fremfor det andre, gjør at dette også har en side mot mulige interessekonflikter mellom kunden og foretaket, som omtalt i pkt 2.1.1.

Det må kreves at rådgiveren gjør en vurdering av produktets kvalitet, etter beste evne. Dersom han blindt velger produkter ut fra for eksempel sine leverandørers anbefaling, vil han neppe kunne sies å ha ivaretatt sine kunders interesse på beste måte. Leverandørene ønsker selvsagt å selge mest mulig av sitt produkt, og vil omtale og anbefale det deretter.

I forbindelse med de ovennevnte ”sammensatte produkter” har det og vært reist tvil ved hvorvidt rådgiverne selv overhodet har forstått produktet. Dette har også vært en del av spekulasjonene rundt ”Terra-saken” som preget nyhetsbildet høsten 2007.

I Kredittilsynets brev til Terra med varsel om inndragning av konsesjon¹³, tar tilsynet opp denne problemstillingen i det de nevner at produktet er svært komplisert. Tilsynet tar ikke stilling til om rådgiverne forsto produktet, men konstaterer at god forretningsskikk innebærer at de setter seg inn i produktets egenskaper.

Slik må situasjonen ansees å være også etter ny vphl. En rådgiver som ikke har forstått produktet han anbefaler, kan etter dette ikke vurderes å ha overholdt kravet til ”god forretningsskikk”.

Ved vurderingen av om rådgiver har overholdt standarden god forretningsskikk i slike tilfeller bør det derfor sees hen til i hvilken grad han selv har satt seg inn i produktet og derfor må antas å ha gjort en reell vurdering av dets kvalitet. Det må videre undersøkes om det fra et faglig ståsted var åpenbare mangler ved denne vurderingen.

Det skal meget klare mangler ved rådgivers vurdering til for å kunne begrunne brudd på god forretningsskikk på dette grunnlag.

2.1.3 Kravet til at risikoforståelse

Forskriften § 10-16 (1) presiserer egnethetsvurderingen etter § 10-11 (4). Rådgiver skal vurdere om ”de enkelte transaksjoner” oppfyller følgende kriterium:

- (c) er slik at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen

Hvilken informasjon kunden må ha for å forstå risikoen, vil bli behandlet nedenfor under informasjonsplikten.

¹³ Brev fra Kredittilsynet til Terra Securities ASA av 27. november 2007.

Et innledende spørsmål vil være om rådgiverens plikt må ansees å stoppe ved å ha sjekket at kunden har de nødvendige forutsetninger for å forstå produktet, eller om han også må sjekke at kunden faktisk forstår. Spørsmålet har meget til felles med det som ble behandlet under pkt 2.1.1.

Også her vil en formålsbetraktning slå gjennom - det er kundens forståelse som er selve formålet med bestemmelsen. Det konkluderes derfor med at rådgiver har ansvar for å sørge for at kunden rent faktisk forstår hva han investerer i. I hvilken grad kunden har anledning til å frita rådgiveren for dette ansvaret vil bli behandlet i pkt 2.2.4.

Rådgivningsplikten inneholder altså et krav til at kunden forstår risikoen i investeringsproduktet. Lovgivers synspunkt synes å være er at dersom kunden ikke forstår risikoen, er produktet ikke egnet for ham.

Ovenstående vilkår må sammenholdes med lovteksten §10-11 (2) ”i rimelig grad er i stand til å forstå”. Det må følgelig avgjøres hvilket nivå av forståelse forskriften § 10-16 (1) pkt c viser til.

Ved enhver verdipapirinvestering vil det være en mulighet for tap. Muligheten kan være større og mindre. Videre vil det variere hvor stort eller lite tapet kan bli. Risiko har altså to sider.

Matematisk sett er risiko definert som produktet av sannsynligheten for at hendelsen skjer og konsekvensen av hendelsen.

I investeringsammenheng benyttes ofte betegnelsen ”standardavvik”. Et høyt standardavvik indikerer at produktets kurssvingninger har vært høy. Hvis standardavviket er 20 % og forventet avkastning er 10 % per år, så kommer neste års avkastning til å havne mellom +30 % og -10 % med 68 % sannsynlighet.

De foregående tre avsnitt er nok et stykke over det nivå en kan forvente at kundene vil forstå. Igjen er det naturlig å se på lovens formål om trygg og sikker handel i verdipapirmarkedene, samt at kundenes tillit til markedet opprettholdes.

For å oppnå dette er det ikke nødvendig at kundene forstår alle aspekter ved et produkts risiko. Det er ikke tale om inngående forståelse. Det er det mest grunnleggende om risiko i produktet kunden skal ha forstått.

Det vesentligste for en kunde vil være hvor mye eller lite han kan tape, og hvor hurtig dette kan tenkes å inntreffe.

Som eksempel kan det da synes tilstrekkelig opplysning om risiko i et kombinert aksje/obligasjonsfond at: ”I et virkelig dårlig år, kan verdien realistisk sett falle med 10 %, og på et godt år vil du kanskje tjene 15 %. I teorien kan tapet bli større, men dette er svært lite trolig.”

Dersom kunden har forstått dette, kan han nok sies å være i stand til å ”forstå risikoen”. I og med at det dreier seg om såpass enkle opplysninger, vil rådgiveren kunne forsikre seg om at kunden forstår ved å spørre ham om han gjør det.

Dersom rådgiver blir klar over at kunden ikke forstår produktets grunnleggende egenskaper med hensyn til risiko, oppstår det en frarådingsplikt.

2.1.4 Frarådingsplikt

Forskriftens 4.ledd slår fast at rådgiveren ikke skal komme med anbefalinger dersom kundene ikke vil gi ham de opplysninger han etter lov og forskrift skal innhente.

Hva rådgiveren skal foreta seg dersom kunden ikke forstår produktets risiko, eller dersom det kommer frem opplysninger av annen art som gjør at rådgiver vurderer det/de anbefalte produkter som likevel ikke egnet for kunden går ikke frem av loven eller forskrift.

§ 10-11 (5) om yting av ”andre finansielle tjenester” bestemmer imidlertid at dersom rådgiveren finner at produktet ikke er egnet skal kunden advares om dette. Lovens system legger imidlertid opp til strengere krav for virksomhet omfattet av 4. enn 5. ledd. Dette taler for at rådgiveren skulle være helt avskåret fra å la kunden plassere i et slikt tilfelle.

