

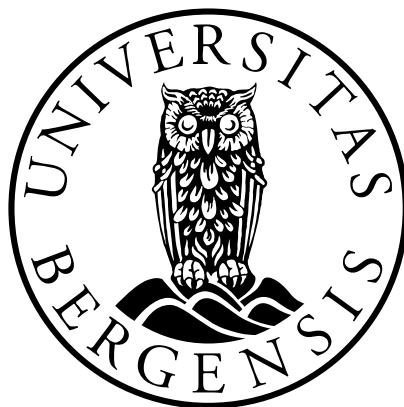
Selgers opplysningsplikt ved salg av investeringsprodukter

Særlig om rådgivningsaspektets betydning for opplysningspliktens rekkevidde ved inngåelse av investeringsavtale

Kandidatnummer: 198301

Veileder: Jan-Ove Færstad

Antall ord: 14 515



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

02.06.2014

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	2
1 Innledning.....	4
1.1 Aktualitet	4
1.2 Begrepsavklaring	5
1.3 Legislative hensyn	5
1.4 Struktur	7
1.5 Avgrensning av problemstillingen.....	7
2 Opplysningsplikten i tradisjonelle kontrakter om salg og rådgivning	9
2.1 Salgskontrakter	9
2.2 Rådgivningskontrakter.....	10
3 Grunnlag for opplysningsplikt	13
3.1 Innledning.....	13
3.2 Privatrettslige grunnlag for opplysningsplikt	13
3.2.1 Kort gjennomgang av mulige rettslige grunnlag.....	13
3.2.2 Avtaleloven § 36 og den ulovfestede lojalitetsplikten	15
3.3 Betydningen av offentligrettslige regler	19
4 Opplysningsplikt etter verdipapirhandelloven	22
4.1 Kravet om "god forretningsskikk"	22
4.2 Krav til hvilke opplysninger som skal gis	23
4.2.1 Generelle innholdskrav etter verdipapirhandelloven § 10-11	23
4.2.2 Informasjon om produktets egenskaper	24
4.2.3 Informasjon om risiko	27
4.3 Krav til hvordan opplysningene gis.....	29
5 Momenter av betydning for opplysningspliktens rekkevidde	36
5.1 Innledning.....	36
5.2 Spekulasjonselementet.....	36
5.3 Forventninger til investor	37
5.3.1 Innledning.....	37
5.3.2 Investors undersøkelser	38
5.3.3 Investors kjennskap til forhold ved investeringer	39
5.4 Rådgivningsaspektet.....	42

5.4.1	Rådgivingsaspektets betydning	42
5.4.2	Den formaliserte avtalen	43
5.4.3	Vederlag for rådgivningen	43
5.4.4	Forholdet mellom kjøper og selger	44
5.4.5	Selgers tilnærming og markedsføring	45
5.5	Avveining av de ulike momentene	47
Kildeliste	50

1 Innledning

1.1 Aktualitet

I forbindelse med at det i 2013 falt dom i den såkalte Røeggen-saken (*Rt.2013.388*), mottok Finansklagenemnda over 3000¹ klager på kjøp av ulike investeringsprodukter². I mange av sakene anføres det at den profesjonelle part ikke har gitt tilstrekkelige opplysninger om investeringens innhold til forbrukeren før investeringsavtalen ble inngått.

Temaet for denne avhandlingen er rekkevidden av selgers opplysningsplikt ved salg av investeringsprodukter til forbrukere. Faktum er at selgere ofte har en opplysningsplikt overfor sin kontraktspart, på tross av at utgangspunktet etter norsk rett er at avtalepartene selv bærer risikoen for egne forutsetninger ved avtaleinngåelse.³

Spørsmålet om opplysningspliktens rekkevidde dreier seg om å fordele risikoen for kjøpers uvitenhet. At selger pålegges en videre opplysningsplikt innebærer at han må ta en større del av risikoen for kjøpers manglende kunnskap.

Det finnes ingen klar regel for hvilke opplysninger selger må gi, noe som den store saksmengden hos Finansklagenemnda som omtalt over kan være med på å illustrere. Plikten til å gi opplysninger er relativ.⁴ I lys av dette vil det i avhandlingen blant annet bli sett nærmere på hvilke momenter som er avgjørende for hvilken rekkevidde opplysningsplikten får, og hva opplysningsplikten knytter seg til. Utgangspunktet for vurderingen av om opplysningsplikten er oppfylt vil være en tolkning av hvilke krav som kan stilles til selgeren.

Noe av det som er spesielt ved salg av investeringsprodukter er at avtaleinngåelsen preges av spekulasjon. Selger er i mange tilfeller en bank, og ofte har kunden i større eller mindre grad mottatt rådgivning i sammenheng med inngåelsen av investeringsavtalen. Situasjonen kan typisk være at en bankansatt tar kontakt med en allerede eksisterende bankkunde og anbefaler vedkommende å investere i investeringsprodukter istedenfor å ha penger på sparekonto i banken. Samtidig anbefales gjerne spesifikke produkter som investeringsobjekt.

¹ Totalt 3198 klager i henhold til Finansklagenemndas pressemelding av 10. april 2014.

² Se definisjon under punkt 1.2

³ Dette utgangspunktet behandles nærmere under punkt 2.1

⁴ Se Rune Sæbø, *Innsidehandel med verdipapir*, Bergen 1995 s. 315, hvor det sies at "Opplysningsplikt vil som utgangspunkt bero på omstendighetenes art og innhold", og Henriette Nazarian, *Lojalitetsplikt i kontraktsforhold*, Tromsø 2006 s. 242-243

Rådgivningselementet skiller salg av investeringsprodukter de fra ordinære salgsvtaler. En problemstilling som kommer inn i denne sammenheng er hvilken betydning de spesielle forholdene ved salg av investeringsprodukter har for opplysningsplikstens rekkevidde.

1.2 Begrepsavklaring

Opplysningssvikt vil bli brukt som en fellesbetegnelse på tilfellene hvor selger eller rådgivers fortelser eller opplysninger av uriktig eller villedende art, er grunnlaget for kundens villfarelse.⁵ Opplysningssvikt foreligger i tilfellet hvor opplysningsplikten ikke er oppfylt.

Hvor «selger», eventuelt «rådgiver», omtales i teksten, er det også ment å vise til foretaket som vedkommende representerer. *Selger* av investeringsprodukter er i dagens samfunn ofte en bank.

Et *verdipapirforetak* er, i tråd med definisjonen i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (heretter verdipapirhandelloven eller vphl.) §2-3 første ledd, et foretak som «yter en eller flere investeringstjenester». Dette er konsesjonsbelagt virksomhet. Selgere av investeringsprodukter omfattes av definisjonen på verdipapirforetak.

Finansielle instrumenter er en fellesbetegnelse på omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater, jf. vphl. § 2-2 første ledd. Begrepet vil her brukes synonymt med investeringsprodukter. Bruken av *investeringsprodukter* er ment å tydeliggjøre at det dreier seg om sjanspregede produkter som det investeres i for å ha muligheten for økonomisk gevinst.

1.3 Legislative hensyn

Et overordnet formål med verdipapirhandelloven er å *legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter*.⁶ Tilliten til markedet er en viktig forutsetning for at markedet for verdipapirhandel skal fungere. Virksomhetsreglene skal i henhold til forarbeidene sørge for å gi verdipapirforetakene "tilstrekkelig integritet og uavhengighet slik at kundenes interesser ivaretas på en betryggende måte".⁷ Med andre ord skal kravene som

⁵ Definisjonen er i tråd med den brukt i Sæbø 1995 s. 305.

⁶ Vphl. § 1-1

⁷ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 11

stilles til virksomheten for å yte konsesjonsbelagte investeringstjenester fungere som et middel for å sikre tilliten til markedet.

På verdipapirrettens område vil særlig hensynet til investorbeskyttelse⁸ og hensynet til effektivitet kunne gjøre seg gjeldende.

Hensynet til investorbeskyttelse er særlig aktuelt ved vurderingen av hvilke opplysninger som må gis til en investor. Med investorbeskyttelse menes at det stilles krav til den profesjonelle parts opptreden med beskyttelse av investors interesser som siktemål.

Investorbeskyttelsen tilsier at investor skal gis best mulig informasjon om investeringen, slik at vedkommende settes i stand til å kunne vurdere risikoen og ta en beslutning om å investere på et best mulig opplyst og helhetlig grunnlag. Hensynet skal i første rekke ivareta de kundene som i størst grad er avhengig av investorbeskyttelse.⁹ De kundene som i størst grad er avhengige av investorbeskyttelse er de som ikke selv er i stand til å ivareta egne interesser, eksempelvis fordi de mangler erfaring og kunnskap om handel med investeringsprodukter.

På den andre side vil også effektivitetshensyn kunne gjøre seg gjeldende. Effektivitet er som vist over, angitt som en del av verdipapirhandelens overordnede formål, jf. vphl. § 1-1. Effektivitetshensyn taler for enkle regler som legger til rette for at foretaket skal kunne drive virksomheten på en mest mulig enkel, effektiv og ressursbesparende måte. Å gi unødig mye informasjon til potensielle investorer vil være dårlig ressursbruk for verdipapirforetaket. Effektivitetshensynet taler for å begrense opplysningsplikten til det som er absolutt nødvendig.

En stor informasjonsmengde vil dessuten kunne virke forvirrende eller kompliserende for investor, og slik føre til dårligere ivaretagelse av investorbeskyttelsen. Informasjonsgivelsen vil da kunne virke mot sin hensikt. De viktige opplysningene vil kunne «drukne» i all den gitte informasjonen.¹⁰ Gis det en for stor mengde informasjon, vil verken effektivitetshensyn eller hensyn til investorbeskyttelse ivaretas.

⁸ I Marte Eidsand Kjørven, «Anvendelse av avtaleloven § 36 ved salg av finansielle instrumenter til forbruker – kommentar til Rt.2012 s. 355 (Lognvik-saken)», *Lov og Rett*, 2012 nr. 7 s. 387 flg. (s. 394), omtales investorbeskyttelse som et av verdipapirrettens primærformål

⁹ Knut-A Hymer, "Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelens § 10-11 om god forretningsskikk" i *Tidsskrift for forretningsjus*, 2008 nr. 3 s. 183 flg. (s.189)

¹⁰ Se også Olav Fr. Perland, *Tilretteleggeransvar – Verdipapirforetaks erstatningsansvar ved tilrettelegging av aksjeemisjoner*, Oslo 2013 s. 282

Hensynet til forutberegnelighet gjør seg gjeldende i kontraktsforhold. Parter som inngår en avtale skal ha muligheten til forutse sin stilling. Forutberegnelighetshensyn vil blant annet tale for at kravene som stilles til virksomheten skal ha et mest mulig fast innhold, slik at reglene blir lette å forholde seg til. Videre tilsier hensynet til forutberegnelighet at avtaler skal oppfylles i tråd med det som var forutsatt ved avtaleinngåelsen.¹¹ På denne måten er det sammenheng mellom forutberegnelighetshensynet og det avtalerettslige utgangspunktet om at avtaler skal holdes.

1.4 Struktur

Så langt har avhandlingens tema og relevante hensyn blitt presentert. Videre, i oppgavens *punkt 2*, vil det forsøkes å danne en ramme for oppgaven ved å se på opplysningsplikten i de mer tradisjonelle avtaleforholdene om salg og rådgivning.

Under *punkt 3* vil det bli redegjort for hva som kan fungere som rettslig grunnlag for opplysningsplikt ved med salg av investeringsprodukter.¹² Innledningsvis vil det kort bli sett på hvilke ulike grunnlag som eksisterer, før den videre drøftelse knyttes opp mot et bestemt grunnlag.

Hvilke krav som mer konkret kan stilles til opplysninger etter reglene i verdipapirhandelloven blir tema under *punkt 4*. For å gå dypere inn i opplysningsplikten etter verdipapirhandelloven, vil plikten til å opplyse om produktets egenskaper og risikoen ved produktet bli tatt opp som særskilte tema.

Under *punkt 5* vil mer konkrete momenter i det enkelte kontraktsforholdet, som kan få betydning for opplysningsplikten være tema. Det er først og fremst avgrensningen av selgers opplysningsplikt mot investors egen undersøkelsesplikt og betydningen av rådgivningsaspektet i avtaleforholdet som vil bli drøftet. Avslutningsvis vil vi se på avveiningen av de ulike momentene som kan ha betydning for rekkevidden av selgers opplysningsplikt.

1.5 Avgrensning av problemstillingen

¹¹ Johan Giertsen, *Avtaler*, 3. utgave, Oslo 2014 s. 8-9

¹² Se Rt.2012.1926 premiss 42-48 som illustrasjon på ulike mulige rettsgrunnlag

Avhandlingen vil begrense seg til situasjonen der selgeres medkontrahent er en kunde i rollen som *forbruker*.¹³ Det avgrenses dermed mot videre behandling av avtaler mellom næringsdrivende. *Kunde, kjøper* eller *investor* vil også bli brukt i avhandlingen som betegnelse på medkontrahenten til den profesjonelle part.

I forbindelse med inngåelse av investeringsavtale er det i tillegg til investor selv, ofte flere aktører med ulike funksjoner involvert. Det vil variere hvor mange av disse ulike funksjonene som er samlet hos en aktør, eller om funksjonene eventuelt er fordelt mellom flere selvstendige aktører. Det er først og fremst rollen som selger av investeringsprodukter som her står i fokus. I tillegg vil det i noen grad også trekkes linjer til rådgiverrollen. Det avgrenses imidlertid mot videre omtale av aktører med andre funksjoner, eksempelvis utstederen av verdipapirene og långiver, om produktet er lånefinansiert. Det samme gjelder verdipapirforetak som yter andre investeringstjenester, som aktiv forvaltning.¹⁴

Temaet for avhandlingen er opplysningsplikten, og andre aspekter ved kontraktsforholdet vil derfor ikke berøres i særlig grad. Videre forutsettes det at opplysningene som den profesjonelle part kan ha plikt til å gi, er opplysninger som den vedkommende har kjennskap til. Det vil av denne grunn ikke bli gått inn i risikobetraktninger knyttet til informasjon som ingen av partene hadde kjennskap til ved avtaleinngåelsen, eller spørsmålet om det var opplysninger som part kjente eller burde kjent til.

¹³ Begrepet "forbruker" anvendes i tråd med definisjonen i lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp § 1 tredje ledd. Definisjonen av "ikke-profesjonell investor" i verdipapirforskriftens kapittel 10 er hevdet å være mer vidtfaende enn begrepet «forbruker» (se eks. Jan-Ove Færstad, "Rådgivningsaspektets betydning for bankens informasjonsplikter når den selger investeringsprodukter til forbrukere», *Tidsskrift for Forretningsjus*, 2013 note 4). Denne grensedragningen vil imidlertid ikke berøres noe videre.

