

UiO : **Det juridiske fakultet**

Verdipapirforetakets plikter etter verdipapirhandelloven § 10-15

Kravene til egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering ved ytelse av investeringstjenester knyttet til aksjer tatt opp til handel på en multilateral handelsfasilitet til ikke-profesjonelle investorer.

Kandidatnummer: 561

Leveringsfrist: 25. november 2022

Antall ord: 17 979



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Tema og problemstilling	1
1.2	Aktualitet.....	2
1.3	Presiseringer og avgrensninger	3
1.4	Rettskilder og metode	4
1.5	Historikk.....	7
1.6	Videre fremstilling	7
2	VERDIPAPIRMARKEDET OG VERDIPAPIRFORETAKETS ROLLE	8
2.1	Verdipapirmarkedet og finansielle instrumenter.....	8
2.2	Verdipapirforetak og investeringstjenester	9
2.3	Om multilaterale handelsfasiliteter og Euronext Growth Oslo.....	10
3	FORMÅL OG HENSYN	12
3.1	Overordnet	12
3.2	Formålet med kundetestingsreglene.....	13
4	VERDIPAPIRHANDELLOVENS KUNDETESTINGSPLIKTER	14
4.1	Innledning	14
4.2	Kundeklassifisering.....	15
4.3	Kundebegrepet ved ytelse av investeringstjenester	16
4.4	Når skal vurderingen gjennomføres?	16
4.5	Grensen mellom investeringsrådgivning og øvrige investeringstjenester	17
4.5.1	Investeringsrådgivning	18
4.5.2	Øvrige investeringstjenester	20
4.6	Egnethetsvurdering	21
4.6.1	Utgangspunkt.....	21
4.6.2	Verdipapirforetakets plikt til å innhente opplysninger	23
4.6.3	Foretakets kunnskap om og plikt til å sammenligne finansielle instrument.....	27
4.7	Hensiktsmessighetsvurdering.....	28
4.8	Mulige rettsvirkninger ved brudd på kundetestingspliktene.....	31
5	REGULERINGEN AV AKSJER TATT OPP TIL HANDEL PÅ MULTILATERALE HANDELSFASILITETER.....	33
5.1	Innledning	33
5.2	Krav ved opptak til handel	34

5.3	Informasjonskrav	36
5.4	Løpende forpliktelser	37
5.5	Oppsummering.....	39
6	FORETAKETS VURDERING AV EGNETHET OG HENSIKTMESSIGHET KNYTTET TIL AKSJER TATT OPP TIL HANDEL PÅ EN MULTILATERAL HANDELSFASILITET	39
6.1	Innledning	39
6.2	Risikofaktorer.....	40
6.3	Aksjenes egnethet for en ikke-profesjonell kunde	43
6.4	Aksjenes hensiktsmessighet for en ikke-profesjonell kunde	47
6.5	Oppsummering.....	48
7	SAMMENFATNING	48
	LITTERATURLISTE.....	50

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Masteroppgavens overordnede tema er verdipapirhandellovens¹ krav til egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering² ved ytelse av investeringstjenester.

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med kravet til god forretningsskikk, jf. verdipapirhandelloven § 10-9. Kravet innebærer at verdipapirforetaket skal påse at kundens interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. § 10-9 (1). Det overordnede prinsippet utdypes og konkretiseres i de påfølgende reglene i verdipapirhandelloven kapittel 10 del III.³ Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at verdipapirforetak ved ytelse av investeringstjenester, skal foreta *egnehets-* og *hensiktsmessighetsvurderinger* av kundens eller den potensielle kundens investering, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (1) og (2).

Ved ytelse av investeringsrådgivning og porteføljeforvaltning til kunder eller potensielle kunder, skal verdipapirforetaket gjennomføre en *egnehetsvurdering*, hvor det skal innhentes informasjon om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, finansielle situasjon og investeringsmål, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (1). Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende, og spesielt at de er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap. Når verdipapirforetaket skal yte andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og porteføljeforvaltning, skal verdipapirforetaket gjennomføre en mer begrenset *hensiktsmessighetsvurdering*, hvor foretaket skal innhente informasjon om kunden eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, jf. § 10-15 (2). Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å vurdere om kundens påtenkte investering er hensiktsmessig.