I praksis vil det likevel være kunden som bestemmer. Dersom han insisterer på å kjøpe produktet, kan det ikke oppnås annet ved at rådgiveren nekter å levere, enn at kunden vil velge en annen rådgiver. En slik situasjon ville imidlertid stille krav til rådgivers dokumentasjon av frarådingen.

Det er ikke naturlig å tolke bestemmelsen slik at rådgiver har ansvar for å oppdage et tilfelle der kunden holder tilbake informasjon om sin situasjon. Bestemmelsen er laget for å beskytte kunden og hvor han selv ødelegger grunnlaget for beskyttelse må han også selv bære ansvaret.

2.2 Informasjonsplikten

2.2.1 Innledning

For at handelen i finansielle instrumenter skal oppfylle lovens formål - være trygg, ordnet og effektiv jf § 1, må kundene vite hva de handler. Fra tid til annen dukker det saker i media og til dels også rettsapparatet som demonstrerer at så ikke alltid er tilfelle. Senest er ”Terra-saken” et eksempel på dette.

Det kan være flere grunner til at kunden ikke har visst hva han handlet. I ”Terra-saken” ser det ut til at vesentlig informasjon aldri har vært gitt kommunene. I andre tilfeller kan forholdet snarere være at kundene har fått all den informasjon de trengte, men rett og slett ikke forsto den.

Vphl § 10-11 (1) fastsetter at kravet til god forretningsskikk for rådgiveren medfører at han skal påse at kundenes interesser ”ivaretas på beste måte”. Etter 2.ledd skal kundene videre få ”relevante opplysninger i en forståelig form”. Videre skal informasjonen jf 3.ledd være ”korrekt, klar og ikke villedende”.

Formålet med informasjonen er jf 2. ledd siste setning:

”slik at kunden i rimelig grad i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.”

I annet ledd ligger det altså to kumulative vilkår i informasjonsplikten: kunden skal få relevant informasjon. I en forståelig form.

For å finne innholdet i god forretningsskikk med hensyn til informasjonsplikten må vi identifisere hvilke krav som ligger i førnevnte uttrykk.

2.2.2 Kravet til relevant informasjon

Hva som er områdene for relevant informasjon fremgår av § 10-11 (2) og er spesifisert som følgende: verdipapirforetaket, instrumentene, strategiene, risiko, handelssystemer, markedsplasser, samt omkostninger og gebyrer.

Loven synes her å legge opp til at kunden skal ha svært mye informasjon. Det første spørsmål som må avklares er om alle kunder skal ha like mye informasjon, altså om ordlydens ”relevant” er et objektivt kriterium.

Forarbeidene uttaler under merknader til de enkelte bestemmelser at ”annet ledd pålegger verdipapirforetaket å gi kunder og potensielle kunder nærmere angitte opplysninger”¹⁴. Dette taler for å anse begrepet ”relevante opplysninger” som et objektivt krav.

Sistnevnte må likevel sees opp mot ordlyden i 2. ledd siste setning hvor det angis at informasjonen skal gjøre kunden i stand til å ”fatte en informert investeringsbeslutning”. Hvilket nivå av kjennskap som skal til for at kundene føler seg i stand til det, vil åpenbart være meget ulikt. Dette må tale mot å anse informasjonskravet som objektivt.

Men kundene er som tidligere nevnt forbrukere som ikke kan ventes å ha kjennskap til investeringer eller verdipapirmarkeder. Muligens kan det derfor ikke forventes at de

¹⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 436.

selv vil kunne avgjøre hvilken informasjon de trenger, for å ta en ”informert investeringsbeslutning”.

”Terra-saken” kan nok en gang brukes som illustrasjon. Kommunene investerte i produkter som var knyttet til amerikanske kommuneobligasjoner. Sistnevnte ble med rette karakterisert som meget sikre obligasjoner. Imidlertid gjorde produktenes sammensetning at det ikke bare var den tradisjonelle vurdering av hvor sikre obligasjonene var – muligheten for at de amerikanske kommuner ikke kunne tilbakebetale lånet - som måtte vurderes, men også muligheten for kurssvingninger på obligasjonene underveis. Dette avgjøres av andre faktorer enn førstnevnte. Og kommunene hevder ikke å ha fått denne informasjonen. I alle fall har de ikke forstått den.

Selv om eksempelet over må ansees nærmest ekstremt viser det hvordan det i mange tilfeller vil være nesten umulig for en kunde å selv avgjøre hvilken informasjon han behøver for å ”ta en informert investeringsbeslutning”.

Det konkluderes etter dette med at det i ovennevnte begrep ligger et objektivt innhold som nærmere er spesifisert i loven. Spørsmålet er da hvor mye informasjon en kunde etter en objektiv norm må ansees å trenge for å kunne ta en ”informert investeringsbeslutning”.

Ordlyden kan vanskelig forstås slik at kunden må ha oppnådd like god forståelse for risikoen, eller de andre nevnte temaer som det rådgiveren besitter. Det er heller ikke naturlig å forstå den slik at rådgiveren må informere om alle detaljer ved de enkelte temaer. Dersom informasjonen blir for detaljert, inngående og teoretisk er det en fare for at den ikke lenger er i en ”forståelig form”. Det sentrale er at kunden oppnår en rimelig grad av forståelse, og med det settes i stand til å ”fatte en informert investeringsbeslutning.”

Det vises her til kravet til kundens forståelse av risiko jf § 10-11, 4.ledd samt forskriften § 10-16 som er behandlet over i punkt 2.1.3. Kunden skal etter dette ha forstått de grunnleggende trekk ved produktets risiko. Å beskytte kundene mot uventede tap som

de ikke kan tåle må ansees å være et vesentlig virkemiddel for å oppnå lovens formål om sikker og ordnet handel.

Det synes derfor naturlig at lovens system legger her opp til at det er kundens forståelse av risikoen i produktet som er den helt grunnleggende forutsetning for at han bør investere. Etter en formålsbasert tolkning vil det da være naturlig å si at det de samme krav som gjelder med hensyn til hvilken informasjon kunden ha etter informasjonsplikten.

Et særskilt spørsmål vil være om det også etter informasjonsplikten kan utledes et krav til at kundene har forstått informasjonen. Dette vil bli behandlet under pkt 2.2.3.