¹⁴ Jf. vphl. § 2-1 første ledd pkt. 4

2 Opplysningsplikten i tradisjonelle kontrakter om salg og rådgivning

2.1 Salgskontrakter

Ved salg av investeringsprodukter vil det foreligge en salgskontrakt mellom selger og investor. Kontraktforholdet vil likevel ofte skille seg fra de alminnelige salgskontraktene. For å avgjøre hvilken opplysningsplikt som gjelder ved salg av investeringsprodukter, kan det likevel være et hensiktsmessig utgangspunkt å se på den opplysningsplikten som gjelder for de tradisjonelle salgskontraktene.

Innholdet av en selgers kontraktsforpliktelse er å levere salgsgjenstanden. Selgers ytelse er en resultatforpliktelse, og krav på vederlag er betinget av at salgsgjenstanden rent faktisk leveres i tråd med det som er avtalt.¹⁵

Målet for selger er å få inngått kjøpsavtale, og å oppnå fortjeneste eller gevinst av salget. Av denne grunn vil de fleste kunder i møte med en selger forvente at gjennomføring av salget er selgers målsetting, og være seg bevisst at selgeren har en klar egeninteresse i at kjøpsavtale inngås.¹⁶

Spørsmålet er hvilken opplysningsplikt selger har overfor kjøper i de tradisjonelle salgskontraktene.

Det alminnelige utgangspunktet etter norsk rett er at det ikke er noen generell opplysningsplikt for kontraktspartene i avtale om kjøp av en ytelse.¹⁷ Partene har selv ansvaret for egne forutsetninger ved avtaleinngåelsen, og for ivaretagelsen av egne interesser.¹⁸ Med andre ord bærer partene som utgangspunkt risikoen for sin egen villfarelse om salgsobjektet. Dette er imidlertid kun et utgangspunkt, og må modifieres. Det er ikke tvilsomt at det kan utledes en plikt til å gi informasjon av både kjøpslovgivingen og

¹⁵ Om skillet mellom resultatforpliktelser og innsatsforpliktelser se Viggo Hagstrøm, *Obligasjonsrett*, 2. utgave, Oslo 2011 s. 126 flg.

¹⁶ Færstad 2013 punkt 2

¹⁷ Hagstrøm 2011 s. 154

¹⁸ Se eksempelvis Nazarian s. 323

avtalelovgivningen.¹⁹ De ulike unntakene som kan utledes av disse kildene vil bli sett nærmere på under punkt 3.2 og 3.3.

Unntakene gjør at det i de aller fleste salgssavtaler vil foreligge en større eller mindre opplysningsplikt for selger. Hovedregelen om at det ikke er noen opplysningsplikt i kjøpsforhold blir dermed nærmest et teoretisk utgangspunkt.

2.2 Rådgivningskontrakter

Ved inngåelse av investeringsavtale vil avtaleforholdet i mange tilfeller ha et større element av rådgivning enn de ordinære kjøpsavtalene.²⁰ Hvilken opplysningsplikt som gjelder i rådgivningskontraktene kan derfor være et relevant utgangspunkt å se nærmere på.

Rådgivning som kontraktytelse er en omsorgsforpliktelse. Dette innebærer at rådgiver er forpliktet til å yte en innsats for kunden, og at vederlaget ikke er betinget av at det oppnås noe bestemt resultat.²¹

I kontrakter om rådgivning er kontraktspliktens innhold å gi motparten informasjon og veiledning.²² I situasjonen hvor en forbruker henvender seg til en rådgiver, vil bakgrunnen for henvendelsen ofte være at vedkommende trenger hjelp til å treffe en beslutning, og ikke selv er i stand til å ivareta sine interesser på tilfredsstillende vis.²³

Normalsituasjonen er at rådgiver har et informasjonsovertak i forhold til oppdragsgiveren. Det sentrale med rådgivningstjenesten kan sies å være å redusere betydningen av oppdragsgivers kunnskapsbrist.²⁴

Når informasjon er en del av selve kontraktytelsen, fremstår det som en naturlig følge at rådgiver har et større ansvar for å gi kunden opplysninger enn den ordinære selgeren.

¹⁹ Se eksempelvis Nazarian s 323 og Sæbø s. 315

²⁰ Om rådgivningsaspektet se Færstad 2013 punkt 2

²¹ Se Færstad 2013 punkt 2 hvor rådgivning som omsorgsforpliktelse omtales, og Hagstrøm 2011 s. 126 flg. om grensen mellom resultatforpliktelser og omsorgsforpliktelser (også omtalt som innsatsforpliktelser)

²² Færstad 2013 punkt 2

²³ Nazarian 2006 s. 262

²⁴ Fredric Korling, *Rådgiveransvar*, Stockholm 2010 s. 432-433

En uavhengig rådgiver vil ikke ha noen egeninteresse i hvilken beslutning kunden ender opp med å ta. Den manglende egeninteresse bidrar til å skape en forventning om at rådgivningsforpliktelsen utføres alene med hensyn til hva som er i kundens beste interesse.

Rådgivingskontrakten betegnes av Henriette Nazarian som et avtaleforhold hvor den ene parts ytelse er nettopp å ivareta medkontrahentens interesser.²⁵ Der rådgiver ikke selv har noen interesse i hvilken avgjørelse oppdragsgiveren ender opp med å fatte, fremstår dette som treffende. Innholdet av kontraktsforpliktelsen blir da alene å ivareta oppdragsgiverens interesse, og utføre oppdraget i tråd med hva som er til oppdragstakers beste.

I noen tilfeller vil ivaretagelse av oppdragsgivers interesser kunne forutsette at rådgiveren må forsikre seg om at oppdragsgiver har forstått informasjonen som er gitt.²⁶

En slik oppfatning gis det uttrykk for i Investa-dommen, hvor en bank ble kjent erstatningsansvarlig som følge av manglende rådgivning. Finansrådgiveren i saken måtte "utvise en slik aktivitet overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over hvilken risiko som til enhver tid er knyttet til hans disposisjon."²⁷

Utsagnet forstås som at rådgiveren i saken pålegges en aktiv plikt til å forsikre seg om kundens forståelse. Rådgiver må altså ta grep for å forsikre seg om at kunden faktisk er «klar over» risikoen ved investeringen, med andre ord at kunden ikke bare har mottatt informasjonen, men også forstått denne.

Plikten til å ikke bare gi informasjon, men også ha et ansvar for mottakerens forståelse er i juridisk teori blitt betegnet som *den pedagogiske plikten*.²⁸ «Den pedagogiske plikt» er ikke et rettslig begrep i den forstand at det medfører noen rettsvirkninger. Begrepet kan forklares som en betegnelse på en utvidet omsorgsforpliktelse i avtaleforholdet, i form av en særlig vidtrekkende opplysningsplikt.

²⁵ Nazarian 2006 s. 277

²⁶ Nazarian 2006 s. 246-248 og Korling 2010 s. 456-457

²⁷ Rt.2000.679 s. 688

²⁸ Viggo Hagstrøm, «Bankenes ansvar for finansiell rådgivning, særlig ved formidling av spareprodukter til forbrukere», *Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder: Festskrift til Mads Henry Andenæs*, 2010 s. 62-85 (s. 68) og Færstad 2013 punkt 6

I Draft Common Frame of Reference (DCFR)²⁹ oppstilles en plikt for den som utfører tjenester til å «take reasonable measures to ensure that the client understands the content of the information».³⁰

Avtalepartene er ikke direkte bundet av DCFR, med mindre det er inntatt som en del av avtalen. Utdraget viser imidlertid at en plikt til å forsikre seg om at motparten har forstått informasjonen som er gitt ham, ikke er noe ukjent fenomen i europeisk sammenheng. Videre kan DCFR komme til å bli vektlagt der norsk rett ikke gir noen klar løsning.³¹

Også i Sunnfjord Tunnel-dommen ble det gitt uttrykk for at rådgiveren hadde en pedagogisk plikt overfor oppdragsgiveren. I dommen ble et fondsmeglerforetak funnet erstatningsansvarlig som følge av uaktsom informasjon og rådgivning. Høyesterett fant at de aktuelle transaksjonene ikke skulle vært foretatt med mindre rådgiver " hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar, og uansett ville ha dem utført".³²

Rådgivning som kontraktytelse må etter dette kunne sies å medføre et større ansvar for å gi kunden opplysninger enn det som normalt vil være tilfelle for salgskontrakter, og i noen tilfeller også en pedagogisk plikt.

²⁹ DCFR er resultatet av et EU-finansiert prosjekt med ambisjon om å bidra til utvikling av en felles europeisk kontraktsrett. Det oppstilles i DCFR såkalte «model rules» som ikke er folkerettslig bindende, men som skal fungere som en felles referanseramme med kontraktsrettslige prinsipper. Se Giertsen 2014 s. 27-28 og s. 33-34.

³⁰ Christian von Bar (Red.) mfl., *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law Draft Common Frame of Reference (DCFR) Outline Edition* (München 2009) book IV c 7:104 nr. 1 (a)

³¹ Giertsen 2014 s. 33-34

³² Rt.2003.400 premiss 42

3 Grunnlag for opplysningsplikt

3.1 Innledning

Problemstillingen som i det videre skal drøftes er hva som kan være grunnlag for selgers opplysningsplikt ved salg av investeringsprodukter.

Vi er her inne i en salgssituasjon, men samtidig står ofte rådgivningsaspektet ved avtaleinngåelsen sterkt. Et spørsmål i denne sammenheng er om opplysningsplikten kan få så stor rekkevidde at den også innebærer en pedagogisk plikt, når blikket nå løftes bort fra de rene rådgivningstilfellene.

Både kontraktsrettslige og verdipapirrettslige regler vil være relevante på dette området. Plikt til å gi kunden opplysninger kan bero på både privatrettslige og offentligrettslige regler. I utgangspunktet er det kun i de tilfellene hvor privatrettslige regler er overtrådt at kunden kan rette krav direkte mot verdipapirforetaket.³³

I det videre vil det først bli sett på ulike privatrettslige grunnlag for opplysningsplikt, før spørsmålet om betydningen av den offentligrettslige reguleringen med krav til verdipapirforetakenes virksomhet blir tatt opp.

3.2 Privatrettslige grunnlag for opplysningsplikt

3.2.1 Kort gjennomgang av mulige rettslige grunnlag

Spørsmålet er på hvilket grunnlag det kan utledes opplysningsplikt for selgeren av investeringsprodukter.

De ulike rettsgrunnlagene presenteres i denne sammenheng kun kort for å danne et oversiktsbilde, og er på ingen måte ment som noen uttømmende fremstilling. Etter denne gjennomgangen, vil den videre drøftelse knyttes opp mot et enkelt grunnlag. Hensikten med dette er å gjøre den videre fremstillingen mer oversiktlig.

³³ Se eksempelvis Kjørven 2012 s. 387

Opplysningsplikt for selger kan for det første forankres i kjøpsrettslige regler.³⁴ Foreligger en opplysningssvikt etter kjøpsrettslige regler, vil investeringsavtalen være beheftet med en mangel. Konsekvensen vil da bli at mangelsbeføyelser kan gjøres gjeldende mot selger.³⁵

For å ta et eksempel, følger det av lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp (heretter forbrukerkjøpsloven eller fkjl.)³⁶ § 16 første ledd bokstav b at selger må gi opplysninger om «forhold ved tingen» som selger kjente eller burde ha kjent til, og som forbrukeren hadde grunn til å regne med å få. I tillegg stilles det krav om at den manglende opplysningen kan antas å ha virket inn på kjøpet.

Spørsmålet om hvilken informasjon forbrukeren hadde grunn til å regne med å få, vil avhenge av en vurdering av den konkrete situasjon. Det fremstår rimelig at forbruker har grunn til å regne med å få opplysninger om «forhold ved tingen» som er viktige for beslutningen om å inngå kjøpsavtalen. Etter forarbeidene må informasjonen være *av en viss betydning* for at selger skal ha en opplysningsplikt.³⁷

Kjøpslovgivingen modifierer klart utgangspunktet om at partene ikke har noen opplysningsplikt. Samtidig ligger det en terskel i at opplysningsplikten kun omfatter opplysninger av en viss betydning. Selger har ingen plikt til å gi alle opplysninger om salgsgjenstanden, selv om kjøper gjerne skulle sett at det var slik.

Opplysningsplikt kan for det andre forankres i erstatningsrettslige regler. Hvor manglende eller villedende opplysninger har resultert i et tap, kan det være aktuelt å fremme krav om erstatning på grunnlag av den ulovfestede culpanormen. Om verdipapirforetakets ansatte uaktsomt har fortiet informasjon som kunden burde ha fått, kan kunden rette erstatningskrav mot foretaket etter lov 13. juni 1969 nr. 26 om skadeserstatning § 2-1.

For det tredje er også avtalerettslige regler anvendelige ved opplysningssvikt. De avtalerettslige ugyldighetsreglene gis i vphl. § 12-3 direkte anvendelse på forholdet mellom kjøper og selger i verdipapirhandel. Reglene om avtalerettslig ugyldighet ville vært anvendelige på avtaleforholdet mellom kjøper og selger av investeringsprodukter også uten

³⁴ Eksempelvis av lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp (kjl.) §§18 og 19, og fkjl. § 16.

³⁵ Jf. Fkjl. Kapittel 6 og kjl. §§ 30-40

³⁶ Forbrukerkjøpsloven brukes her som illustrasjon for de kjøpsrettslige reglene da oppgavens tema knytter seg til forholdet mellom selger og forbrukerkjøper. Kravene til selger som den profesjonelle part er generelt strengere etter forbrukerkjøpsloven enn etter kjøpsloven, og eksempelet som presenteres i oppgaven er dermed formodningsvis det som inneholder den strengeste opplysningsplikten.

³⁷ NOU 1993:27 s. 124

denne bestemmelsen. Bestemmelsens funksjon er imidlertid å sikre at ugyldighetsreglene får anvendelse mellom det som er den «reelle» selger og kjøper, også der handelen er skjedd via mellomledd.³⁸

Lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer 1918 (heretter avtaleloven eller avtl.) § 33 gir grunnlag for tilsidesettelse av avtalen der opplysningssvikten tilsier at det ville stride mot «redelighet og god tro» å gjøre avtalen gjeldende.