Oppgavens problemstilling er hva som er innholdet i og omfanget av verdipapirforetakets plikter etter verdipapirhandelloven § 10-15, når et verdipapirforetak yter investeringstjenester knyttet til aksjer tatt opp til handel på en multilateral handelsfasilitet til ikke-profesjonelle kunder.

Avhandlingen vil behandle verdipapirforetakets plikter etter verdipapirhandelloven § 10-15 når det påtenkte finansielle instrumentet er aksjer tatt opp til handel på en multilateral handelsfasilitet (MHF). Investeringer på en slik handelsplass anses generelt å være forbundet med høyere risiko enn investeringer på for eksempel regulerte markeder.⁴ Dette er blant annet fordi multilaterale handelsfasiliteter er underlagt mindre omfattende regulering, og de finansielle

¹ Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (heretter verdipapirhandelloven).

² Verdipapirhandelloven § 10-15.

³ Se verdipapirhandelloven § 10-9 (1) tredje punktum.

⁴ Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 234.

instrumentene som tas opp til handel på handelsplassen kan være forbundet med en annen risiko enn de finansielle instrumentene som er tatt opp til handel på et regulert marked.

1.2 Aktualitet

I 2020 og 2021 hadde den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo (heretter Euronext Growth) en kraftig økning i antall utstederselskaper tatt opp til handel,⁵ og i 2021 alene ble 61 selskaper tatt opp til handel.⁶ I Finanstilsynets årsrapport for 2021 pekes det på at lav rente og enkel tilgang på likviditet har bidratt til at både profesjonelle investorer, og ikke-profesjonelle investorers risikoappetitt har økt, og at behovet for avkastning blant annet har gitt seg utslag i høy aktivitet på Euronext Growth.⁷

Finanstilsynet fremhever i rapporten Finansielt utsyn juni 2021 at norske ikke-profesjonelle investorer har investert «betydelige midler» i selskaper tatt opp til handel på Euronext Growth, til tross for selskapenes relativt korte historikk, begrenset likviditet i aksjene og høy verdsetting i forhold til bokførte verdier, inntjening og salg.⁸ Dette var noe av bakgrunnen for at Finanstilsynet i 2021 gjennomførte tilsyn med handelsplassen, hvor et av formålene var å undersøke om relevant risiko var tilstrekkelig belyst for investorene.⁹

I etterkant av noteringsboomen i 2020 og 2021 ser man at kursutviklingen for flesteparten av selskapene har vært negativ.¹⁰ Flyr er blant selskapene med størst underskudd.¹¹ Samtidig viser data fra Euronext Securities Oslo at dette selskapet er et av de som har vært mest populær å investere i blant privatpersoner.¹²

Finanstilsynet uttrykker at tilretteleggere, handelsplassen og andre profesjonelle aktører i markedet bærer et stort ansvar for å sikre at risikoen ved slike investeringer er formidlet til investorene, og særlig overfor ikke-profesjonelle investorer som ikke har de samme forutsetningene for å vurdere investeringsrisikoen som profesjonelle investorer.¹³ Foretakets plikt til å gjennomføre egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering av kunden før det yter investeringstjenester tilknyttet slike aksjer, er følgelig svært viktig for å sikre tilstrekkelig investorbeskyttelse.

⁵ Finanstilsynet (2022b) s. 3.

⁶ Euronext (u.å. a).

⁷ Finanstilsynet (2022c) s. 5–6.

⁸ Finanstilsynet (2021b) s. 48.

⁹ Finanstilsynet (2022f) s. 34.

¹⁰ Bjergaard (2022).

¹¹ Bjergaard (2022).

¹² AksjeNorge (2022).