Kundene skal etter dette ha grunnleggende informasjon om produktene på de enkelte områder etter § 10-11 (2):

- 1) verdipapirforetaket og de tjenester det yter
- 2) finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning om risiko og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier,
- 3) handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter,
- 4) omkostninger og gebyrer,

Dette vil omfatte vesentlig informasjon om verdipapirforetaket, en enkel sammenfatning av hva det investeres i og hvorfor, hva som vil være avgjørende for verdiutviklingen i både positiv og negativ retning, informasjon om likviditet i produktet samt hva gebyrene vil beløpe seg til og hvilken virkning det har på verdiutviklingen.

Forskriften §§ 10-10 til 10-15 supplerer informasjonskravene ytterligere. De presiseringer av innholdet som her gjøres, synes å gå lenger enn hva som naturlig følger av loven. Imidlertid skal informasjonen jf. forskriften § 10-13 (1) tilpasses "kundens profesjonalitet og kunnskapsnivå" samt tilpasses "den aktuelle instrumenttype".

Kravene til informasjon etter forskriften er altså ikke absolutte krav, i motsetning til etter loven.

Ut over det som følger av de objektive kravene etter ordlyden i vphl § 10-11 kan derfor forskriften etter ordlyden medføre at ytterligere informasjon kan være påkrevd.

2.2.3 Kravet til forståelig form

§ 10-11 (2) stiller opp kravet til at den relevante informasjon skal gis ”i en forståelig form”. Kravet må sees i sammenheng med bestemmelsens formål om at kunden skal gjøres i stand til å fatte en ”informert beslutning”.

Det må innledningsvis avgjøres hvorvidt ”forståelig form”-kravet henviser til en objektiv standard. Forarbeidenes uttalelser¹⁵ om at opplysningene kan gis i et standardisert format, kunne tyde på at lovgiver med ”forståelig form” viser til et objektivt krav. En vil da se det slik at en bestemt fremgangsmåte for utdeling av informasjon vil representere ”forståelig form” for alle kunder.

En slik forståelse harmonerer imidlertid ikke så godt med forarbeidenes uttalelser om at kundenes nivå vil være meget forskjellige, og at kundene er avhengige av at rådgiveren tilpasser seg deres nivå, som tidligere omtalt.

For å oppnå lovens formål, vil det etter dette være mest naturlig å se det slik at ”forståelig form” henviser til kundens subjektive forutsetninger. Hva som er en ”forståelig form” vil da variere meget fra kunde til kunde.

Det neste spørsmålet er om rådgiver etter dette vil ha ansvaret for at kunden faktisk forstår produktet, eller om ansvaret stopper hvor informasjonen er gitt i en ”forståelig form”.

Forarbeidenes henvisninger til at opplysningene kan gis i standardisert format, må tale mot en slik tolkning.

¹⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 105.

En indikasjon på at rådgiver har ansvar for om kunden forstår får vi riktignok i forskriften § 10-16 (1) pkt c, som jeg har behandlet i pkt. 2.1.3.

Det må avgjøres hvor langt dette ansvaret strekker seg. En særlig problemstilling i denne sammenheng, er hvilken betydning det vil ha at kunden klart gir beskjed om at han ikke ønsker en bedre forståelse enn han nå har, men stoler på rådgiverens vurdering.

Bankklagenemnda har behandlet saker hvor informasjonsplikten er tatt opp. Herunder kan nevnes uttalelse 2007-068, hvor en kunde ble ansett å ha blitt villedende informert om mulighetene for tap ved å lånefinansiere et spareprodukt. Rådgiveren hadde holdt en salgspresentasjon i en moske, med tolk til stede.

Bankklagenemndas uttalelse knytter seg hovedsaklig til markedsføringsmaterialet, men rådgiver kritiseres også for ikke å ha gitt informasjon på en forståelig måte. Det uttales at ”Nemnda vil generelt bemerke at det må stilles strenge krav til bankens markedsføring og informasjon, når kompliserte spareprodukter skal presenteres i miljøer hvor det må forventes at tilhørerne generelt har lite erfaring med slike produkter.” Nemnda ser det altså slik at det er rådgiver, ikke kunde, som bærer dette særlige ansvaret.

På hvilken måte informasjonen skal gis er lite behandlet i både lov, forarbeid og forskrift. Begrepet ”forståelig form” går igjen. Det finnes heller ikke meget i rettspraksis som gir presis veiledning om innholdet i god forretningsskikk med hensyn til hvordan informasjon skal gis til en kunde.

At informasjonen kan gis i et standardisert format er imidlertid nevnt flere steder i forarbeidene, ”for eksempel gjennom verdipapirforetakets forretningsvilkår eller gjennom standardformuleringer myntet å den aktuelle situasjon”¹⁶.

Dersom loven tolkes slik at utlevering av standardformular oppfyller kravet til informasjonsplikten, vil en vesentlig del av ansvaret for informasjonsplikten flyttes fra

¹⁶ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven), s. 102.

rådgiver til kunde. Rådgiveren kan da dele ut prospekt eller fakta ark på de enkelte anbefalte produkter og be kundene se på det til for eksempel et neste møte hvor avgjørelsen skal tas.

Og det er ikke gitt at kundene oppnår en god forståelse av at man utleverer dem et standardformular. Det kan spørres om ikke standardformulærer i mange tilfeller kan virke mot sin hensikt, fordi kundene blir presentert for omfattende dokumenter som de umiddelbart oppfatter som vanskelige å forstå, og som mange derfor ikke engang prøver å lese.

Et stor andel av kundene vil ha vel så stort utbytte av en muntlig forklaring, som utdeling av formularer og fakta ark. Ulempen med en muntlig presentasjon og forklaring, er at det selvsagt er umulig å vite i ettertid hva som er blitt sagt og hvordan.

En annen måte å informere kunden på kan være at rådgiveren ved utdeling av skriftlig informasjon gjennomgår dette sammen med kunden. Rådgiver kan da samtidig gjennomgå en sjekklister, og kunden gjøres oppmerksom på at han nå regnes som informert

I en slik situasjon vil rådgiver kunne dokumentere at kunden objektivt sett har mottatt den informasjon som er påkrevd. Dette er imidlertid ingen garanti for at han har forstått. Mange kunder vil nok vegre seg for å spørre, av den ene eller andre årsaken. For å kunne stille spørsmål, må en i mange tilfeller ha forstått i alle fall litt av materialet. Spørsmålsvegringen kan og skyldes generell tilbakeholdenhet.

Bransjepraksis i dag er at kunden ved sin signatur bekrefter at han har forstått risikoen og hva produktet innebærer. Det er intet som tyder på at ny lovgivning tar sikte på å endre denne praksisen.