3.2.2 Avtaleloven § 36 og den ulovfestede lojalitetsplikten

Etter nå å ha vært kort innom ulike grunnlag for selgers opplysningsplikt, vil videre behandling begrenses til opplysningsplikten i lys av avtaleloven § 36. I Røeggen-dommen var det dette som ble anvendt som grunnlag for tilsidesettelse av investeringsavtalen.³⁹

Etter avtl. § 36 kan avtale revideres eller settes til side, om det ville virke «urimelig»⁴⁰ å gjøre den gjeldende. Spørsmålet blir når opplysningssvikt gjør det «urimelig» å gjøre investeringsavtalen gjeldende.

Ordlyden av «urimelig» tilsier en viss terskel. Forarbeidene legger opp til at dette skal være et strengt kriterium. Det må i henhold til disse være snakk om positiv urimelighet før det blir aktuelt å anvende bestemmelsen, det er ikke tilstrekkelig at det kan tenkes rimeligere løsninger.⁴¹

Urimelighetsvilkåret er en såkalt rettslig standard. Dette innebærer at rettsvilkåret er angitt som en vid og skjønnsmessig norm, hvor det nærmere innholdet kan endre seg i takt med samfunnsutviklingen. Man kan si at standarden viser til en norm som ligger utenfor standarden selv.⁴²

³⁸ Tor Bechmann, mfl., Verdipapirhandelloven [lov av 1997] kommentarutgave, Oslo 2002 s. 766-768, om tilsvarende bestemmelse i tidligere lov

³⁹ Rt.2013.388 premiss 129

⁴⁰ Avtl. § 36 hjemler også lemping av avtale som det ville «stride mot god forretningsskikk» å gjøre gjeldende. Det som strider mot god forretningsskikk vil også være urimelig å gjøre gjeldende, og dette vilkåret har derfor begrenset selvstendig betydning, jf. Ot.prp.nr.5 (1982-83) s. 31. Av denne grunn fokuseres det i teksten kun på urimelighetskriteriet.

⁴¹Ot.prp.nr. 5 (1982-83) s. 30

⁴² Perland 2013 s. 129

Etter avtl. § 36 annet ledd, kan det i urimelighetsvurderingen blant annet legges vekt på «partenes stilling», «forholdene ved avtaleinngåelsen» og «omstendighetene for øvrig». Det gis her anvisning på bred helhetsvurdering av avtaleforholdet, hvor i praksis alle omstendigheter ved avtalen kan få betydning for spørsmålet om urimelighet.

Det er den konkrete rimeligheten av den enkelte avtale som skal vurderes. Terskelen for urimelighet kan variere etter omstendighetene rundt avtalen, som styrkeforholdet mellom partene.⁴³ Eksempelvis skal det mer til for å konstatere urimelighet i en kommersiell avtale mellom to profesjonelle aktører, enn i avtale hvor styrkeforholdet mellom partene er skjevt.

Avtalelovens § 36 kan betraktes som et utslag av den ulovfestede lojalitetsplikten i kontraktsforhold.⁴⁴ I spørsmålet om en avtale kan lempes i medhold av avtl. § 36, kan lojalitetsplikten få betydning.⁴⁵ Vi vil av denne grunn se nærmere på innholdet av lojalitetsplikten.

Lojalitetsplikten i kontraktsforhold er et rettslig prinsipp, og ingen selvstendig rettsregel. Et rettslig prinsipp kan forklares som en norm som eksisterer på et nivå over rettsreglene. Det rettslige prinsippet kan gis anvendelse ved at det utledes rettsregler fra det, eller som tolkningsmoment i rettsanvendelsen.⁴⁶

Utviklingen av lojalitetsplikten er skjedd i et samspill mellom teori, rettspraksis og lovgivning.⁴⁷ Den ulovfestede lojalitetsplikten kan forklares som en forpliktelse for partene i et kontraktsforhold til å ivareta hverandres interesser.⁴⁸ I noen situasjon kan lojalitetsplikten medføre at part får tilleggsplikter i kontraktsforholdet, utover det som følger direkte av avtalen.⁴⁹

Eksistensen av en ulovfestet lojalitetsplikt anerkjennes blant annet av Høyesterett i Tromsø Sparebank-dommen, hvor det uttales at gyldigheten av en kausjonserklæring i alle fall ville «rammes av ulovfestede regler om lojalitet i kontraktsforhold».⁵⁰

⁴³ Geir Woxholth, «Utviklingen i rettspraksis vedrørende anvendelsen av avtaleloven § 36 – Fra generell formuerettslig lempningsregel til en avtalerettslig spesialregulering av tilblivelsesmangler og en obligasjonsrettslig «rettskildeparentes»?», *Jussens Vennes*, 2013 nr. 4 s. 259 flg. (s. 265)

⁴⁴ Ernst Nordtveit, *Oppdragssamarbeid*, Oslo 1992 s. 82, og Sæbø s. 342-345

⁴⁵ Geir Woxholth, *Avtalerett*, 9. utgave, Oslo 2014 s. 278

⁴⁶ Nils Nygaard, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2. utgave, Bergen 2004 s. 279-282, og Nazarian 2006 s. 56

⁴⁷ Giertsen 2014 s. 11

⁴⁸ Basert på definisjonen brukt i Nazarian 2006 s. 3

⁴⁹ Nordtveit 1992 s.10

⁵⁰ Rt.1984.28 s. 34

I juridisk teori er det lagt til grunn at lojalitetsplikten kan være grunnlag for opplysningsplikt ved avtaleinngåelse.⁵¹ På denne måten bidrar lojalitetsplikten til å modifisere utgangspunktet om at hver part bærer risikoen for egne forutsetninger ved avtaleinngåelsen. Lojalitetsplikten kan betraktes som en ytre grense for avtalefriheten.⁵²

Det nærmere innholdet og rekkevidden av lojalitetsplikten er relativ.⁵³ Med dette menes at lojalitetsplikten ikke har noen absolutt størrelse eller entydig innhold.⁵⁴ Rekkevidden av den vil bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfellet.⁵⁵ Hensynet til forutberegnelighet taler for at lojalitetsplikten gis et mest mulig fast innhold. Forutberegnelighetshensynet ivaretas ved at lojalitetsvurderingen knyttes opp mot forhåndsgitte momenter.

Hvilken opplysningsplikt som kan utledes av lojalitetsplikten beror på en konkret vurdering av hvilke forventninger en avtalepart vil kunne ha til informasjon i kontraktssituasjonen. Det er sikker rett at det ikke enhver forventning vil være relevant i denne sammenheng. Det er kun de forventninger som er *berettiget* ut fra kontraktssituasjonen som er av betydning, og som vil beskyttes av rettsordenen.⁵⁶

Hvilke berettigede forventninger man kan ha til at avtaleparten skal gi informasjon, har sammenheng med hva som kan forventes av medkontrahentens ivaretagelse av egne interesser.⁵⁷ Hvis medkontrahenten forventes å være fullt ut i stand til å ivareta egne interesser i den gitte situasjon, har ikke avtaleparten noen oppfordring til å søke å ivareta interessene i avtaleforholdet for ham.

Hva som kan forventes av medkontrahentens ivaretagelse av egne interesser beror på en sammensatt vurdering av avtaleforholdet. I denne sammenheng kan flere momenter få betydning, som for eksempel omstendighetene før avtaleinngåelsen og partenes opptreden. I det følgende vil det bli sett noe nærmere på noen av elementene som kan ha betydning for forventningen om lojalitet.

For det første kan kontraktstypen ha betydning for partenes forventning om lojalitet. I avtaler om rådgivning vil kontraktytelsen i seg selv være en omsorgsforpliktelse, og innebære en

⁵¹ Dette utgangspunktet er brukt både i Sæbø 1995 s. 315 og av Nazarian 2006 s. 323

⁵² Nazarian 2006 s. 132

⁵³ Sæbø fremstiller plikten som relativ i 1995 s. 322-323

⁵⁴ Giertsen 2014 s. 11

⁵⁵ Nazarian 2006 s. 171

⁵⁶ Nazarian 2006 s. 334-335, Færstad 2013 punkt 5.1

⁵⁷ Nazarian 2006 s. 241

forpliktelse til å ivareta kundens interesser. Dette taler for at det i disse tilfellene må gjelde en sterk lojalitetsplikt.⁵⁸

I salgsvtaler hvor ytelsen er en resultatforpliktelse, og utgangspunktet er at partene selv har ansvaret for ivaretagelsen av egne interesser, vil kontraktstypen tilsi at det er mindre grunn til forventninger om lojalitet. Jo større grad av omsorgsforpliktelse avtalen innebærer, desto mer vil kunne forventes med hensyn til ivaretagelsen av kundens interesser.

Et annet moment som kan være av betydning for forventningene til parts ivaretagelse av sine egne interesser, er omstendigheter ved personen selv. Alder, erfaring, utdanning og lignende vil kunne skape en forventning om at vedkommende i større eller mindre grad er i stand til å ivareta egne interesser.⁵⁹ En forutsetning for at denne typen omstendigheter skal kunne skape en forventning hos motparten, er imidlertid at de er synbare eller kjent for motparten.⁶⁰ Er det ikke slike synbare omstendigheter ved kunden, vil den profesjonelle part ha en beskyttelsesverdig forventning om at kunden er i stand til å ivareta sine interesser på linje med det som kan forventes av en alminnelig fornuftig person.

Videre kan tilknytningen mellom partene være av betydning. Forventningen om lojalitet fra motparten vil øke der avtaleforholdet for eksempel varer over tid, eller der partene har hyppig kontakt. I disse tilfellene vil det bygge seg opp et tillitsforhold mellom partene, som igjen er med på å skape forventninger om at motparten vil ivareta ens interesser.⁶¹

I Tromsø Sparebank-dommen ble det slått fast at banken i saken skulle ha foretatt seg noe for å klargjøre om kausjonisten hadde fått de opplysninger som banken måtte forstå var relevante for om kausjonisten ville avgi kausjonsløftet. Banken skulle med andre ord ha forsikret seg om at motparten hadde tilstrekkelige opplysninger før kausjonserklæringen ble avgitt.⁶²

Dommen synes å legge opp til at lojalitetsplikten kan medføre en tilleggsplikt til å forsikre seg om at motparten har et tilstrekkelig opplyst beslutningsgrunnlag. En forståelse av dette er at lojalitetsplikten kan medføre at kontraktsparten får en så vidtgående opplysningsplikt, at det også oppstår en pedagogisk plikt overfor medkontrahenten. Med andre ord kan hvorvidt

⁵⁸ Nazarian 2006 s. 246 flg.

⁵⁹ Nazarian 2006 s. 253

⁶⁰ Nazarian 2006 s. 257-259

⁶¹ Nazarian 2006 s. 267-269

⁶²Rt.1984.28 s. 34

avtalepart har en pedagogisk plikt ha en sammenheng med hvor sterk lojalitetsplikten i avtaleforholdet er.

Lojaliteten i kontraktsforholdet vil altså i mange tilfeller kunne ha betydning opplysningsplikten og dens rekkevidde. Lojalitetsplikten vil ligge som et bakteppe ved vurderingen av partenes opplysningsplikt, og kan få direkte betydning for om avtalen kan lempes etter avtl. § 36.

3.3 Betydningen av offentligrettslige regler

Spørsmålet er hvilken betydning offentligrettslig regulering av verdipapirforetakenes opptreden har for vurderingen av selgers opplysningsplikt i henhold til avtaleloven § 36.

De offentligrettslige kravene til verdipapirforetakenes opptreden finnes hovedsakelig i verdipapirhandelloven. Opplysningsplikt kan først og fremst utledes av kravet om at verdipapirforetaket må opptre i tråd med "god forretningsskikk" i vphl. § 10-11.

Utgangspunktet er at kravene som stilles til virksomheten etter offentligrettslige regler ikke kan anvendes som primært rettsgrunnlag for krav fra kunden. Ved brudd på god forretningsskikk-standarden er det i utgangspunktet offentligrettslige sanksjoner som er aktuelle, for eksempel inndragning av konsesjon eller mulkt.⁶³

Spørsmålet er så om brudd på kravene i verdipapirhandelloven likevel kan få betydning for kundens krav som følge av opplysningssvikt.

Etter en gjennomgang av anførte privatrettslige grunnlag for opplysningsplikten, uttalte Høyesterett i Fokus Bank-dommen at

(...) Jeg anser verdipapirhandellovens bestemmelser om finansforetaks plikter overfor sine kunder som et hensiktsmessig utgangspunkt for bedømmelsen av hvilke krav man kan stille til banken. Det gjelder selv om overtredelse av verdipapirhandelloven - som er en offentligrettslig lov - ikke automatisk gir avtaleparten et krav mot banken.⁶⁴

Høyesterett anvender her verdipapirhandellovens bestemmelser som et utgangspunkt for hvilke krav som kan stilles til virksomheten også etter privatrettslige regler. Den

⁶³ Jf. vphl. §§ 17-1 til 17-5

⁶⁴ Rt.2012.1926 premiss 48

offentligrettslige reguleringen i verdipapirhandelloven gis på denne måten betydning for privatrettslige krav mot verdipapirforetaket.

Det bør poengteres at det var verdipapirhandelloven fra 1997⁶⁵ som regulerte saksforholdet i Fokus Bank-saken.⁶⁶ Kjernen i kravet til "god forretningsskikk" forutsettes imidlertid å være den samme etter dagens lov,⁶⁷ og det er dette som vil være sentralt i vår sammenheng. I den nye loven er kravet til god forretningsskikk bare blitt ytterligere konkretisert⁶⁸ i tråd med de EØS-rettslige forpliktelsene etter MiFID.⁶⁹

Det finnes flere grunner som taler for å la kravene etter verdipapirhandelloven utgjøre kjernen av vurderingen av opplysningssvikt etter avtaleloven § 36 i denne typen situasjoner.

Hensynet til forutberegnelighet taler for at informasjon som oppfyller kravene til "god forretningsskikk", også skal være tilstrekkelig etter avtalerettslige regler.⁷⁰ Det gir svak forutberegnelighet for aktørene på verdipapirmarkedet om kravene til opplysning skal variere etter hvilke sanksjonene det er aktuelt å anvende.⁷¹

Om det ikke er samsvar mellom pliktene etter de offentligrettslige regler og handlenormen etter de privatrettslige reglene, risikerer man motstrid mellom de ulike regelsettene. Dette vil medføre at foretaket i noen tilfeller kan komme til å måtte velge hvilke regler skal følges, med den konsekvens at andre plikter brytes.⁷²

En slik rettstilstand vil klart nok være uheldig. Dette taler for at løsningen med å bruke verdipapirrettens regler som utgangspunkt for hvilke krav som stilles til foretakene fra Fokus Bank-dommen, er hensiktsmessig.