¹³ Finanstilsynet (2021b) s. 48.

1.3 Presiseringer og avgrensninger

Samtlige av bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 10 del III har til formål å beskytte investorene. Kravene til egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering er en del av disse. Av hensyn til oppgavens omfang avgrenses det mot de øvrige materielle bestemmelsene om investorbeskyttelse, inkludert de generelle kravene til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-9.

Avhandlingen vil konsentrere seg om investeringsrådgivning,¹⁴ samt mottak og formidling av ordre og ordrefutførelse på vegne av kunde, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 1, 2, og 5. Det avgrenses mot de øvrige investeringstjenestene som fremgår av § 2-1 (1), herunder porteføljevaltning.¹⁵

Som det fremgår av avhandlingens problemstilling, avgrenses det mot andre finansielle instrumenter enn aksjer som tas opp til handel på multilaterale handelsfasiliteter.

Verdipapirforetakets plikt til å gjennomføre egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering ved ytelse av investeringstjenester, gjelder for ikke-profesjonelle og profesjonelle kunder. Avhandlingen avgrenses mot profesjonelle kunder.¹⁶ Dette er begrunnet i at verdipapirhandelloven inneholder så omfattende unntak fra kravene i § 10-15 hvor kunden anses å være profesjonell, at kravet i realiteten faller bort. Unntakene følger av Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 (heretter kommisjonsforordningen) artikkel 54 (3) og artikkel 56 (1). Det følger av kommisjonsforordningen at verdipapirforetaket kan legge til grunn at profesjonelle kunder har tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen ved investeringer i finansielle instrumenter, og at de har tilstrekkelig finansiell bæreevne. Egnethetsvurderingen for profesjonelle kunder er dermed begrenset til å avdekke og vurdere kundens investeringsmål, og hensiktsmessighetsvurderingen vil bortfalle i sin helhet.¹⁷

Som en del av EUs nye rammeverk om bærekraftig finans, er det vedtatt endringer i kommisjonsforordningen gjennom Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253. Endringene medfører blant annet at kravene i verdipapirhandelloven § 10-15 utvides til å avdekke kundens bærekraftspreferanser. Forordningen er ikke innlemmet i EØS-avtalen og anses ikke som gjeldende rett på nåværende tidspunkt. Avhandlingen avgrenses derfor mot denne tematikken.

¹⁴ Ettersom forpliktelsene etter verdipapirhandelloven § 10-15 (1) gjelder uavhengig av om det ytes uavhengig eller ikke-uavhengig investeringsrådgivning, jf. ESMA (2022b) s. 6, vil jeg ikke gjøre et skille mellom disse i avhandlingen.

¹⁵ Verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 4.

¹⁶ Kundeklassifisering vil likevel kort behandles i kapittel 4.2.

¹⁷ Forsberg (2022) § 10-15 note 1.

Verdipapirforetaket må kunne dokumentere at det er gjennomført egnethets- og hensiktsmessighetsvurderinger i samsvar med verdipapirhandelloven §§ 10-15, jf. 9-16 (1) nr. 8.¹⁸ Verdipapirforetaket plikter også å gi kunden rapporter om tjenestene foretaket har utført, og gi erklæringer om investeringens egnethet (gjelder kun for ikke-profesjonelle kunder) og hensiktsmessighet før en transaksjon gjennomføres.¹⁹ Det er derfor viktig at foretaket har gode rutiner for dokumentasjon og lagring av opplysningene som innhentes og vurderingene som gjøres.²⁰ Dette sikrer at foretaket kan kvalitetssikre ytelsen av investeringstjenestene, og gjør det enklere for tilsynsmyndighetene å foreta kontroll av hvorvidt foretaket har oppfylt sine plikter.²¹ Jeg vil av plasshensyn ikke gå nærmere inn på disse pliktene i avhandlingen.