Tendensen i bransjen og i krav fra kompetente myndigheter er tvert imot en stadig økende grad av skriftlig informasjon. Eksempelvis kan nevnes forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter¹⁷. Dette har medført et

¹⁷ FOR 2006-09-25 nr 1317: Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.

stadig økende antall dokumenter hvor det fra kundens side skal bekreftes at informasjon er mottatt, forstått og akseptert.

Reelt sett er dette i seg selv imidlertid ingen garanti for at kundene faktisk har forstått eller at informasjonen overhodet er gitt.

Bransjens praksis hvorved kunden signerer på at han har forstått, har imidlertid bakgrunn i et reelt behov. Hvorvidt kunden har eller ikke har forstått produktet, vil regelmessig være et vanskelig bevissspørsmål i etterkant. Det er naturlig å anta at når det finnes svært lite rettspraksis, også fra bankklagenemnda, hvor en rådgiver blir ansett å ha gitt kunden for lite informasjon, er dette nettopp derfor.

Å gi rådgiveren hele ansvaret for at kunden faktisk forsto, kan derfor ha heller uheldige konsekvenser ved at det kan virke prosess skapende, dersom rådgiver ikke har adgang til å dokumentere kundens forståelse ved at han har signert på dette.

Imidlertid kan det være grunn til å se på utformingen av dokumentet hvor kunden bekrefter sin forståelse. I dag vil slike dokument ofte være ”forhåndsutfylt” med ferdig avkryssede punkt hvor kunden bekrefter at han har forstått og akseptert. I hvor stor grad kunden selv har måttet lese gjennom dokumentet for å kunne fylle ut korrekt, bør kunne si noe om hvilken vekt man skal legge på dokumentet som sannhetsbærer av om kunden var informert og hadde forstått.

Dette har likhetstrekk med problemstillinger omkring standardkontrakter og –vilkår, uendelig lange bruker- og lisensavtaler. Spørsmålet er om eller i hvilken grad disse binder kundene. I praksis vil kunden alltid skrive under. Temaet er behandlet i teorien i Selvig ”Kjøpsrett til Studiebruk”¹⁸ på side 315 – ”Hele avtalesituasjonen gir mindre bidrag til tolkning når vilkårene ikke er resultat av særskilte vurderinger fra partenes side”. I vår sammenheng må poenget være at hvor kunden blir forelagt en mengde dokumenter for signatur, hvor han på hvert av dem bekrefter at han har fått all relevant informasjon og at han er kjent med alle produktets egenskaper – forteller dette ikke nødvendigvis noe om hvorvidt dette faktisk er tilfelle.

¹⁸ Kjøpsrett til studiebruk, Erling Selvig, 2. utgave 2004

Det synes i det hele klart at det vil være store individuelle forskjeller på hvordan informasjonen bør gis. Det bør legges avgjørende vekt på i hvilken grad kunden har fått anledning til å bli informert om produktene, på den måten han ønsker det.

Etter dette konkluderes det med at rådgiver og kunde sammen avgjør på hvilken måte informasjonen skal gis. Som et minimum bør rådgiver imidlertid alltid gi kundene tilgang til prospekter, forenklete prospekter eller fakta ark samt en muntlig forklaring av produktet sammen med disse.

Spørsmålet er likevel hvordan rådgiveren skal gå frem for å føle seg trygg på at han overholder god forretningskvikks krav til informasjon.

Det er i denne relasjon grunn til å se på hvordan kundens egen oppfatning påvirker informasjonsplikten.

2.2.4 Ophører rådgivers ansvar når kunden ønsker ikke ytterligere informasjon eller forståelse

Etter det som over er sagt, er det klart at hvilken informasjonsmengde og presentasjonsform en kunde selv føler at han behøver for å ta investeringsbeslutningen, er helt forskjellig. Mennesker har ikke de samme behov for informasjon og beslutningsgrunnlag før de beslutter seg. Tvert imot er dette et trekk som virkelig skiller oss fra hverandre.

Av den grunn vil en rådgiver møte enkelte kunder ønsker ikke å sette seg inn i produktene overhodet, men stoler fullt og helt på ham.

Dette er en temmelig praktisk situasjon. Kundene vil i møte med en rådgiver svært ofte føle det naturlig å stole denne som spesialist. En stor andel av kundene har ingen særlig interesse av å sette seg inn i kompliserte spareprodukter, men de har samtidig en oppfatning av de "bør" delta i slike. Særlig vil denne situasjonen oppstå når rådgiver og kunde har et forhold som har vart en periode. Rådgiveren nyter da ofte en nær ubegrenset tillit fra kundene.

Andre kunder igjen vil kun ønske informasjon om risiko og forventet resultat, men stoler på sin rådgivers evne til å plukke ut de rette ”investeringscase”. Eksempelvis skal kunden etter vphl § 10-11 (2), 2.pkt, jf forskriften § 10-16 (1) ha informasjon om ”foreslåtte investeringsstrategier”. Det kan stilles spørsmål ved om det alltid er relevant for kunden å vite særlig om de strategier som er valgt for å forsøke å oppnå avkastning. Det er grunn til å tro at det for mange kunders del det er på grunn av deres manglende interesse og kunnskap for slikt, at de velger å bruke en rådgiver.

Atter andre ønsker selv å vurdere investeringens bakgrunn og sannsynlighet for godt resultat sett opp mot risiko, kostnader etc.

Satt på spissen er spørsmålet hva som er konsekvensen dersom kunden sier ”Nei du, dette blir for vanskelig – hva mener du er best? Jeg stoler på deg!”. Kunden signaliserer her at han verken forstår eller ønsker å forstå. Men han ønsker å plassere i de anbefalte produkter. Spørsmålet er om rådgiveren kan ansees å opptre i tråd med god forretningsskikk i et slikt tilfelle.

Reglene om god forretningsskikk er til kundens beskyttelse. Når kravene til informasjon og rådgivning er fylt av rådgiver, må imidlertid kunden foreta sitt valg. Dersom kundens valg er å lytte til rådgiver uten selv å foreta en vurdering, må han selv bære risikoen ved dette.

Det konkluderes derfor med at hvor rådgiver jf tidligere drøftelser over har gitt kunden tilgang til relevant informasjon i en forståelig form, har gitt kunden mulighet for å forstå produktet – og kunden bekrefter at han nå har bestemt seg - vil rådgivers opptreden måtte bedømmes som i tråd med god forretningsskikk etter vphl § 10-11.