Samtidig er det en retts teknisk enkel løsning å ta utgangspunkt i kravene etter verdipapirhandelloven.⁷³ En enhetlig regulering av opplysningsplikten, uavhengig av anført

⁶⁵ Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (opphevet)

⁶⁶ Det samme gjelder for Røeggen- og Lognvik-dommen

⁶⁷ Det legges til grunn i Rt.2012.1926 premiss 49

⁶⁸ Ot.prp.nr 34 (2006-2007) s. 104-105

⁶⁹ Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter. MiFID er et EU-direktiv som regulerer virksomhet på verdipapirmarkedet, og som har et formål om å bidra til harmonisering av det europeiske verdipapirmarkedet. Se mer i Sverre Tyrhaug og Tore Mydske, «Gjennomføringen av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn», *Tidsskrift for forretningsjus*, 2008 s. 152 flg.

⁷⁰ Færstad 2013 punkt 5.6

⁷¹ Perland 2013 s. 115

⁷² Perland 2013 s. 111-112

⁷³ Færstad 2013 s. 325

rettsgrunnlag for det privatrettslige kravet, innebærer en forenklet behandling av spørsmålet, og er sånn sett rettsøkonomisk gunstig.

Det kan derimot tale mot å bruke verdipapirhandelovens krav som et felles utgangspunkt, at det er ulike terskler for å gjøre krav gjeldende etter de ulike privatrettslige rettsgrunnlagene. Anvendes verdipapirhandelovens regler uavhengig av anført rettsgrunnlag, tilsier gode grunner at det må foretas en etterfølgende vurdering av hvorvidt opplysningssvikten utløser noe krav. Terskelen for at opplysningssvikten skal utløse krav vil på denne måten fortsatt avhenge av det enkelte rettsgrunnlaget. Terskelen for å gjøre de ulike kravene gjeldende kan variere, og det samme gjelder eventuelle tilleggsvilkår.

En eventuell opplysningssvikt etter verdipapirhandelloven må da vurderes opp mot terskelen i avtaleloven § 36. Forarbeidene legger som nevnt opp til at det skal en del til for at noe er «urimelig», og ethvert pliktbrudd etter verdipapirhandelloven § 10-11 vil nok ikke medføre at terskelen for «urimelighet» er oppfylt.

Kravene til foretakets opptreden etter verdipapirhandelloven vil således kun utgjøre et utgangspunkt eller referansepunkt for kravene til verdipapirforetakets opptreden,⁷⁴ og ikke et selvstendig rettsgrunnlag for krav mot selgeren.

Den rettskildemessige løsningen i Fokus Bank-dommen er videreført i Røeggen-dommen, hvor det uttales at på «området saken gjelder, må avtaleloven § 36 ses i sammenheng med verdipapirhandelovens bestemmelser blant annet om informasjonsplikt».⁷⁵

Etter dette synes det å være akseptert i rettspraksis at innholdet av vurderingen av om det foreligger en opplysningssvikt som medfører urimelighet etter avtaleloven § 36, tar utgangspunkt i kravene etter verdipapirhandelloven § 10-11.

Vurdering av opplysningsplikt for selgeren av investeringsprodukter vil derfor i det følgende ta utgangspunkt kravene etter verdipapirhandelloven.

⁷⁴ Uttrykksmåte hentet fra Færstad 2013 punkt 5.6

⁷⁵ Rt.2013.388 premiss 62

4 Opplysningsplikt etter verdipapirhandelloven

4.1 Kravet om "god forretningsskikk"

Spørsmålet er så hvilke krav til informasjon fra selger av investeringsprodukter som kan oppstilles etter verdipapirhandelloven.

Utgangspunktet er også for avtaler om salg av investeringsprodukter at partene bærer risikoen for egne forventninger til produktet. Utgangspunktet er at kjøper har den såkalte *investeringsrisikoen*, og må bære risikoen for en feilslått investering.

Særlig vil kravet i verdipapirhandelloven § 10-11, om at virksomheten må drives i tråd med «god forretningsskikk», være sentralt for verdipapirforetakets opplysningsplikt. Spørsmålet blir da hvilken opplysningsplikt som kan utledes av denne bestemmelsen.

En naturlig språkforståelse av «god forretningsskikk» peker mot et krav om redelighet og god oppførsel, i tråd med det som bør kunne forventes på vedkommende livsområde. Kravet til "god forretningsskikk" er en rettslig standard, i likhet med urimelighetskriteriet i avtaleloven § 36.⁷⁶

Bestemmelsen gjennomfører MiFID⁷⁷ art. 19, og gjelder for alle som driver konsesjonsbelagt virksomhet på verdipapiriområdet. MiFID kan ha betydning for fastleggingen av god forretningsskikk-standarden, da direktivet på noen punkter er mer utførlig enn det den norske lovteksten er.

Det nærmere innholdet i god forretningsskikk-standarden konkretiseres i bestemmelsens påfølgende ledd, samt i tilhørende forskriftsverk. Innholdet av "god forretningsskikk" er imidlertid ikke uttømmende regulert i loven.⁷⁸ Dette innebærer at verdipapirforetakene også kan ha opplysningsplikter som ikke kan utledes direkte av lovteksten, for å tilfredsstille kravet om god forretningsskikk.

⁷⁶ Se punkt 3.2.2

⁷⁷ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 104

⁷⁸ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 436

God forretningsskikk-kravet innebærer en plikt til å påse at «kundenes interesser (...) ivaretas på best måte», jf. vphl. § 10-11 første ledd annet punktum.

Ut fra ordlyden synes verdipapirforetakene å ha en plikt til å ivareta sine kunders interesser som ligger nært omsorgsforpliktelsen i de ordinære rådgivningskontraktene. Ivaretagelse av medkontrahentens interesser er også kjernen i lojalitetsplikten, noe som kan peke mot at det i utgangspunktet foreligger en sterkere lojalitetsplikt for verdipapirforetakene i møte med sine kunder enn det som gjelder i mer ordinære kjøpsforhold.

I det følgende skal vi se nærmere på hvilke krav som vphl. § 10-11 stiller til opplysninger som skal gis, og måten disse gis på.

4.2 Krav til hvilke opplysninger som skal gis

4.2.1 Generelle innholdskrav etter verdipapirhandelloven § 10-11

Verdipapirforetakenes opplysningsplikt reguleres først og fremst av vphl. § 10-11 annet ledd. Bestemmelsen angir punktvis ulike forhold som den potensielle kunden skal bli gitt informasjon om. Det må gis opplysninger om verdipapirforetaket, finansielle instrumenter og investeringsstrategier, handelssystemer og markedsplasser om benyttes, samt omkostninger og gebyrer.

Opplysningsplikten bør ses i sammenheng med bestemmelsens formål. Formålet er at kunden skal settes «i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys», jf. § 10-11 annet ledd siste punktum. En naturlig forståelse av formålet tilsier at kundens forståelse her er hensikten ved opplysningsplikten.

Det er de "relevante" opplysninger foretaket har plikt til å gi, jf. vphl. § 10-11 annet ledd første punktum. I dette ligger det en begrensning i hvilke opplysninger som er nødvendige å gi til kunden. Hvor stor denne begrensningen er, vil igjen avhenge av hva som er bestemmende for om opplysningene betraktes som "relevante".

Ordlyden tilsier at det er snakk om opplysninger som har betydning for kundens investeringsbeslutning. Utover dette sier verken ordlyden eller forarbeidene noe mer om hva som gjør opplysningene "relevante".

I vurderingen av hvilke opplysninger som er "relevante", vil det være hensiktsmessig å se til formålet med opplysningsplikten. "Relevante" opplysninger vil da være de opplysningene som er nødvendige for å sette kunden «i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys». Hvilke opplysninger dette er vil bero på en skjønnsmessig vurdering i den enkelte sak.⁷⁹

Hensynet til investorbeskyttelse støtter en slik løsning. De kundene med størst behov for informasjon og veiledning vil etter en skjønnsmessig vurdering kunne få nettopp det.

Hva som setter kunden i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringen vil variere fra kunde til kunde. I vurderingen av hvilke opplysninger som må gis til kunden, vil det kunne være aktuelt å se hen til blant annet kundens kunnskapsnivå, profesjonalitet og investeringserfaring.⁸⁰ Dette er omstendigheter med betydning for hva som kan forventes av kunden.

Høyesterett viser i Fokus Bank-dommen til at blant annet kundenes investeringserfaring vil være relevant for hvilke opplysninger som må gis.⁸¹ Betydningen av kundens erfaring og kunnskap vil behandles nedenfor under punkt 5.3.

4.2.2 Informasjon om produktets egenskaper

Et av momentene det må gis relevante opplysninger om etter god forretningsskikk-kravet er «finansielle instrumenter (...)», jf. vphl. § 10-11 annet ledd pkt. 2.

Bruken av flertallsform kan tilsi at investor skal gis informasjon om finansielle instrumenter på et mer generelt plan.

Hvilke opplysninger som skal gis må som sagt tolkes i lys av formålet med opplysningsplikten. Spørsmålet blir da hvilke opplysninger om «finansielle instrumenter» som må gis for at kunden i rimelig grad skal settes i stand til "å forstå arten av (...) de finansielle instrumentene som tilbys", jf. vphl. § 10-11 annet ledd siste punktum.

Sett i sammenheng med formålet, fremstår det som at verdipapirforetaket har plikt til å gi potensielle kunder informasjon om det enkelte produkt det er aktuelt å investere i.

⁷⁹ Slik forstås Edvard Horn Welle-Strand, *Investeringsrådgiverens erstatningsansvar*, Oslo 2013 s. 50-51

⁸⁰ Se Jone Engh, *Finansrådgivers plikter og ansvar*, Oslo 2009 s. 71 og Welle-Strand 2013 s. 51 flg.

⁸¹ Rt.2012.1926 premiss 51

Bestemmelsen kan dermed forstås som at den innebærer en plikt til å gi den informasjonen som behøves, både om finansielle instrumenter generelt⁸² og det aktuelle investeringsproduktet spesielt, for at investor skal «forstå arten av» produktet som tilbys.

Dette kan oppfattes som at investor uten særlige forhåndskunnskaper må gis et ganske stort omfang av opplysninger om finansielle instrumenter, da det skal mer til for at vedkommende forstår arten av produktene som tilbys. Selgers opplysningsplikt vil likevel være begrenset på dette punktet, da noe av denne informasjonen må forutsettes å være kjent for investor. Hva det kan forutsettes at investor har kjennskap til, vil behandles grundigere under punkt 5.3.3.

Har investor tidligere investeringserfaring, vil det trolig ikke være like stort behov for å gi informasjon om finansielle instrumenter generelt. Det vil likevel være grunn til å opplyse om spesielle omstendigheter ved det aktuelle produktet.⁸³

Et spørsmål er hva slags opplysninger som regnes som opplysninger om investeringsproduktet.

I verdipapirforskriften⁸⁴ § 10-13 (1) angis ulike opplysninger om finansielle instrumenter som skal gis i den grad det er «relevant i forhold til den aktuelle instrumenttype og kundens profesjonalitet og kunnskapsnivå», jf. annet punktum. Dette omfatter blant annet opplysninger om risikoen ved produktet, eventuelle begrensninger i markedet for den aktuelle typen produkt, og ulike forpliktelser som knytter seg til investeringen i produktet. Dette er opplysninger om investeringsproduktet, som i henhold til ordlyden kun skal gis i den grad de er relevante.

Er kontraktobjektet finansielle instrumenter, vil ifølge Nazarian også opplysninger om «markedsforhold, herunder hypoteser, beskrives som opplysninger ved salgsgjenstanden».⁸⁵ Dette er opplysninger som kan ha særlig betydning for verdien, og for vurderingen av mulig fremtidsutvikling for investeringsobjektet. Der opplysningene trengs for å oppnå tilstrekkelig forståelse av investeringsproduktet og risikoen ved det, virker det nærliggende at også disse betraktes som opplysninger om investeringsproduktet.

⁸² Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 2. utgave, Oslo 2008 s. 214 oppfatter bestemmelsen på samme måte

⁸³ Hymer 2008 s. 194

⁸⁴ Forskrift nr. 876/2007

⁸⁵ Nazarian 2006 s. 341, med videre henvisning til Sæbø 1995 s. 320

Eksempelvis kan en opplysning om investeringsprodukter være om produktet er en del av et regulert marked eller ikke, eller om det har egenskaper som innebærer at det påvirkes av utvikling i markedet på en bestemt måte. I Fokus Bank-dommen var det et sentralt moment om det var tilstrekkelig informert «om muligheten for at notene kunne bli terminert på grunn av verdifall i markedet».⁸⁶ Termineringsadgangen var en spesiell egenskap ved produktet, og Høyesterett fant at det var gitt tilstrekkelig informasjon til at kundene var satt i stand til å forstå denne egenskapen.

Det kan så stilles spørsmål om hvilken betydning produktets kompleksitet har for omfanget av opplysningsplikten.

I Røeggen-saken hadde en forbruker, herr Røeggen, kjøpt aksjeindeksobligasjoner fra en bank. Investeringen medførte et tap for Røeggen, og etter en helhetsvurdering av avtaleforholdet satte Høyesterett investeringsavtalen til side i medhold av avtl. § 36. I dommen uttaler Høyesterett at det stilles særlige krav til dem som tilbyr «komplekse finansielle instrumenter» til uerfarne forbrukere.⁸⁷ Uttalelsen kan tas til inntekt for at produktets kompleksitet vil kunne medføre strengere krav til at selger må utvise en omsorg for kjøper i avtaleforholdet.

Sammensatte produkter vil ofte være mer kompliserte enn mange andre investeringsprodukter, da de består av flere ulike deler med sine egne egenskaper og risiko. Spørsmålet om opplysningsplikt på dette området er imidlertid blitt mindre problematisk, ved at det er gitt forholdsvis strenge utfyllende regler om opplysningsplikten i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter⁸⁸.

Generelt kan det antas at det skal mer til for at en kunde forstår investeringsproduktets innhold hvor de aktuelle produktene er komplekse. Eksempelvis skal det nok i de fleste tilfeller mer til for at kunden forstår innholdet og egenskapene til produktet hvor det aktuelle produktet er en terminavtale eller annen derivatavtale⁸⁹, enn hvor det aktuelle produktet er en mer ordinær investering i børsnoterte aksjer.