Avhandlingen avgrenses til slutt mot selskapsrettslige spørsmål, samt eventuelle offentligrettslige- og privatrettslige sanksjoner ved brudd på reglene. Rammen av avhandlingen tillater ikke en behandling av dette. For sammenhengens skyld vil virkninger av brudd på pliktene etter § 10-15 behandles kort i kapittel 4.8.

Begrepet «kundetesting» benyttes i avhandlingen som en samlebetegnelse på verdipapirforetakets plikter etter verdipapirhandelloven § 10-15. Betegnelsen fremgår ikke av verdipapirhandelloven, men er benyttet i forarbeidene,²² av Finanstilsynet i flere tilsynsrapporter,²³ og i juridisk litteratur.²⁴

Alle kursiveringer er foretatt av meg, med mindre annet fremgår.

1.4 Rettskilder og metode

Rettskildesituasjonen på verdipapirrettens område er kompleks og preget av svært omfattende og detaljert lovgivning. En stor andel av de norske reglene på området er et resultat av EU-lovgivning som følge av Norges EØS-forpliktelser.²⁵

EU-regelverket som er gjeldende i Norge på verdipapirirområdet kategoriseres i ulike nivå. Høyeste nivå, nivå 1-regelverket, består blant annet av MiFID II-direktivet,²⁶ et rammedirektiv

¹⁸ Følger også av kommisjonsforordningen artikkel 54 (12) og 56 (2). Se også ESMA (2022b) pkt. 109–112.

¹⁹ Verdipapirhandelloven § 10-17 (2) og (3).

²⁰ Å ha dokumentasjon på vurderingene er et vesentlig krav for å ivareta kundens beste interesser, jf. Finanstilsynet (2022e) s. 4.

²¹ Verdipapirhandelloven § 9-16 (1) nr. 8.

²² Se f.eks. NOU 2017:1 s. 180.

²³ Se f.eks. Finanstilsynet (2022d), Finanstilsynet (2021a), Finanstilsynet (2019d) og Finanstilsynet (2018b).

²⁴ Se f.eks. Bergo (2021) s. 296 og Kjørven (2017) s. 155.

²⁵ Gjennom EØS-loven § 1 og EØS-avtalen artikkel 7 er Norge folkerettslig forpliktet til å gjennomføre EU-lovgivning på verdipapirrettens område.

²⁶ Directive 2014/65/EU (heretter MiFID II).

gjennomført i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven. Verdipapirhandelloven implementerer MiFID II-reglene som norske bestemmelser. Direktivet erstatter og bygger videre på MiFID I-direktivet,²⁷ og har blant annet til formål å bidra til mer transparente og velfungerende markeder, og til å styrke investorbekyttelsen ytterligere fra MiFID I.²⁸

Direktivet presiseres og suppleres av delegerede forordninger, som er gjort til norsk rett ved inkorporasjon i verdipapirforskriften.²⁹ Kommissjonsdirektiver og kommisjonsforordninger er nivå 2-regler.³⁰ Viktigst for avhandlingen er kommisjonsforordningen, som gjelder som forskrift, jf. verdipapirforskriften § 2-2.

Siden MiFID II er implementert med egne lovbestemmelser, er det de norske tekstene som anses som gjeldende rett. Prinsippet om direktivkonform fortolkning³¹ innebærer imidlertid at verdipapirhandellovens bestemmelser må tolkes i overensstemmelse med EØS-retten. Ved tolkningen av MiFID II og tilhørende rettsakter er det den EØS-rettslige metode som må anvendes, som er lik den EU-rettslige.³² Det vil av praktiske hensyn vises til den engelske språkversjonen av EØS-kildene.