2.2.5 Kravet til korrekt, klar og ikke villedende informasjon

Etter vphl § 10-11 (3) skal all informasjon til kunden være ”korrekt, klar og ikke villedende”.

Bestemmelsens første vilkår må ansees som uten særlig selvstendig betydning. Allerede grunnleggende avtalerettslige prinsipper vil ramme en rådgiver som gir feilaktige opplysninger. Vilkåret om at informasjonen skal være ”klar”, må sees i sammenheng med kravet til forståelig form – og vil neppe få stor selvstendig betydning.

Det er imidlertid grunn til å se nærmere på kravet til at informasjonen som gis kundene ikke er villedende. Her er det mye som tyder på at loven inneholder en skjerpelse fra tidligere vphl.

Et godt eksempel på informasjon som kan sies å være villedende er informasjonen som er blitt gitt av bankene om de såkalte sammensatte produkter. Her har den vesentligste informasjon som er blitt formidlet vært, at du som kunde vil motta aksjemarkedets utvikling, med garanti for det innskutte beløp. Imidlertid har produktene vært belagt med enkelte til dels meget vesentlige avkastningsbegrensende mekanismer – som at indeksene produktene relaterer seg til ikke er utbyttejusterte, såkalte ”asian tail” utregninger eller utskifting av de beste måneder i produktets levetid med forhåndsbestemte resultater. Felles for disse mekanismer er at de fra en ukyndig persons ståsted er meget vanskelige å gjennomskue – både med hensyn til hvordan resultatet regnes ut, men ikke minst også med hensyn til hvilken betydning dette mest sannsynlig vil få for avkastningen.

Disse mekanismer var en del av bakgrunnen for den nye forskrift som trådte i kraft 1. januar 2007¹⁹ om sammensatte produkter.

Bankklagenemnda behandlet i tidligere nevnte uttalelse 2007-068 en sak hvor det skriftlige materialet kunden hadde fått utlevert ble ansett som villedende. I materialet het det at ”Denne sikkerheten gjør at banken kan tilby gunstige lånevilkår, herunder avdragsfrihet i låneperioden. Renten er fast og representerer således ingen risiko i seg selv. Det eneste du risikerer å tape er de månedlige rentekostnadene – og det forutsetter at de investeringer vi deltar i utvikler seg uendret eller negativt over de neste 5 år. Historisk sett er dette svært lite sannsynlig”. Nemnda uttalte at informasjonen var villedende.

¹⁹ FOR 2006-09-25 nr 1317: Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.

For at informasjon om et produkts egenskaper skal være i tråd med kravet til ”ikke villedende informasjon, må det derfor legges vekt på at det gis en balansert fremstilling av mulighet for avkastning og mulighet for tap. Videre må eventuelle avkastningsbegrensende mekanismer omtales på en måte som gjør det forståelig for kunden hvilken effekt de mest sannsynlig vil ha.

Bestemmelsen i vphl § 10-11 (3) gjør at slik informasjon som over nevnt i uttalelse fra Bankklagenemnda nå helt klart må ansees i strid med kravet til god forretningsskikk.

2.2.6 ”I god tid”-vilkåret

Etter forskriften §§ 10-10 (1) og 10-11 (1) skal kunden skal motta vilkårene for investeringstjenesten ”i god tid” før inngåelse av avtale eller ytelse av tjeneste. Samtidig skal kunden ha informasjon etter §10-12 om verdipapirforetaket.

Vilkåret ”i god tid” er ikke nevnt i lov eller forarbeider. Det kan imidlertid være grunn til å vurdere om dette likevel må oppfattes som en del av god forretningsskikk.

Bankklagenemnda legger i sine uttalelser de siste årene konsekvent vekt på i hvilken grad kunden fikk anledning til å områ seg mellom presentasjon av produktet og avgjørelse. Herunder kan nevnes sak 2006 – 004. Saksforholdet var at kunden helt nylig var blitt skilt etter 35 års ekteskap og i den forbindelse hadde fått utbetalt 1,7 millioner kroner. Nemnda uttaler blant annet følgende:

”Bankklagenemnda har i flere saker uttalt at det vanligvis ikke kan ses å være i samsvar med god bankskikk at betydelige investeringer foretas av forbrukerkunden under det første møtet i banken. Kundene bør gis tid til å områ seg, slik at de kan sette seg inn i den skriftlige informasjonen som måtte være tilgjengelig i banken, før endelig beslutning foretas. I nærværende sak ble det foretatt en betydelig investeringsbeslutning i første møte, og det må legges til grunn at banken var innforstått med at klager ikke tidligere hadde foretatt en tilsvarende plassering. Etter nemndas oppfatning var det ikke forsvarlig at plasseringen av et så vidt stort beløp som 1,2 millioner kroner ble foretatt i det første møtet selv om det angivelig var klager selv som insisterte på å ta beslutningen

med en gang. Rådgiveren burde ha gitt uttrykk for at det ikke var i samsvar med bankens retningslinjer at en slik beslutning ble tatt i det første møtet og at klager således måtte ta med seg produktinformasjon hjem og tenke over saken.”

Nemnda konkluderte med at kunden selv også hadde noe av ansvaret i saken jf særlig at hun selv insisterte på å ta beslutningen med en gang. Banken pliktet derfor å erstatte 50 % av hennes tap jf skadeserstatningsloven § 5-1.

Også uttalelsene i sakene 2007 - 003, 2007 – 045 og 2006 – 119 viser forhold hvor kunden er blitt gitt for kort tid til å områ seg fra han ble presentert for produktet til han fattet beslutningen om plassering.

I saken 2006 - 018 hadde derimot kunden gjort flere plasseringer med flere måneders mellomrom, og dette ble ansett som ”rikelig tid”.

Finansnæringens hovedorganisasjon (FNH) sin rapport ”Kompetansekrav til finansielle rådgivere”²⁰ - oppstiller 9 punkter for ”god rådgivningsskikk” for finansielle rådgivere.

Her heter det i et av punktene at ”Rådgiver bør gi kunden tilstrekkelig tid til å områ seg. Særlig gjelder dette i de situasjoner hvor det ikke er kunden som har tatt initiativ til rådgivningssamtalen.”