⁸⁶ Rt.2012.1926 premiss 40

⁸⁷ Rt.2013.388 premiss 124

⁸⁸ Forskrift nr. 1317/2006

⁸⁹ Vphl. § 2-2 første ledd fjerde alternativ

Dette taler for at jo mer komplekse produktene er, desto strengere krav stilles til informasjonen skal gis om produktene for at opplysningsplikten skal være oppfylt etter § 10-11 annet ledd.

Investor har på sin side selv et ansvar for å sette seg inn i informasjon tilknyttet produkter som de velger å investere i. Investors egenansvar for å sette seg inn i produktene og informasjonsmaterialet som er gitt, kan begrense selgers opplysningsplikt knyttet til dette. Dette skal vi komme tilbake til under punkt 5.3.2. Det er likevel greit å være oppmerksom på at det som her sies om opplysningsplikten rekkevidde ikke gir det hele bildet, men også vil påvirkes av avtaleforholdets øvrige omstendigheter.

4.2.3 Informasjon om risiko

Plikten til å opplyse om risikoen ved produktet har vært et sentralt tema i nyere praksis fra Høyesterett. I saker hvor investor har lidt et tap på sin investering, anføres det ofte at investor ikke forsto hvilken risiko som lå i investeringen. Risikoen ved et produkt har nær sammenheng med produktets egenskaper. I dette punktet vil det knyttes noen kommentarer til hvilken informasjon som må gis om investeringens risiko.

Spørsmålet er hvilken plikt til å opplyse om risiko som følger av vphl. § 10-11.

Utgangspunktet er som nevnt at investor selv må bære risikoen for utviklingen i markedet.

Av kravet om god forretningsskikk følger det en plikt til å gi kunden "hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier", jf. vphl. § 10-11 annet ledd pkt 2.

Ordlyden tilsier at kunden skal gjøres oppmerksom på risikoen ved investeringen, og ikke bare på utsiktene for avkastning dersom produktet skulle ha en positiv verdiutvikling. Risikoen ved investeringen dreier seg om den potensielle størrelsen på et tap og sannsynligheten for at tapet vil inntreffe. Ordlyden sier ikke mer om hvor tydelig advarsel som må gis, eller hvor langt foretaket må gå i å forsikre seg om at kunden har forstått risikobildet.

Det er et overordnet mål at informasjonen skal gis "slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå (...) risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys". Forståelse av risiko er med andre ord et eget formål med opplysningsplikten.

Spørsmålet blir så hvilke opplysninger om risiko som må gis for at kunden i rimelig grad skal bli i stand til å forstå denne.

I Fokus Bank-saken hadde en bank solgt finansielle instrumenter, i form av noter, til en rekke kunder før finanskrisen inntrekkte i 2009. Kundene fikk ikke medhold av retten i at det forelå opplysningssvikt fra bankens side. I dommen slår Høyesterett fast at det er for strengt å kreve at det gis opplysninger om mulige dramatiske følger av en upåregnelig utvikling. Det var i saken tilstrekkelig at kundene ut ifra det samlede informasjonsmaterialet selv kunne sette seg i stand til å forstå denne risikoen.⁹⁰ Standpunktet gjentas i Røeggen-dommen, hvor det uttales at selv om omstendighetene taler for en streng informasjonsplikt innebærer det "ikke et krav om at alle tenkelige situasjoner skal beskrives".⁹¹ Sett i sammenheng synes rettspraksis å legge opp til en begrensning i opplysningsplikten hva gjelder upåregnelige situasjoner.

Hensynet til effektivitet gir støtte til at foretaket ikke skal pålegges å gi kundene informasjon om alle mulige følger i situasjoner oppstår av en upåregnelig utvikling.

Har investor erfaring og kunnskap om verdipapirhandel, fremstår det forsvarlig å gi en mindre omfattende informasjonsmengde om risikoen ved produktet er nokså ordinær. Er det derimot noe ekstraordinært med risikoen ved et spesielt produkt, kan det være god grunn til å gi mer informasjon om dette, også til mer erfarne investorer. For eksempel om risikoen er høyere enn det som det er grunn for anta ut fra produktets art, vil verdipapirforetaket ha en plikt til å informere om dette.⁹²

For at investor skal ha muligheten til å forstå risikoen ved produktet, er det viktig at informasjonen som gis er *riktig, nøktern og realistisk*.⁹³ Informasjonen må ikke kun fremheve muligheten for avkastning og vekst, men også gi et realistisk bilde av usikkerheten knyttet til den videre utvikling, og mulighetene for tap som følger av investeringen.

Kjøp av investeringsprodukter er ikke sjeldent lånefinansiert. Lånefinansiering er særlig aktuelt for investorer uten fri egenkapital. Et spørsmål som har vært oppe i rettspraksis er hvilken betydning det har for informasjonsplikten at investeringen er lånefinansiert.

⁹⁰ Rt.2012.1926 premiss 54-56

⁹¹ Rt.2013.388 premiss 125

⁹² Hymer 2008 s. 194

⁹³ Rt.2013.388 premiss 128

Ved lånefinansiering av investeringen vil avkastningen bli større om investeringen får en positiv utvikling, men det samme gjelder tapet der investeringen får en negativ utvikling. I tillegg vil lånekostnadene medføre at det kreves en større positiv utvikling før investor oppnår gevinst på investeringen, som følge av at lånekostnadene må dekkes inn igjen.

Konsekvensene av lånefinansiering ble trukket frem som en del av opplysningsplikten i Røeggen-saken. Høyesterett anså bankens informasjon om virkningen av lånefinansiering for å være for ensidig fokusert på den økte avkastningsmuligheten dette innebar. Det burde også vært «gitt et realistisk bilde av at en slik finansiering også gir større risiko for tap».⁹⁴ For ensidig fokus vil fort virke villedende for den som mottar informasjonen.

På den andre side blir det sagt i Fokus Bank-dommen at det må kunne forutsettes at kundene var kjent med grunnleggende forhold, som at risikoen ved en investering kan bli ekstra stor der den er lånefinansiert.⁹⁵ Av dette kan det sluttet at det i utgangspunktet kan forventes at kundene selv forstår betydningen av lånefinansiering av investeringer, og den økte risikoen dette medfører. Skal det likevel gis informasjon om betydningen av lånefinansiering, må denne imidlertid være balansert.

Lånefinansiering virker dessuten kompliserende for avtaleforholdet mellom kunden og selger av investeringsproduktet, noe som «har betydning for informasjon banken må gi kundene».⁹⁶ På denne måten vil lånefinansiering kunne virke skjerpene for kravene til den informasjonen som blir gitt.

Men lånefinansiering kan neppe i seg selv anses som et så kompliserende moment at det medfører at selger får en så utstrakt opplysningsplikt, at den omfatter en plikt til å forsikre seg om motpartens forståelse. Eksempelvis var investeringen som ble gjort i Lognvik-dommen lånefinansiert uten at Høyesterett anså investeringen for å være særlig uoversiktlig, og banken var ikke pålagt noe ansvar for å forsikre seg om investors forståelse. Selv om lånefinansiering virker kompliserende, kan avtaleforholdet altså i sin helhet likevel være oversiktlig.

4.3 Krav til hvordan opplysningene gis

⁹⁴ Rt.2013.388 premiss 112

⁹⁵ Rt.2012.1926 premiss 60

⁹⁶ Rt.2013.388 premiss 113

Etter verdipapirhandelloven § 10-11 tredje ledd skal informasjon som verdipapirforetaket gir være "korrekt, klar og ikke villedende". Dette innebærer at informasjonen skal gi et riktig uttrykk for de faktiske forhold, og at det gitte informasjonsbildet ikke må inneholde fortelser som har innvirkning på mottakers vurdering av det som er sagt.⁹⁷

I noen tilfeller har selger gitt alle opplysningene som kreves i tilknytning til investeringen, men kunden har likevel ikke oppnådd tilstrekkelig kunnskap om investeringens innhold og risiko – enkelt og greit fordi vedkommende ikke har forstått informasjonen som er gitt ham.

For at opplysningsplikten skal være oppfylt må informasjonen være gitt i "forståelig form", jf. § 10-11 annet ledd første punktum. Ordlyden tilsier at opplysningene må gis på en måte som gjør det enkelt for mottakeren å oppnå forståelse.

Hva som gjør opplysningene forståelige vil variere fra kunde til kunde. I likhet med kravet om at verdipapirforetaket må gi de opplysningene som er "relevante", kan også vilkåret om "forståelig form" tolkes slik at kundenes erfaring og kunnskap vil ha betydning for hvilken informasjon som skal gis, og at opplysningene må tilpasses kunden.⁹⁸

For å tilfredsstille kravet om «forståelig form» vil det i sammenheng med opplysningspliktens formål være avgjørende at informasjonen gis på en slik måte at den setter investor i «stand til å forstå» arten og risikoen ved investeringen.

At informasjonen skal sette kunden «i stand til å forstå» taler for at det kun er en plikt til å tilby informasjon som er tilstrekkelig til at kunden har mulighet for å forstå. Ordlyden tilsier ikke at opplysningsplikten går så langt at selger også må *forsikre seg om* at kunden har forstått informasjonen.

I Røeggen-dommen fant imidlertid Høyesterett at banken hadde en plikt til å "forsikre seg om at kunden forstår innholdet i handelen han begir seg inn på".⁹⁹ Banken ble med dette pålagt en vidtrekkende opplysningsplikt, som også omfattet et ansvar for å forsikre seg om at kunden hadde forstått informasjonen.

⁹⁷ Sæbø 1995 s. 307

⁹⁸ Hymer 2005 s. 199

⁹⁹ Rt.2013.388 premiss 125

Høyesterett synes derimot ikke å finne grunnlag for noen tilsvarende plikt i de to forutgående dommene, Lognvik- og Fokus Bank-dommen. Spørsmålet blir så om det innebar en endring av rettstilstanden at det ble pålagt en pedagogisk plikt i Røeggen-saken.

På den ene side kan det faktum at storkammer ble valgt som behandlingsform i Røeggen-saken være et argument for at Høyesterett har ansett det som en mulighet at tidligere rettsoppfatning skulle settes til side.

I henhold til lov 13. august 1915 nr. 5 om domstolene § 5 fjerde ledd første punktum er vilkåret for storkammerbehandling at saken er av «særdeles viktighet». Ved vurderingen av sakens viktighet skal det vektlegges "om det oppstår spørsmål om å sette til side en rettsoppfatning Høyesterett har lagt til grunn i en annen sak", jf. fjerde ledd annet punktum.

Hva som er vektlagt i avgjørelsen om å la saken gå for storkammer er imidlertid ikke eksplisitt angitt i Røeggen-dommen.¹⁰⁰ Av de lovgitte momentene som skal vektlegges ved avgjørelsen er det imidlertid det overnevnte alternativet som fremstår som mest aktuelt. Argumentet må nok likevel anses for å ha begrenset vekt, som følge av at dette ikke uttrykkelig angis som grunnlag for storkammerbehandling.

På den andre side skilte faktum i Røeggen-dommen seg noe fra faktum i Lognvik- og Fokus Bank-dommen. Spørsmålet blir da om de konkrete omstendighetene i saken kan begrunne at opplysningsplikten tilsynelatende ble gitt en videre rekkevidde i Røeggen-dommen.

Plikten til å forsikre seg om at kunden forsto innholdet i avtalen vedkommende bega seg inn i, ble i Røeggen-saken angitt for å gjelde «ved salg av risikopregede og komplekse produkter til ikke-profesjonelle investorer».¹⁰¹

Uttalelsen kan forstås som at en pedagogisk plikt for selger, har sammenheng med at produktene som selges er *risikopregede* og *komplekse*. Dette kan videre forstås som at jo mer risikopregede eller komplekse de aktuelle produktene er, desto strengere opplysningsplikt vil det være grunnlag for å pålegge selger.

Det første spørsmålet blir da om det er grunn til at *kompleksiteten* ved produktet skal tilsi en strengere opplysningsplikt for selgeren.

¹⁰⁰ Rt.2013.388 premiss 16-17

¹⁰¹ Rt.2013.388 premiss 125

Er produktet komplisert, skal det forutsetningsvis mer til for at kunden forstår produktets innhold og egenskaper. Det fremstår derfor som velbegrunnet at det stilles strengere krav til selgers plikt til å gi opplysninger, jo mer kompliserte produkter kunden blir stilt overfor.¹⁰²

Hvis produktet er enkelt og oversiktlig, vil det naturlig nok også være lettere å forstå innholdet av det. Det vil da kunne stilles mindre krav til selgers plikt til å informasjon om produktet, jf. drøftelsen under punkt 4.2.2.

Spørsmålet er så om det er grunn til at *risikopreget* ved produktet skal tilsi at selgeren bør ha en strengere opplysningsplikt.

At produktet har større risikopreg, innebærer at investeringsrisikoen er større. Rune Sæbø tar til orde for at en høy investeringsrisiko medfører høyere forventninger til kjøpers egne undersøkelser. Med andre ord, der investeringen er forbundet med høy risiko, vil kjøper selv måtte ta et større ansvar for risikoen.¹⁰³

Dette standpunktet synes å stride mot det Høyesterett legger opp til i Røeggen-dommen, hvor investeringens risikopreg vises til som en del av begrunnelsen for at den profesjonelle part har en pedagogisk plikt.

Jan-Ove Færstad tolker derimot Høyesteretts uttalelse slik at produktenes risikopreg ikke i seg selv er skjerpene for opplysningsplikten. Han forstår Høyesteretts uttalelse slik at betegnelsen "risikopregede og komplekse" produkter må ses i sammenheng, og at det er først og fremst produktets kompleksitet som vil gi grunn for en utvidet opplysningsplikt.¹⁰⁴

Hensynet til investorbekyttelse kan imidlertid tas til inntekt for at der det er en større risiko forbundet med investeringen, vil det være viktigere for investor å forstå innholdet av handelen. Investor kan ha et større behov for beskyttelse hvor tapsrisikoen er stor. Det kan tale for at opplysningsplikten i disse tilfellene bør være strengere.

Igjen er spekulasjonselementet i avtalen nettopp noe av det som gjør at utgangspunktet om at partene har ansvaret for å ivareta egne interesser ved avtaleinngåelsen står sterkt i

¹⁰² Hagstrøm 2010 s. 68 er enig i dette, se også punkt 4.2.2

¹⁰³ Sæbø 1995 s. 306. Om informasjonsrisiko se punkt 5.2

¹⁰⁴ Færstad 2013 punkt 5.4

verdipapirhandel.¹⁰⁵ Det taler sterkt imot at investeringens risiko samtidig skal gi grunn for en sterkere opplysningsplikt.