Utgangspunktet for både de norske reglene og EØS-reglene, er at ordlyden tillegges vesentlig vekt ved tolkningen. Det er lovteksten som angir rammen for reglenes anvendelse. Ved tolkningen må også formål og hensyn identifiseres, da det kan ha betydning for anvendelsen av reglene. Formål og hensyn er spesielt relevant hvor ordlyden er uklar eller flertydig. Flertydighet kan typisk oppstå ved tolkningen av EØS-reglene da EU-retten opererer med 24 likeverdige språkversjoner.³³

Den europeiske tilsynsmyndigheten på verdipapirirområdet, ESMA, utarbeider sammen med EBA (Den europeiske banktilsynsmyndighet) retningslinjer («guidelines and recommendations» og «Q & As») om forståelsen av MiFID II-regelverket. Retningslinjene bidrar til å utpensle det nærmere innholdet i reglene. Disse skal tillegges stor vekt ved tolkningen av det norske regelverket, men er ikke rettslig bindende.³⁴ Tilsynsmyndighetene for det enkelte EU-

²⁷ Directive 2004/39/EC (heretter MiFID I).

²⁸ NOU 2017:1 s. 11.

²⁹ FOR-2007-06-29-876 (heretter verdipapirforskriften).

³⁰ NOU 2017:1 s. 16.

³¹ Prinsippet går ikke lenger enn presumsjonsprinsippet, jf. Rt. 2000 s. 1811 på side 1815.

³² Bergo (2021) s. 42. Dette er i tråd med det grunnleggende tolkningsprinsippet om rettsharmonisering som gjelder i EU-retten, og som også anvendes i EØS-retten.

³³ Bergo (2021) s. 37.

³⁴ Prop.77 L (2017–2018) s. 11 og NOU 2017:1 s. 16.

/EØS-land skal likevel bekrefte om de vil følge retningslinjene, noe Finanstilsynet har bekreftet for Norge.³⁵

Høyesterettspraksis utgjør en begrenset del av rettskildebildet på området. De aktuelle dommene omhandler erstatningskrav for uaktsom rådgivning og avtalerettslig ugyldighet. I den grad dommene behandler det verdipapirrettslige regelverket, tas det utgangspunkt i verdipapirforetakets informasjonsplikter før verdipapirhandelloven av 2007 trådte i kraft. Følgelig baserer de seg ikke på de samme rettsreglene som gjelder etter dagens verdipapirhandellov og vil derfor ha begrenset vekt. Dommene kan likevel være relevante i den grad de sier noe om hvilke krav som kan stilles til en aktsom investeringsrådgiver. På grunn av dommenes begrensede betydning utover dette, er de ikke inngående behandlet i avhandlingen, men henviset til hvor det anses relevant. Det er avsagt enkelte dommer i underrettene som behandler verdipapirhandellovens bestemmelser. Praksis fra underretten har først og fremst betydning som illustrasjon til hvordan reglene anvendes, og tillegges begrenset betydning rettskildemessig.³⁶

Innholdet i verdipapirhandelloven § 10-15 er i begrenset grad behandlet i verdipapirhandellovens forarbeider. Etersom regelverket er et resultat av EU-lovgivning, er det i stor grad henviset til hva som følger av MiFID II, tilhørende rettsakter samt ESMA's retningslinjer. Forarbeidene bidrar derfor i begrenset grad til å utpensle det materielle innholdet i kundetestingspliktene.

Finanstilsynet publiserer også anbefalinger og tolkninger av regelverket som er av relevans. Finanstilsynet gjennomfører også stedlig tilsyn hos verdipapirforetakene for å sikre at pliktene etter verdipapirhandelloven overholdes, og det finnes mye praksis som behandler kundetestingsreglene. Rapportene er ikke bindende for andre enn det foretaket tilsynet gjelder for, men kan bidra til å illustrere hvordan de nasjonale reglene praktiseres.³⁷ Siden det foreligger begrenset rettspraksis på området, vil tilsynspraksis og enkeltvedtak fattet av Finanstilsynet, ha stor praktisk betydning.

Også praksis fra Verdipapirforetakenes Forbunds (VPPF) Etske Råd vil ha relevans. Saker behandlet av VPPF er ikke rettslig bindende, men kan ha praktisk relevans ved utpenslingen av reglenes nærmere innhold. VPPF utarbeider også etiske normer, bransjestandarder og anbefalinger som er ment å kodifisere bransjepraksis.³⁸

³⁵ Finanstilsynet (2019a).