Det synes å være gode argumenter for en slik tankegang. Det vil ofte ikke være før en tid etter at en har blitt informert om noe at relevante spørsmål dukker opp. I møte med rådgiver og i øyeblikket etter presentasjonen vil en gjerne kun se de positive sider som rådgiver nok vil legge mest vekt på.

Det kan også spørres om det fra kundens synspunkt egentlig er noe som haster når det gjelder å ta avgjørelsen om plassering. Produktene som det gis råd om er stort sett

²⁰ Kompetansekrav til finansielle rådgivere - Rapport fra styringsgruppe oppnevnt av Finansnæringens Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen, Verdipapirfondenes Forening og Finansforbundet av 15. desember 2003

langsiktige, og situasjonen skiller seg med dette fra for eksempel aksjehandel, hvor tidspunktet for plassering ofte er vesentlig.

Det er også en generell tendens at lovgivning legger opp til at forbrukerne skal få tid på seg når viktige avgjørelser skal tas, jf for eksempel ny 24-timers regel for budgivning ved eiendomskjøp.

Det må avgjøres hva som ligger i forskriftens krav til ”i god tid”.

Etter ordlyden er det mye som tyder på at lovgiver her har tenkt seg informasjonen tilsendt eller overlevert skriftlig til kunden – jf særlig at informasjonen jf forskriften § 10-10 (1) kan gis på internettside dersom nærmere vilkår etter forskriften §9-2 er oppfylt.

Det er grunn til å reise spørsmål ved om dette oppfyller formålet. Det er ikke gitt noe eksplisitt formål med ”god tid”-vilkåret, men det er naturlig å tenke seg dette inn i det overordnede formålet om trygg handel og kundenes informerte investeringsbeslutning.

Når kunden får tilsendt eller overlevert skriftlig materiale som nevnt i §§ 10-10 – 10-15 vil dette nødvendigvis måtte bli temmelig omfattende, blant annet fordi det vil måtte gis informasjon som er tilpasset alle kunder, ikke den enkelte.

Videre snakker vi om dokumenter som inneholder temmelig komprimert informasjon med relativt høy grad av spesialisering, og som kunden derfor ikke nødvendigvis vil få den rette informasjon ut av å lese.

Dersom kundens får en viss tid til å områ seg vil han få mulighet for å sette seg inn i materialet dersom han det skulle ønske. Videre kan han fordøye det han er litt fortalt av rådgiveren. Og til sist kan han komme på nye spørsmål som han trenger en avklaring på.

I denne relasjon bør salgsprosessens lengde – tiden som går fra første kontakt mellom kunden og rådgiver oppstår til avtalen er signert og pengene plassert - ha en viss betydning.

Det er ikke grunnlag for å utlede noe krav til hvilken tid vi her snakker om i de rettslige kilder som er tilgjengelig. Bankklagenemnda har kritisert rådgiver hvor avgjørelser ble tatt i første møte, men det synes ikke å være oppstilt noe krav til hvor lang områlestiden bør være. Med bakgrunn i nemndas uttalelse i sak 2006 - 109 samt tidligere nevnte 2006 -004 er det grunn til å anta at kravet som stilles til områlestiden bør vurderes blant annet etter kundenes situasjon og tidligere erfaring

2.2.7 Sammenfattende vurdering av informasjonsplikten

Det kan oppstilles visse objektive minstekrav til hvilken relevant informasjon kundene skal ha, i den forstand at alle må få minst denne informasjonen. Videre kan det etter forholdene gjelde subjektive tilleggskrav etter forskriftsbestemmelsene.

Ytterligere subjektive tilleggskrav kan utledes av lovens bestemmelse om at informasjonen skal gis i en forståelig form. Det vil være nødvendig for rådgiveren, etter at kunden har mottatt informasjon om det aktuelle produkt, å avklare om kunden nå er innforstått med hva produktet innebærer. De strengeste krav vil her måtte stilles hvor rådgiveren møter en kunde som må regnes som helt ukyndig.

Videre må kunden gis en viss tid til å områ seg.

Dersom kunden ikke har oppnådd en grunnleggende forståelse av produktet, må rådgiver på generelt grunnlag fraråde plassering. Skulle kunden likevel ønske å gjennomføre plasseringen, har rådgiver oppfylt sine forpliktelser.

Hvorvidt god forretningsskikk med hensyn til informasjonsplikten er overholdt eller ikke må avgjøres ut fra en helhetsvurdering av de ovennevnte forhold.

Rådgiver plikter å benytte sin etikk, sunne fornuft og faglige kunnskaper til å ha omsorg for kundens beste.

2.3 Betydningen av porteføljetenking

Forskriften § 10-16 (1) slår fast at det er ”de enkelte transaksjoner” som skal oppfylle kriteriene nedenfor i punktene

- a) er i samsvar med kundens investeringsmål
- b) er slik at kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen, og
- c) er slik at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen

Etter en naturlig forståelse av ordlyden vil ”de enkelte transaksjoner” være å forstå som de enkelte spareprodukter i vår relasjon.

Slik det arbeides i bransjen i dag, vil det oftest være snakk om å anbefale flere enn ett enkelt produkt. De fleste investeringsrådgivere bestreber seg etter å tenke helhetlig om kundens økonomi. Antakelig kan det av forskriften også utledes et krav til å ta hensyn til kundens andre investeringer ved rådgivningen, jf forskriften § 10-16 (2).

Det vil derfor være naturlig og muligens også påkrevet for rådgiveren å arbeide med oppbygging av en investeringsportefølje for kunden. Dersom vi tenker oss at kunden har kroner 500 000 å plassere, vil det fra et faglig synspunkt være naturlig å plassere i minst tre forskjellige produkter, regelmessig også flere enn dette.

Imidlertid er det uten videre klart at jo flere produkter en rådgiver skal anbefale, jo mer må kunden sette seg inn i og forstå. Enkel kunnskap om pedagogikk tilsier derfor at det vil være enklere for en rådgiver å få kunden til å akseptere *ett* produkt, enn flere. Dette har også sammenheng med at den ordinære kunde selv ikke kjenner betydningen av porteføljetenking i investeringssammenheng.

Det vil videre, uten særlig faglig diskusjon, være forsvarlig å hevde at det for en kunde vil være meget fordelaktig å ha en slik diversifisert portefølje – fremfor å plassere alle sine penger i form eksempel *ett* aksjefond.

Her finner vi muligens en kilde til interessekonflikt mellom rådgiver og kunde, ettersom det for rådgiveren vil være mindre arbeidskrevende å velge kun ett produkt.