Konklusjonen blir så at Høyesteretts uttalelser i Røeggen-dommen må tolkes slik at det først og fremst er der det dreier seg produkter som er *både* risikopregede og komplekse at investeringens art vil gi grunnlag for en utvidet opplysningsplikt. Spørsmålet blir i neste omgang om disse omstendighetene var tilstede i de to forutgående sakene.

I Lognvik-saken hadde far og sønn kjøpt sammensatte investeringsprodukter av en bank, og tapt på disse. Høyesterett kom til at det ikke forelå kvalifiserte mangler ved informasjonen som var gitt, og derfor var det ikke grunn til å fravike utgangspunktet om at investor bærer risikoen ved investeringen. I dommen konkluderte Høyesterett med at for investor «fremsto produktet som oversiktlig».¹⁰⁶ Det konkluderes dermed motsatt av det som ble gjort i Røeggen-dommen, selv om det i begge tilfellene dreide seg om såkalte strukturerte investeringsprodukter.

Høyesteretts forståelse av produktet som oversiktlig kan begrunne at opplysningsplikten ble gitt en snevrere rekkevidde i Lognvik-saken enn i Røeggen-saken, hvor nettopp produktets kompleksitet ble brukt som et middel til å stramme inn opplysningsplikten.¹⁰⁷ Faktorene som ble fremhevet i Røeggen-saken i forbindelse med påleggelsen av en pedagogisk plikt, var dermed ikke til stede i Lognvik-saken.

I Fokus Bank-dommen ble det derimot ikke eksplisitt uttalt at investeringsproduktene var oversiktlige. Investorene i Fokus Bank-saken var på sin side mer erfarne og ressurssterke.¹⁰⁸ Det forventes mer av ressurssterke parter, noe som igjen vil gi opplysningsplikten hos motparten en mindre rekkevidde. I dommen ble det lagt eksplisitt vekt på forventningene til kundenes innsikt og undersøkelser, og det kan være med på å begrunne hvorfor opplysningsplikten ble vurdert annerledes enn i Røeggen-saken.¹⁰⁹ Siden investorene var mer ressurssterke i Fokus Bank-saken, fremstår det naturlig at opplysningsplikten ble gitt en snevrere rekkevidde enn i Røeggen-saken, uten at Røeggen-dommen skulle måtte innebære noen rettsutvikling hva gjelder opplysningspliktens omfang.

¹⁰⁵ Jf. punkt 2.2 og 4.2

¹⁰⁶ Rt.2012.355 premiss 42

¹⁰⁷ Giertsen 2014 s. 243 og s. 252

¹⁰⁸ Woxholth 2013 s. 279

¹⁰⁹ Giertsen 2014 s. 243

Etter dette blir konklusjonen at den pedagogiske plikten som banken ble pålagt i Røeggen-dommen, ikke innebar noen rettsutvikling i retning av en generell strengere opplysningsplikt. De konkrete omstendigheter i Røeggen-dommen skilte seg fra de to tidligere domsavsigelsene på et vis som begrunner ulikheten i hvilken opplysningsplikt som ble funnet å gjelde.

Som følge av at domsresultatet kan begrunnes med de konkrete omstendigheter i saken, kan det ikke utledes noen pedagogisk plikt av lovens formål om at opplysningene skal sette kunden «i stand til å forstå» etter vphl. § 10-11 annet ledd.

Hva som setter den enkelte «i stand til å forstå» de aktuelle investeringstjenestene og produktene vil naturlig nok variere. Et spørsmål i denne sammenheng er i hvilken grad informasjonen som gis skal individualiseres.

Kundene har ulik bakgrunn og kunnskap, og det skal mer til for at enkelte skal forstå produktets innhold og risiko enn andre. Noen kunder kan ha lettere for å oppnå forståelse ved å studere informasjonen skriftlig, mens andre trenger å få informasjonen muntlig.

Det er imidlertid uttrykkelig sagt i forarbeidene, med henvisning til MiFID art. 19 nr. 3, at opplysningene kan gis i et standardisert format.¹¹⁰ Det er bransjepraksis at potensielle kunder får presentert skriftlig informasjon, som prospekter, fakta-ark og informasjonsbrosjyrer med detaljer om aktuelle investeringsprodukter.¹¹¹

At det er adgang til å gi opplysningene i standardisert format, taler for at det ikke kan stilles særlig strenge krav om at opplysningene skal tilpasses den enkelte kunde.

En løsning er at foretaket selv må vurdere når informasjonen må tilpasses kunden, for at kunden skal settes i stand til å forstå arten og risikoen av den aktuelle investeringen. I så fall vil informasjonen i utgangspunktet kunne gis i standardisert form, men foretaket må i tillegg vurdere behovet for å gi tilpasset informasjon i relasjon til den enkelte kunde.

Denne løsningen støttes av hensynet til investorbeskyttelse, da foretaket vil måtte gi de kundene som trenger det mer omfattende og tilpasset informasjon. Samtidig vil effektivitetshensynet ivaretas, ved at forhåndslaget og standardisert informasjonen i mange tilfeller kan benyttes.

¹¹⁰ Ot.prp.nr 34 (2006-2007) s. 105

¹¹¹ Eksempelvis ble denne typen informasjon forelagt kundene i Rt.2012.355, Rt.2012.1926 og Rt.2013.388

Konklusjonen blir at opplysningene kan gis i standardisert format, men at selger i tillegg må foreta en vurdering av hvilken informasjon det også er nødvendig å gi muntlig.

Hvis omstendighetene i det konkrete tilfellet tilsier at det gjelder en plikt også til å forsikre seg om mottakerens forståelse, oppstår spørsmålet om *hvordan* selgeren skal forsikre seg om dette. Det er ikke mulig å vite nøyaktig hva motparten har forstått og ikke forstått. Det bør derfor være en begrensning i hvilket ansvar man kan pålegges for medkontrahentens forståelse.

I Investa-dommen ble det lagt til grunn at den profesjonelle part, som her var i rollen som rådgiver, måtte utvise «en slik aktivitet overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over hvilken risiko som til enhver tid er knyttet til hans disposisjon». ¹¹² Det legges opp til en aktivitetsplikt for den profesjonelle part. At det må utvises en aktivitet kan for øvrig også forstås av at part må «forsikre seg» om motpartens forståelse.

Selger kan utvise aktivitet for å forsikre seg om investors forståelse på flere ulike måter. For eksempel kan informasjonen tilrettelegges slik at den presenteres på en mest mulig forståelig måte. ¹¹³ Videre kan informasjonen gis med et stort fokus på tydelighet, ¹¹⁴ eller de kan rettes direkte spørsmål til investor om vedkommende har forstått ulike omstendigheter ved investeringen.

Det finnes altså flere ulike måter å *forsikre seg om* at motparten har forstått den relevante informasjonen. Da det ikke finnes klare føringer på hvilken måte som er påkrevd, kan det antas at dette vil kunne variere etter omstendighetene i den konkrete sak. I mangel på mer konkrete holdepunkter, vil det avgjørende gjerne bli at selger har gjort *noe* for å forsikre seg om at kunden har forstått informasjonen.

¹¹² Rt.2000.679 s. 688

¹¹³ Hagstrøm 2010 s. 68

¹¹⁴ Korling 2010 s. 647-648 om krav om tydelighet for finansrådgiver

5 Momenter av betydning for opplysningsplikts rekkevidde

5.1 Innledning

Hvilken opplysningsplikt selger har, vil i stor grad avhenge av det enkelte avtaleforholdet. I dette punktet vil det bli gått inn i ulike momenter som kan ha betydning for hvilken opplysningsplikt som gjelder i det konkrete tilfellet.

Det er omstendighetene knyttet til det enkelte avtaleforholdet som vil være avgjørende for hvilken lojalitetsplikt partene har. I det konkrete tilfellet kan lojalitetsplikten medføre at det oppstår utvidede omsorgsplikter overfor investor. Disse omstendighetene ved avtaleforholdet kan også få betydning i den skjønnsmessige vurderingen av hvilke opplysninger som er "relevante" for at kunden skal settes i stand til å forstå arten av og risikoen ved de finansielle instrumentene, jf. vphl. § 10-11 annet ledd og drøftelsen under punkt 4.2.1.

Til nå i avhandlingen er det blitt satt opp mer eller mindre faste utgangspunkter for vurderingen av selgers opplysningsplikt. I det videre vil det bli sett på momenter som beror på det aktuelle avtaleforholdet, og som vil kunne påvirke den konkrete vurderingen av opplysningsplikts rekkevidde.

5.2 Spekulasjonselementet

Investeringsavtalen inngås fordi kunden spekulerer i en mulig verdiøkning for investeringsproduktet som vil kunne gi økonomisk gevinst. Spekulasjonspreget ved kjøp av investeringsprodukter gjør at utgangspunktet om at partene inngår avtalen på egen risiko står sterkt.¹¹⁵

Hvordan markedet vil utvikle seg er naturlig nok usikkert, og de som velger å investere må selv bære risikoen for egne forventninger til utviklingen. I verdipapirretten sier man at investor har *investeringsrisikoen*.¹¹⁶ Investeringsrisikoen er risikoen for at investeringen er feilslått, og medfører et tap.

¹¹⁵ Sæbø 1995 s. 306

¹¹⁶ Færstad 2013 punkt 3, Sæbø 1995 s. 306

Spekulasjonspreget innebærer en begrensning i krav som kan gjøres gjeldende på grunnlag av avtaleinngåelsens etterfølgende omstendigheter. Man kan selvfølgelig ikke rette krav mot selger fordi utviklingen i den aktuelle aksjekursen eller indeksen ikke ble som forventet.¹¹⁷ Hadde det vært tilfelle ville i realiteten all risiko for negativ utvikling ligget hos selgeren.¹¹⁸

Selv om avtaleinngåelsen er spekulasjonspreget, eksisterer det fortsatt en lojalitetsplikt for partene.¹¹⁹ Lojalitetsplikten vil kunne få betydning for plikten til å gi opplysninger, selv om spekulasjonspreget kan medføre at kravene til lojalitet er mindre.¹²⁰ Omstendighetene ved kontraktsforholdet kan likevel gi kunden grunnlag for å forvente informasjon fra selgeren.

Kjøper må alltid bære risikoen for egne forventninger til investeringsproduktets fremtidige utvikling. Skyldes investors feilslåtte forventninger opplysningssvikt fra selgeren, så kan dette imidlertid stille seg annerledes. Vi er nå inne på grensedragning mellom investeringsrisiko og det som i litteraturen er blitt betegnet som *informasjonsrisiko*.¹²¹

Informasjonsrisikoen er risikoen for at det er gitt tilstrekkelig og korrekt informasjon, slik at investeringsbeslutningen er fattet på et riktig og opplyst grunnlag. Hvem som har informasjonsrisikoen er samtidig et spørsmål om hvem som må bære risikoen for investors villfarelse. Har selger lojalt gitt investor de opplysninger som kreves for å sette investor i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning, vil risikoen ved investeringen for øvrig ligge hos investor selv.

Hvor mye av informasjonsrisikoen selger må bære, vil dels avhenge av hvilke forventninger man kan ha til investors undersøkelser og innsikt. Desto større del av informasjonsrisikoen investor selv må bære, jo mindre rekkevidde vil selgers opplysningsplikt ha.

5.3 Forventninger til investor

5.3.1 Innledning

¹¹⁷ Rt.2013.388 premiss 55

¹¹⁸ Kjørven 2012 s. 389

¹¹⁹ Sæbø 1995 s. 305

¹²⁰ Nazarian 2006 s. 307-308

¹²¹ Om sontringen mellom de ulike formene for risiko se Sæbø 1995 s. 306 flg., Færstad 2013 pkt. 3 og Giertsen 2014 s. 366- 367

Vi skal under dette punktet se på hvilket ansvar som påhviler investor selv i forbindelse med inngåelse av investeringsavtalen. Hva som kan forventes av investor vil være av betydning for medkontrahentens plikt til å gi opplysninger, og ivareta investors interesser i kontraktsforholdet.

Som formulert av Knut Bergo skal verdipapirforetakene yte investeringstjenester, og ikke "opptre som profesjonelle barnepike for spekulanter og andre lettsindige".¹²² Investor skal ikke kunne gå inn i kjøpsavtalen med lukkede øyne og forvente at motparten skal bære tapet om investeringen slår feil.

Det kan stilles forventninger til både investors undersøkelser, og til hans innsikt og kunnskaper om investeringer. Forventningene til investor har direkte betydning for den informasjonen som selger må gi. Jo mindre krav som stilles til undersøkelser og innsikt fra investors side, desto høyere krav vil normalt stilles til selgers informasjon – og omvendt.¹²³

5.3.2 Investors undersøkelser

Spørsmålet er hvilke forventninger man med rimelighet kan ha til investors undersøkelser.

Spekulasjonspreget ved kjøp av investeringsprodukter kan tilsi at det bør stilles skjerpede krav til kundens undersøkelser ved avtaleinngåelse.¹²⁴ Kunden tar bevisst en risiko ved å inngå avtalen. Investeringsbeslutningen fattes fordi vedkommende har tro på at investeringsproduktet vil ha en utvikling som gir avkastning for vedkommende selv. Det bør da kunne forventes at investor har foretatt visse undersøkelser som gir grunnlag for den positive troen på fremtidsutviklingen.

Om forventninger til kundens egne undersøkelser, blir det i Fokus Bank-dommen sagt at det forutsettes "at kunder som skal investere en halv million kroner eller mer i et nytt produkt, leser grundig den informasjonen de får seg forelagt."¹²⁵

Uttalelsen forstås som at kundene selv har et ansvar for å sette seg inn i informasjonen de blir gitt, i hvert fall om det er snakk om en investering av større økonomisk verdi. Jo større verdi

¹²² Bergo 2008 s. 218

¹²³ Jan-Ove Førstad, "En kommentar til Høyesteretts avgjørelse i Fokus Bank-saken, Rt.2012 s.1926", *Lov og Rett*, 2013 nr. 5, s. 323 flg. (s. 330), og Nazarian 2006 s. 246-248 om manglende oppfordring til å ivareta medkontrahentens interesser

¹²⁴ Sæbø 1995 s. 306

¹²⁵ Rt.2012.1926 premiss 59

investeringen har, desto mer kan tale for at det må forventes at kunden gjør undersøkelser knyttet til investeringen.

I Bergen Finansråd-dommen la lagmannsretten til grunn at finansmarkedet er et særrområde, og at det således er grunn til å stille større krav til de forbrukerne som beveger seg inn på finansmarkedet. I tillegg ble det trukket frem at investor hadde et selvstendig ansvar for å sette seg inn i produktene som det skulle investeres i, og at han hadde en klar oppfordring til å spørre om det var noe han ikke forsto.¹²⁶

Også i Finansklagenemnda¹²⁷ er det en langvarig praksis som pålegger investor et selvstendig ansvar for å sette seg inn i de produktene vedkommende velger å investere i.¹²⁸ Går investor ukritisk inn i avtalen, uten å stille spørsmål eller tydeliggjøre at vedkommende mangler forståelse for investeringen og den medfølgende risikoen, vil investor lett kunne måtte bære risikoen for egen uvitenhet.

Etter dette må det kunne konkluderes med at investor selv i mange tilfeller har et ikke ubetydelig ansvar for å tilegne seg informasjon før investering foretas. Har selger da tilbudt tilfredsstillende informasjon, vil kunden selv måtte bære risikoen om vedkommende ikke setter seg inn i denne.

5.3.3 Investors kjennskap til forhold ved investeringer

Spørsmålet er så hvilke forventninger man kan ha til investors kunnskap om investeringer.

Høyesterett har lagt til grunn at det må kunne forutsettes at kunden har kjennskap til «temmelig grunnleggende forhold» om investeringer.¹²⁹

Selger har ingen oppfordring til å gi informasjon om forhold ved investeringen som det forventes at kunden allerede er kjent med. I disse tilfellene kan ikke selger pålegges risikoen for kjøpers manglende kunnskap. Det som da blir spørsmålet er hva som omfattes av *temmelig grunnleggende forhold*.

¹²⁶ LG-2011-19354

¹²⁷ Finansklagenemnda (tidligere Bankklagenemnda) avgir rådgivende uttalelser som ikke er formelt bindende. I et overveiende flertall av sakene blir imidlertid nemndas avgjørelser respektert, og det er grunn til å tro at domstolene vil tillegge avgjørelsene betydelig vekt, jf. Hagstrøm 2011 s. 57-58.

¹²⁸ Jf. eksempelvis FinKN-2011-67 og FinKN-2011-326

¹²⁹ Rt.2012.1926 premiss 58, med tilslutning i Rt.2013.388 premiss 55

Bruken av "grunnleggende" legger opp til en begrensning i hvilken informasjon investor kan forventes å sitte på, mot informasjon av mer avansert karakter.

I Fokus Bank-dommen eksemplifiseres hva som kan regnes som grunnleggende forhold, med opplysninger om "at man kan tape på en investering hvis verdien påvirkes av utviklingen i et marked, at tapet kan bli stort ved en finanskriser, og at risikoen blir ekstra stor dersom investeringen er delvis lånefinansiert (...)".¹³⁰ Den typen opplysninger som Høyesterett eksemplifiserer med er typisk informasjon om tapsrisiko og konsekvensene av lånefinansiering.

I tillegg må det kunne legges til grunn som alminnelig kjent at investeringer i verdipapirmarkedet alltid vil være forbundet med risiko.¹³¹ Dette standpunktet er også inntatt av Finansklagenemda, som videre har angitt at det må være alminnelig kjent at det stort sett kun er ved banksporing det er sikkerhet for at det ikke vil skje noen reduksjon i kapital.¹³²

Når praksis fra Finansklagenemda ses i sammenheng med eksemplene på hva som er grunnleggende forhold i Fokus Bank-saken, gir det et inntrykk av at det forventes en form for grunnleggende allmennivå av investor. Det forventes at investor har kunnskap om de mest elementære trekk og egenskaper på investeringsområdet. Skal selger ha en informasjonsplikt om denne typen forhold, må det foreligge holdepunkter som tilsier at investor likevel ikke har slik grunnleggende kunnskap.¹³³

Spørsmålet er så om man kan nyansere hva som forutsettes kjent for investor, eller om alle investorer skal møtes med samme forventning om innsikt. Dette har betydning for adgangen til å relativisere selgers forpliktelser etter mer konkrete forventninger til investors innsikt.

Har investor erfaring med investeringer og risiko, vil det være naturlig å forvente at vedkommende besitter mer kunnskap og innsikt enn bankkunden helt uten tidligere investeringserfaring.

Det ble i Investa-dommen lagt til grunn at

¹³⁰ Rt.2012.1926 premiss 60

¹³¹ Eksempelvis LB-2011-19354 (Gulating)

¹³² Eks. FinKN-2011-67

¹³³ Rt.2012.1926 premiss 58

[m]ed mindre det er kommet til uttrykk ved avtaleinngåelsen eller senere at kunden på grunn av egne kunnskaper ikke kommer til å legge vesentlig vekt på bankens råd, er det mitt syn at kravet til bankens aktsomhet i prinsippet må gjelde uavhengig av den enkelte kundes kunnskapsnivå.¹³⁴

Høyesterett legger opp til at banken ikke skal kunne tilpasse rådgivningen etter mer nyanserte forventninger til kundens innsikt.

I Sunnfjord Tunnel-dommen synes Høyesterett å legge motsatt utgangspunkt til grunn. Det angis i dommen at noe av det som var av betydning for om rådgivningen var uaktsom var «*hvilken innsikt [rådgiveren] kunne legge til grunn at tunnelselskapet [investoren] hadde*».¹³⁵

Begge de to overnevnte dommene gjaldt rådgivning, men det gis uttrykk for en sprikende oppfatning av hvilken adgang det er til å legge vekt på den enkelte kundes kunnskap og erfaring.

Å bruke tid og ressurser på å gi informasjon som det forventes at investor alt har kunnskap om, innebærer dårlig ressursutnyttelse. Effektivitetshensynet taler derfor mot en slik løsning.

I Fokus Bank-dommen ble det angitt at banken var «*pliktet til å gi de nødvendige opplysninger om investeringsproduktet, blant annet i lys av kundens investeringserfaring*».¹³⁶ Høyesterett synes her å slutte seg til at den enkelte kundens investeringserfaring kan ha betydning for opplysningspliktes rekkevidde. I Røeggen-dommen henvises det til oppfatningen i Fokus Bank-dommen, jf. Rt.2013.388 premiss 125.

Av den nyere rettspraksis som tar opp dette spørsmålet, peker altså samtlige dommer mot en adgang til å nyansere forventningene til investor. Dette gjelder med unntak av Investa-dommen, som også er den eldste. Synspunktet fra Investa-dommen, om at det ikke er adgang til å ta i betraktning den enkelte kundes innsikt ved vurderingen av hvilke krav som stilles til den profesjonelle part, må etter dette anses som fraveket.

Konklusjonen blir på dette grunnlag at det er adgang til å nyansere kravene til hva som forutsettes kjent for investor.

¹³⁴ Rt.2000.679 s. 89

¹³⁵ Rt.2003.400 premiss 42

¹³⁶ Rt.2012.1926 premiss 51

5.4 Rådgivningsaspektet

5.4.1 Rådgivningsaspektets betydning

Som vi så på under punkt 2, innebærer rådgivningskontrakter tradisjonelt mer vidtgående opplysningsforpliktelser enn det salgskontraktene gjør. Det eksisterer i praksis en bred skala av ulike avtaler, hvor ytterpunktene er de typiske resultatforpliktelser på den ene siden og de typiske omsorgsforpliktelser på den andre. I midten er det en bred sone med avtaler med trekk av begge typer forpliktelser.¹³⁷

Kontrakter om salg av investeringsprodukter har ofte et sterkere rådgivningspreg enn de tradisjonelle salgssavtalene. Problemstillingen som oppstår her, er hvilken betydning det har for opplysningsplikten at det foreligger elementer av rådgivning¹³⁸ i forbindelse med salg av investeringsprodukter.

Kundens berettigede forventninger om å motta informasjon vil påvirkes av rådgivningselementet. Rådgivningskontraktenes innhold er som nevnt å ivareta kundens interesser.

Bankens opptreden kan gi kunden en opplevelse av at det som ytes er uavhengig rådgivning.¹³⁹ Det kan skape en forventning om at bankens siktemål er å ivareta hensynet til kundens beste, og slik medføre at partene får en sterkere lojalitetsplikt, jf. punkt 3.2.2. Samtidig vil banken, som selger, ha en klar økonomisk egeninteresse i salget av produktene. Særlig ved salg av investeringsprodukter kan rådgivningselementet på denne måten bidra til å sette salgssituasjonen i skyggen.

Opplever kunden det som at han mottar rådgivning, kan det gi grunn for en høyere forventning til informasjon fra motparten. Forventningene som skapes hos kunden vil igjen få betydning for hvilke krav som stilles til selgeren. I det følgende vil det bli sett på ulike momenter som kan bidra til at rådgivningsaspektet i avtaleforholdet styrkes eller svekkes. Hvor sterkt rådgivningsaspektet er beror på totalinntrykket som avtaleforholdet skaper.

¹³⁷ Betraktningstype brukt i Giertsen 2014 s. 261

¹³⁸ Det forutsettes i vår sammenheng imidlertid at vilkårene for at det skal foreligge tilfelle av *investeringsrådgivning* ikke er innfridd, jf. vphl. § 2-4 første ledd.

¹³⁹ Færstad 2013 punkt 1

5.4.2 Den formaliserte avtalen

Når rekkevidden av rettigheter og plikter i avtaleforholdet skal kartlegges, vil et naturlig utgangspunkt være å se hen til kontrakten som er inngått mellom partene.

I forholdet mellom kjøper og selger av investeringsproduktet vil det være inngått en formalisert kjøpsavtale, *investeringsavtalen*. I praksis har rådgivning normalt ikke vært inntatt som en selvstendig del av avtalen.¹⁴⁰ På tross av den manglende formaliseringen, vil rådgivning gjerne ha hatt en rolle på stadiet før avtaleinngåelsen. På et vis kan vi her synes å havne i en slags «mellomsone» av de tradisjonelle salgsavtalene og rådgivningsavtalene.

At rådgivningen ikke er inntatt i kontrakten, vil gi kunden mindre grunn til å forvente at motparten har forpliktet seg til å yte rådgivning.¹⁴¹ Det vil gjøre det mer nærliggende for kunden å oppfatte kontraktsforpliktelsen som en salgsforpliktelse, hvor selgers ansvar kun omfatter å levere salgsobjektet. Rådgivningsaspekt i avtaleforholdet vil slik bli svekket.

Er rådgivning derimot gjort til en egen kontraktsforpliktelse, er vi over i situasjonen hvor rådgivning er en hovedytelse. Selgeren har da et større ansvar for ivaretagelsen av investor interesser, og opplysningsplikten i alminnelige rådgivningsavtaler vil gjøre seg gjeldende.¹⁴² Situasjonen hvor det foreligger en formalisert rådgivningsavtale ligger imidlertid noe utenfor temaet her, og vi går derfor ikke dypere inn i dette.

Selv om rådgivning ikke er inntatt som en del av det formaliserte avtaleforholdet mellom kjøper og selger, kan ikke det alene være avgjørende for kundens berettigede forventninger til motpartens ytelse. Det avgjørende for rådgivningsaspektets styrke vil bli hvor klart øvrige momenter gjør det at rådgivning er en del av ytelsen.

5.4.3 Vederlag for rådgivningen

Hvorvidt det betales vederlag for rådgivningen, kan ha betydning for kundenes forventninger at motparten har forpliktet seg til å yte rådgivning. Er selgeren en bank, vil situasjonen ofte være at kunden ikke betaler noe eget vederlag for å motta rådgivning i forkant av at investeringsbeslutningen fattes.

¹⁴⁰ Engh 2009 s. 40

¹⁴¹ Færstad 2013 punkt 5.2

¹⁴² Jf. ovenfor under punkt 2.2

Om kunden ikke betaler vederlag, bør vedkommende oppfatte det som et tegn på at eventuell rådgivning som gis ikke er uavhengig.¹⁴³ Det vil være nærliggende å anta at rådgivningen ikke ytes som et ledd i veldedighet fra selgers side, men at selger har en økonomisk interesse i at kunden foretar en investeringsbeslutning. For eksempel ved at selger oppnår gevinst i form av provisjon av de solgte produktene. Den økonomiske egeninteressen gir avtaleforholdet likhetstrekk med ordinære kjøpsavtaler.

På den andre siden kan det argumenteres med at manglende vederlag ikke bør tale mot at selger også har påtatt seg en rådgivningsforpliktelse, da normalsituasjonen er at kundene ikke betaler direkte for rådgivningen.¹⁴⁴ Kunden vil gjerne derfor ikke oppleve det manglende vederlaget som et tegn på at motparten ikke opptrer i rollen som rådgiver.

Men igjen bør selgerens egeninteresse i investeringsbeslutningen være synbar for kunden gjennom at det ikke betales noe vederlag for rådgivningen, og gi avtaleforholdet større likhetstrekk med de tradisjonelle salgsavtalene. Kunden som ikke betaler vederlag for rådgivningen, vil dermed ha mindre grunn til å forvente at motparten ivaretar ens interesser, enn det kunden ville hatt om slik vederlag ble betalt. Manglende vederlag kan på denne måten bidra til å svekke rådgivningselementet i avtaleforholdet.

5.4.4 Forholdet mellom kjøper og selger

Tilknytningen mellom kjøper og selger kan spille en rolle for hvilke forventninger kjøper har til at selger vil ivareta hans interesser i avtaleforholdet. Denne tilknytningen er av sentral betydning for hvilken lojalitetsplikt som eksisterer i kontraktsforholdet.¹⁴⁵

Lojalitetsplikten i kontraktsforholdet kan danne grunnlag for utvidede omsorgsforpliktelser for partene, som plikt til å gi veiledning og informasjon.¹⁴⁶ Spørsmålet er om forholdet mellom partene kan gi grunnlag for å forvente rådgivning.

Om partene har en tilknytning til hverandre over tid, skaper det gjerne et grunnlag for tillit og større forventninger til medkontrahenten.¹⁴⁷ Særlig bankkunder vil ofte ha langvarige og tette

¹⁴³ Færstad 2013 punkt 5.3

¹⁴⁴ Engh 2009 s. 41

¹⁴⁵ Nazarian 2006 s. 265 flg., Sæbø 2006 s. 327

¹⁴⁶ Se punkt 3.2 om lojalitetsplikten

¹⁴⁷ Se Nazarian 2006 s. 267 om betydningen av tillitsforhold mellom partene i relasjon til forventning om lojalitet i avtaleforholdet

forhold til den banken hvor de har et kundeforhold. Det tillitsforholdet som denne relasjonen skaper, kan gi grunn for forventninger om at medkontrahtenten vil ivareta partens interesser i kontraktssituasjonen,¹⁴⁸ blant annet gjennom rådgivning i form av veiledning og informasjon. Eventuelle anbefalinger eller lignende informasjon gitt av banken, vil da fort kunne oppfattes som at de er gitt ut ifra hensynet til kundens beste. Rådgivningsaspektet ved inngåelse av investeringsavtalen vil på denne måten kunne styrkes på grunn av forholdet mellom kjøper og selger.