Spørsmålet er om ”de enkelte transaksjoner” kan tolkes som hele porteføljeanbefalingen i slike tilfeller. Og videre om kravet til informasjon og kundens forståelse av enkeltproduktene kan lempes, til fordel for en helhetsforståelse av porteføljens risiko og egenskaper.

Når en anvender en porteføljetankegang for en kunde, vil det fra et faglig synspunkt kunne hevdes at et enkeltprodukt som står for en liten del av en portefølje isolert sett ikke trenger å oppfylle kundens risikoprofil og investeringsmål, fordi porteføljen som helhet gjør det.

Tilsvarende vil det kunne hevdes at det nå er minst like viktig å forstå de forskjellige aktivaklassers funksjon og egenskaper (risiko/avkastning/korrelasjon mv), som det er å forstå de enkelte produkter innenfor hver klasse.

Det er heller ikke gitt at kunden ved å forstå risikoen i de enkelte produkter, vil få den nødvendige eller ønskede forståelse for porteføljen som helhet.

Det synes i det hele å være en del reelle hensyn som taler for å tolke forskriften slik at kravet til å forståelse og informasjon lempes hvor rådgiver utarbeider en porteføljeanbefaling for kunden. Det argumenteres med at en formålsbasert tolkning vil peke mot en lemping av kravene til kundens forståelse om porteføljen fremfor de enkelte produkter, ettersom dette kan føre til at kunden får en optimalisert spareordning.

Ordlydens ”den enkelte transaksjoner” ser imidlertid ikke ut til å åpne for en slik tolkning av kravet.

En særskilt problemstilling er om dette i så fall bør vurderes som såkalt aktiv forvaltning. I så fall omfattes tjenesten av egne bestemmelser, herunder forskriften § 10-12 (2) og (3) som fastsetter spesielle krav til informasjon om forvaltningen.

Aktiv forvaltning er i vphl § 2-1 (1) definert som ”aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt”.

I Bergo "Børs- og verdipapirrett"²¹ er aktiv forvaltning beskrevet slik: "rett og plikt til å kjøpe og selge finansielle instrumenter for kundens regning uten dennes ordre eller instruks i det enkelte tilfelle."

Det sentrale ved aktiv forvaltning er etter begge definisjoner at det er rådgiver som utpeker de enkelte produkter det skal investeres i, etter fullmakt fra kunden.

I de tilfeller det skal inngås en slik avtale må det altså gis utfyllende informasjon om hvilke utvelgelseskriterier og historikk rådgiver har for sin aktive forvaltning. Det stilles med andre ord krav til at rådgiver faktisk har utarbeidet regler og rutiner for sin virksomhet som aktiv forvalter. Dette er det gode grunner for – aktiv forvaltning innebærer jo at kunden selv ikke deltar i beslutningsprosessene – hele ansvaret overlates til rådgiver.

Dersom en ser det slik at ved rådgivning rundt en portefølje med spareprodukter lempes kravene til rådgiver med hensyn til informasjon og rådgivning, vil dette i realiteten være en omgåelse av reglene. Kunden får ikke informasjonen han har krav på etter reglene om verken investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. Dette ville ikke være et resultat i tråd med formålet.

Konklusjonen er derfor at rådgiver plikter å gi den samme informasjon selv i tilfeller der han anbefaler mange produkter.

2.4 Konsekvenser av brudd

Dersom det blir konstatert brudd på "god foretningsskikk" kan det medføre at rådgiveren mister sin tillatelse til å yte investeringstjenester jf. vphl § 9-4.

Slik opptreden kan også medføre erstatningsansvar, for eksempel etter det ulovfestede profesjonsansvar.

²¹ "Børs- og Verdipapirrett" – Knut Bergo, 2004.

Dommen inntatt i Rt 1995-1350 gir uttrykk for gjeldende rett på området for aktsomhetsvurderingen knyttet til profesjonsutøvelse. Det heter i dommen at det "...i utgangspunktet gjelder et strengt, ulovfestet aktsomhetsansvar for profesjonsutøvere. Likevel er det et visst spillerom før atferd som kan kritiseres, må anses som erstatningsbetingende uaktsomhet."

I nyere tid er det to høyesterettsavgjørelser som tar for seg profesjonsansvaret knyttet til begrepet god forretningsskikk, og som handler om verdipapirmarkedet og rådgivning. Dette er Rt. 2000-679 (DnB-dommen) og Rt. 2003-400 (Sunnfjordtunnel-dommen).

I "DnB-dommen" hadde kunden handlet verdipapirer med banken gjennom noen år. Han hadde ved de første plasseringer gitt uttrykk for at det vesentligste for ham var å ha svært høy sikkerhet. Plasseringene var et alternativ til bankkonto. Da banken på et tidspunkt begynte å anbefale ham verdipapirer med en helt annen og høyere risiko, fikk han ikke noen god nok orientering om dette. Det uttales i dommen at

"Vurderingen av hvilke krav som må stilles til aktsomheten ved DnBs rådgivning, må ta sitt utgangspunkt i at norsk rett bygger på et strengt, ulovfestet uaktsomhetsansvar for profesjonsutøvere"

På dette grunnlag ble det konkludert at banken hadde brutt god forretningsskikk og var ansvarlig for kundens tap.

I den andre dommen – "Sunnfjordtunnel-dommen" var forholdet også at rådgiver var klar over at kunden hadde som viktigste kriterium stor sikkerhet. Her var rådgiver også klar over kundens meget korte investeringshorisont. Også her gikk handlene på et tidspunkt over til å bli vesentlig mer spekulative enn etter den opprinnelige planen.

I "Sunnfjordtunnel-dommen" ble erstatningsansvaret imidlertid avkortet med 50 % etter skl §5-1, på bakgrunn av en samlet vurdering av følgende momenter: Kunden hadde fått en økt mengde ordrebekreftelser som tilsa unormal aktivitet. Den kunnskap kunden måtte ha tilegnet seg gjennom å ha iaktatt utviklingen på sine plasseringer. Muntlige orienteringer han mottok over tid. Samt til sist og utslagsgivende et brev han mottok fra verdipapirforetaket.

I begge sakene er det sentralt at kunden da rådgivningsforholdet ble startet, ga klart uttrykk for at han ønsket stor sikkerhet i plasseringene. Etter hvert ble det anbefalt investeringer som var langt mer usikre enn i startfasen og enn det mandatet tilsa, uten at kunden fikk noen klar beskjed om dette.

Det kommer altså klart frem av dommene at oppdraget som gis er vesentlig. Videre kundens formål, dersom dette var klart for rådgiveren. Dette synes å gå godt overens med den nye lovs egnethetstest.

Tilsynelatende legges i dommene ikke stor vekt på kundens eventuelle gode kjennskap til markeder/produkter. Så lenge det ikke kommer tydelig frem at kunden er såpass profesjonell at han ikke vil følge bankens rådgivning, må sistnevnte anses som den profesjonelle som har bedre kunnskap.

Dommene sier lite om hvordan informasjon skal gis kunden. I begge tilfeller er det snakk om kundeforhold som stort sett har vært gjennomført på telefon.

I ”Sunnfjordtunnel-dommen” slås også konsekvensen av at rådgiver bryter med god forretningsskikk fast ”Utgangspunktet for beregningen av tapet må her være at tunnelselskapet skal stilles som om Fearnleys informasjon og rådgivning hadde vært aktsom, jf. Brækhus: Meglerens rettslige stilling side 281.”

3 Avslutning

Hovedproblemstillingen i denne avhandlingen var hvor langt en uavhengig rådgivers plikter etter den nye vphl strekker seg. Utgangspunktet for vurderingen har vært tolkningen av den rettslige standarden ”god forretningsskikk”, jf vphl § 10-11.

Avhandlingen har vist at rådgivningsplikten medfører en plikt for rådgiver til å finne egnede produkter for kunden. Han plikter å innhente relevant informasjon, og benytte denne. Rådgiver har videre et selvstendig ansvar for produktets eller

investeringsstrategiens kvalitet – men det skal meget til for at han kan komme i ansvar med hensyn til dette. Til sist har rådgiver et ansvar for at kunden faktisk forstår produktets grunnleggende egenskaper med hensyn til risiko, og dersom kunden ikke gjør det må rådgiver fraråde plasseringen.

Avhandlingen har klarlagt at informasjonsplikten omfatter visse objektive minstekrav til hvilken relevant informasjon kundene skal ha. Subjektive tilleggskrav kan utledes av lovens bestemmelse om at informasjonen skal gis i en forståelig form. Det vil være nødvendig for rådgiveren å avklare om kunden har forstått produktets grunnleggende egenskaper. Kunden må videre gis en viss tid til å områ seg. Dersom kunden ikke har oppnådd en grunnleggende forståelse av produktet, må rådgiver på generelt grunnlag fraråde plassering. Skulle kunden likevel ønske å gjennomføre plasseringen, har rådgiver oppfylt sine forpliktelser.

Det har videre vært sentralt å vurderes bestemmelsene i vphl i forhold til verdipapirforskriften. Avhandlingen har her avdekket at den detaljerte forskriften på noen punkter synes å stille vesentlig mer detaljerte krav enn loven. Dette kan være uheldig fordi såpass detaljerte informasjon kan komme i veien for kundens forståelse. Dette gjelder særlig med hensyn til informasjon om det enkelte produkt. Imidlertid er forskriftens krav til informasjon gjort subjektive, hvilket åpner for at rådgiver og kunde sammen kan vurdere hvor grundig de skal gå inn på det enkelte produkt.

Med utgangspunkt i disse konklusjonene er det grunn til å spørre om formålet med den nye vphl kan realiseres slik rettstilstanden er i dag.

Innholdet i ”god forretningsskikk” synes å binde rådgiveren meget sterkt. Det kan hevdes at jo flere opplysninger som skal gis kunden, jo vanskeligere vil det bli for rådgiver å gjøre en god jobb for ham. Dette kan blant annet skyldes at det ofte ikke er de beste produktene, som er de mest lett forklarte eller lett solgte.

På den annen side har det i lang tid vært behov for sterkere inngripen fra myndighetene på området for uavhengig rådgivning om investering. Bransjen har ikke hatt særlige krav til for eksempel kompetanse, og dette har medført at nærmest enhver dyktig selger

har kunnet etablere et rådgivningsselskap. På denne bakgrunn synes det fornuftig at kravet til ”god forretningsskikk” nå stiller strengere krav til rådgivers opptreden.

I hvilken grad loven vil fungere etter formålet vil imidlertid i stor grad avhenge av hvordan den praktiseres av bransjen og Kredittilsynet. Både med hensyn til informasjons- og rådgivningsplikten er det svært vesentlig at det finnes gode rutiner for å dokumentere hvordan kravene er ivaretatt. Rutinene må særlig utarbeides slik at de dokumenterer at kundens signatur på at han har forstått, faktisk betyr at han har det. Dette krever en ”aktiv” utfylling fra kundens side.

Norsk lovgivning etter hvert har svært mange såkalte rettslige standarder. Denne lovtekniske tilnærming har både positive og negative trekk.

På den ene siden oppnås et regelsett som kan tilpasses tiden, og ikke vil bli foreldet, hvilket gjør at en unngår stadige lovendringer. På den annen side er vphl med tilhørende forskrift nå i realiteten såpass detaljert at det kan spørres hvor mye som er igjen av den rettslige standard.

Det generelle problem med rettslige standarder er den rettsusikkerhet den nødvendigvis må føre med seg, i og med at en tolkning av ”god forretningsskikk” alltid må til for å avgjøre om en rådgivers opptreden har vært i tråd med denne.

Ved vurderingen av om god forretningsskikk investeringsrådgivning er overholdt, må en foreta en konkret helhetsvurdering av forholdet mellom kunden og rådgiver fra kontakt ble opprettet, til avtale ble inngått. Særlig skal det legges vekt på om den informasjon kunden mottok var adekvat og forståelig, relatert til minimumskravene samt den informasjon han ut fra sin egen situasjon hadde behov for og etterspurte. Det skal videre legges vekt på i hvilken grad rådgiver innhentet relevant informasjon om kundens behov, og hvordan han benyttet denne, samt at kundens mulighet for å områ seg i prosessen skal vektlegges. Rådgiver plikter å benytte sin etikk, sunne fornuft og faglige kunnskaper til å ha omsorg for kundens beste.

4 LITTERATURLISTE

- Bergo, Knut Børs- og Verdipapirrett – Cappelen 2004.
Brækhus, Sjur: Meglerens rettslige stilling. - Oslo: Universitetsforlaget, 1946
Selvig, Erling Kjøpsrett til studiebruk, 2. utgave 2004

A