Der den profesjonelle aktøren er en bank, kan det ha betydning for investors forventninger. Bankene blir stort sett betraktet som aktører som er særlig seriøse og troverdige i finansmarkedet. Noen vil gå så langt som å si at bankene har en slags «halv-offisiell» myndighetslignende status i samfunnet.¹⁴⁹ Man kan nok uansett si at bankene står i en særstilling i samfunnet, og nyter tillit fra store samfunnsgrupper.¹⁵⁰ Bankenes stilling kan på denne måten skape en forventning om lojal opptreden.

Det nære tillitsforholdet mange kunder har til sin bank vil kunne ha betydning for hva slags oppfatning kunden har av avtaleforholdet. I noen tilfeller vil gjerne kunden ha en forventning om at banken i større grad er ute etter å ivareta kundens interesser, og at bankens forpliktelse i større grad er en omsorgsforpliktelse. Partenes tilknytning kan slik styrke rådgivningsaspektet i avtalen.

5.4.5 Selgers tilnærming og markedsføring

Spørsmålet under dette punktet er hva slags betydning måten selger tilnærmer seg investor på, kan ha for investors forventninger. I denne sammenheng vil momenter som hvem som initierer kontakten, bruken av titler i møte med investor og lignende kunne være relevante.

I mange tilfeller er den første kontakten mellom selger og investor initiert av selgeren. I Lognvik-saken ble investor kontaktet gjennom brev fra banken, med tilbud om rådgivning fra en bankansatt finansiell rådgiver.¹⁵¹ I Røeggen-saken ble investor på bankens initiativ invitert til møte hvor tema var det aktuelle investeringsobjektet, som var aksjeindeksobligasjoner.¹⁵² I dommen fremheves det at det var banken som tok kontakt og foreslo at Røeggen skulle

¹⁴⁸ Færstad 2013 punkt 5.5

¹⁴⁹ Bert Lehrberg, *Uppsatser i Bankrett – Førsta samlingen*, Stockholm 2002 s. 291 flg.

¹⁵⁰ Færstad punkt 5.5

¹⁵¹ Rt.2012.355 premiss 3

¹⁵² Rt.2013.388 premiss 3

investere i produktene, som noe av grunnlaget for at bankens opplysningsplikt måtte bedømmes strengt.¹⁵³

Skjer den første tilnærmingen gjennom invitasjon til rådgivningsmøter eller lignende, vil det kunne styrke rådgivningspreget i avtaleforholdet.¹⁵⁴ Det vil lett kunne skape en forventning hos kunden om at selgeren opptrer som rådgiver. Muligens er det rimelig at ansvaret for å gi informasjon er videre hvor selgeren uoppfordret tar kontakt med potensielle kunder med forslag om investeringer.¹⁵⁵ Måten selger tilnærmer seg kundene på, kan bidra til å sette salgsaspektet i skyggen, og slik føre til at omverden oppfatter selgeren som rådgiver.

I verdipapirhandelloven § 10-11 angis «foreslåtte investeringsstrategier» særskilt som et av momentene det må gis informasjon om til investor, jf. annet ledd punkt 2. Bestemmelsens bruk av «foreslåtte» kan forstås som at det etter loven er ment å gjelde en mer omfattende opplysningsplikt i tilfellene hvor det er foretaket som tar kontakt med kunden og foreslår en investering.¹⁵⁶ Det er da nærliggende å tro at det er de synspunkter som vi her gjennomgår som loven forsøker å ivareta, selv om det ikke uttrykkelig sies noe om dette i forarbeidene.

Bruk av titler som "finansrådgiver" eller "personlig rådgiver", er egnet til å forsterke forventningen om å motta rådgivning. Det kan også argumenteres for at bruken av denne typen titler i seg selv er en del av markedsføringen mot kundene.¹⁵⁷ I rettspraksis er det blitt fremhevet at foretak i denne typen situasjoner ikke kan «motsette seg å bli identifisert med sin egen markedsføring».¹⁵⁸

I juridisk litteratur er det tatt til orde for at selgeren skal anses for å ha påtatt seg en rådgivingsforpliktelse alt ved at potensielle kunder er kontaktet, og selger har presentert seg som eller opptrådd som rådgiver.¹⁵⁹ Dette fremstår kanskje som strengt, men i disse tilfellene har selgeren mulighet til å begrense sitt eget ansvar hva gjelder rådgivning ved å avklare sin egen rolle i avtaleforholdet.

¹⁵³ Rt.2013.388 premiss 125

¹⁵⁴ Færstad 2013 punkt 5.3

¹⁵⁵ Bergo 2008 s. 214

¹⁵⁶ Bergo 2008 s. 214

¹⁵⁷ Dette blir gjort i bl.a. i Færstad 2013 punkt 5.3

¹⁵⁸ Rt.2000.679 s. 686

¹⁵⁹ Engh 2009 s. 40

Dersom selger oppfattes som rådgiver av omverden, kan han som den profesjonelle part måtte avklare sin rolle dersom han vil unngå å måtte ha ansvar som rådgiver.¹⁶⁰ En slik avklaring vil ikke være spesielt byrdefullt for selgeren, og det vil medføre at en eventuell oppfatning om at selger sin målsetting er å ivareta kundens interesser i avtaleforholdet svekkes.

Siden selger lett kan avklare sin rolle, fremstår det som en rimelig løsning at selger må bære et videre ansvar for kjøpers villfarelse om vedkommende ikke foretar noen slik avklaring.

5.5 Avveining av de ulike momentene

Spørsmålet er så hvordan momentene av betydning for opplysningspliktens rekkevidde, som vi hittil har gjennomgått, forholder seg til hverandre. Avveiningen av disse momentene vil være avgjørende for hvilken opplysningsplikt selgeren har.

Gjennom avveiningen vil det klarlegges hvilke berettigede forventninger investor kan ha til å motta informasjon. Disse vil igjen få betydning i vurderingen etter avtaleloven § 36.

Enkelt sagt kan avveiningen forklares som en harmonisering av på den ene siden forventninger til kunden selv, og på den andre side forventninger til selgers opptreden.

Høyere forventninger til kundens innsikt og undersøkelser vil virke begrensende for selgers opplysningsplikt. Selger vil mangle oppfordring til å opplyse om forhold som det kan forutsettes av investor allerede er kjent med. Effektivitetshensyn gir dette momentet vekt. Man kan si det som at forventningene til kunden danner en slags nedre grense for opplysningsplikten.

Spekulasjonshensynet i avtalen vil også virke begrensende for informasjonsplikten. Investor har selv risikoen for en feilslått investering, noe som også skjerper forventningene til investors egne undersøkelser og kunnskap. På bakgrunn av Lognvik-, Fokus Bank- og Røeggen-dommen fremstår det som at spekulasjonshensynet er tillagt mer vekt i tilfellene hvor kundene har vært mer erfarne.¹⁶¹ I Røeggen-dommen, hvor forbrukerhensyn sto sterkt, synes spekulasjonshensynet å ha fått mindre vekt i vurderingen etter avtl. § 36. Dette tilsier at det er en sammenheng mellom vekten av spekulasjonshensynet og hva som kan forventes av

¹⁶⁰ Engh 2009 s. 41-42

¹⁶¹ Woxholth 2014 s. 337-338

kunden, og at spekulasjonshensynets tyngde vil avhenge av hvor ressurssterke forbrukerne det dreier seg om.

Et annet moment som kommer inn i avveiningen er investeringsproduktets kompleksitet og risiko. I Røeggen-dommen brukes dette momentet til å skjerpe kravene til selgeren.¹⁶² Det er først og fremst produktets kompleksitet som vil kunne medføre skjerpede krav til opplysningsplikten, fordi dette har nær sammenheng med hvor lett det er for kunden å forstå investeringens innhold. Hensynet til investorbekyttelsen taler for en strengere opplysningsplikt for selger hvor det forventelig skal mer til for at investor forstår investeringens innhold og risiko. Er investeringsproduktet lett og oversiktlig, er det forsvarlig å stille mindre strenge krav til selgers opplysningsplikt.

Rådgivningsaspektet vil skille mange investeringsavtaler fra vanlige kjøpsavtaler, og kan begrunne en strengere opplysningsplikt ved salg av investeringsprodukter. Hvor mye strengere opplysningsplikt det er grunn for, beror på en totalbedømmelse av hvor sterkt rådgivningselementet er. Det må vurderes hvilke berettigede forventninger investor kan ha til selgers rolle og opptreden, og i hvilken grad det fremstår som at selgeren yter uavhengig rådgivning. Hensynet til investorbekyttelse vil tale for en strengere opplysningsplikt i de tilfellene det fremstår som at selger har påtatt seg en omsorgsforpliktelse overfor kjøper.

Rådgivningselementets skjerpende virkning på opplysningsplikten må antagelig få mer vekt overfor uerfarne forbrukere, enn overfor mer erfarne og ressurssterke forbrukere. Sistnevnte vil i større grad kunne foreta egne vurderinger, og forstå hvilken rolle selgeren har. Uerfarne investorer vil formodentlig lettere oppfatte motparten som en mer eller mindre uavhengig rådgiver, og være mer tilbøyelige til å legge det selgeren sier ukritisk til grunn for investeringsbeslutningen.

Er rådgivningsaspektet sterkt ved inngåelse av investeringsavtalen, og omstendighetene i avtaleforholdet for øvrig peker mot en vidtrekkende opplysningsplikt for selger, vil det kunne oppstå en pedagogisk plikt. Den pedagogiske plikten kjenner vi igjen fra de tradisjonelle rådgivningsavtalene, og vil gjerne lettere kunne foreligge i de tilfeller kontraktsforholdet innebærer en sterk lojalitetsplikt.

¹⁶² Se Rt.2013.388 premiss 125

Samspeilet i avveiningen mellom forventningene til kunden og forventningene til selger, medfører at opplysningsplikts rekkevidde og innhold vil variere fra sak til sak. På den ene siden innebærer dette at det er vanskeligere å kartlegge nøyaktig hva som kreves i den enkelte tilfellet, noe som igjen medfører en svakere forutberegnelighet. Men på samme tid ivaretar denne løsningen hensynet til rimelighet i det enkelte avtaleforholdet, og gir rom for ivaretagelse av både kjøpers og selgers interesser. Denne mer konkrete rimeligheten vil kunne spille en viktig rolle for ivaretagelsen av tilliten til verdipapirmarkedet.

Kildeliste

Lover og forskrifter

Lov 13. august 1915 nr. 5 om domstolene

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

Lov 13. juni 1969 nr. 26 om skadeserstatning

Lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp

Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (opphevet)

Lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

Forskrift 25. september 2006 nr. 1317 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter

Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

Forarbeider og direktiver

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

Ot.prp.nr.5 (1982-1983) «Om lov om endringer i avtaleloven 31. mai 1981 nr. 4, m.m. (generell formuerettslig lempingsregel)»

NOU 1993:27 «Forbrukerkjøpslov»

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

Rettspraksis

Rt.1984.28 (Tromsø Sparebank)

Rt.2000.679 (Investa)

Rt.2003.400 (Sunnfjord Tunnel)

Rt.2012.355 (Lognvik)

Rt.2012.1926 (Fokus Bank)

Rt.2013.388 (Røeggen)

LG-2011-19354 (Gulating)

Finansklagenemnda

FinKN-2011-67

FinKN-2011-326

Bøker

Bar, Christian von (Red.) mfl., *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law Draft Common Frame of Reference (DCFR) Outline Edition* (München 2009)

Bechmann, Tor mfl., *Verdipapirhandelloven [lov av 1997] kommentarutgave* (Oslo 2002)

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett, 2. utgave* (Oslo 2008)

Engh, Jone, *Finansrådgivers ansvar og plikter* (Oslo 2009)

Giertsen, Johan, *Avtaler, 3. utgave* (Oslo 2014)

Hagstrøm, Viggo, *Obligasjonsrett, 2. utgave* (Oslo 2011)

Korling, Fredric, *Rådgiveransvar* (Stockholm 2010)

Lehrberg, Bert, *Uppsatser i Bankrätt -Førsta Samlingen* (Stockholm 2002)

Nazarian, Henriette, *Lojalitetsplikt i kontraktsforhold* (Tromsø 2006)

Nordtveit, Ernst, *Oppdragssamarbeid* (Oslo 1992)

Nygaard, Nils, *Rettsgrunnlag og standpunkt*, 2. utgave (Bergen 2004)

Perland, Olav Fr., *Tilretteleggeransvar – Verdipapirforetaks erstatningsansvar ved tilrettelegging av aksjeemisjoner* (Oslo 2013)

Sæbø, Rune, *Innsidehandel med verdipapir* (Bergen 1995)

Welle-Strand, Edvard Horn, *Investeringsrådgivers erstatningsansvar* (Oslo 2013)

Woxholth, Geir, *Avtalerett*, 9. utgave (Oslo 2014)

Artikler

Færstad, Jan-Ove, "En kommentar til Høyesteretts avgjørelse i Fokus Bank-saken, Rt.2012 s.1926" i *Lov og Rett 2013 nr. 5*, s. 323 flg.

Færstad, Jan-Ove, "Rådgivningsaspektets betydning for bankens informasjonsplikter når den selger investeringsprodukter til forbrukere» i *Tidsskrift for Forretningsjus 2013*.

Hagstrøm, Viggo, «Bankenes ansvar for finansiell rådgivning, særlig ved formidling av spareprodukter til forbrukere», *Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder: Festskrift til Mads Henry Andenæs*, 2010 s. 62-85.

Hymer, Knut-A., "Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk" i *Tidsskrift for forretningsjus 2008 nr. 3*, s. 183 flg.

Kjørven, Marte Eidsand, «Anvendelse av avtaleloven § 36 ved salg av finansielle instrumenter til forbruker – kommentar til Rt.2012 s. 355 (Logvik-saken)» i *Lov og Rett 2012 nr. 7*, s. 387 flg.

Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore, "Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn" i *Tidsskrift for forretningsjus* 2008 nr. 3, s. 155 flg.

Woxholth, Geir, «Utviklingen i rettspraksis vedrørende anvendelsen av avtaleloven § 36 – Fra generell formuerettslig lempningsregel til en avtalerettslig spesialregulering av tilblivelsesmangler og en obligasjonsrettslig «rettskildeparentes»?» i *Jussens Vennes* 2013 nr. 4, s. 259 flg.