³⁶ Se også Boe (2021) s. 399.

³⁷ Bergo (2021) s. 60.

³⁸ I HR-2020-475-A avsnitt 119 uttaler Høyesterett at bransjestandarder vil kunne gi uttrykk for det nærmere innholdet i en regel. I dommen gjaldt bransjestandardene innholdet i kravet til god forretningsskikk etter verdipapirfondloven § 2-15.

1.5 Historikk

Dagens verdipapirhandellov er et resultat av omfattende EU-lovgivning. Verken verdipapirhandelloven av 1985 eller av 1997 inneholdt egne regler om kundetesting. Verdipapirhandelloven av 1997 gjennomførte ISD-direktivet, som etter hvert ble erstattet av MiFID I med tilhørende rettsakter. Med MiFID I kom det detaljrik regulering av verdipapirmarkedet, som også inkluderte krav til kundetesting av kunder og potensielle kunder ved ytelse av investeringstjenester. MiFID I med tilhørende rettsakter ble gjennomført i verdipapirhandelloven av 2007 og verdipapirforskriften. Kundetestingspliktene ble følgelig introdusert i verdipapirhandelloven dagjeldende § 10-11 (4) og (5).

MiFID II erstattet så MiFID I, med det formål å videreføre og skjerpe kravene i MiFID I. Bakgrunnen for overgangen var blant annet at man under finanskrisen i 2008-2009 hadde avdekket at reguleringen av finansmarkedet hadde flere svakheter.³⁹ Samtidig som at MiFID II-regelverket trådte i kraft i Norge, skjedde det en omstrukturering av det norske regelverket for å følge et trinnhøydeprinsipp, slik at MiFID II-direktivet ble implementert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven, mens de utfyllende rettsaktene ble inkorporert i verdipapirforskriften.⁴⁰

Verdipapirhandelloven § 10-11 hjemlet frem til implementeringen av MiFID II i verdipapirhandelloven, det generelle kravet til god forretningsskikk. Bestemmelsen ga også anvisning på konkrete forpliktelser foretaket hadde for å sikre investorbeskyttelse og en minimumsstandard for kundebehandling.⁴¹ På grunn av omstruktureringene i regelverket, fant lovgiver det hensiktsmessig å dele opp § 10-11 i flere bestemmelser, og kravet til egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering ble flyttet til § 10-15.⁴² Verdipapirhandelloven § 10-15 gjennomfører MiFID II artikkel 25, og viderefører i hovedsak MiFID I-reguleringen, med enkelte utvidelser.⁴³

1.6 Videre fremstilling

I den videre fremstillingen gis det først i kapittel 2 en introduksjon til verdipapirmarkedet og verdipapirforetakenes rolle. Jeg vil da også redegjøre kort for reguleringen av multilaterale handelsfasiliteter, for å skape kontekst for videre drøftelse. I kapittel 3 vil de overordnede formål og hensyn med verdipapirretten presenteres, og formålet med kundetestingsreglene vil behandles særskilt.

³⁹ Se Bergo (2021) s. 33.

⁴⁰ NOU 2017:1 s. 17.

⁴¹ NOU 2017:1 s. 168.

⁴² NOU 2017:1 s. 169.

⁴³ NOU 2017:1 s. 183.

I kapittel 4 vil det materielle innholdet i kundetestingspliktene behandles. I kapittel 5 vil reguleringen av multilaterale handelsfasiliteter behandles. Multilaterale handelsfasiliteter er underlagt mindre omfattende regulering enn regulerte markeder, og kapitlet har til formål å belyse at dette kan representere en risiko som verdipapirforetaket må ta hensyn til i sin egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering.

I kapittel 6 vil jeg foreta en nærmere vurdering av typiske risikofaktorer som kjennetegner selskaper tatt opp til handel på en MHF, ettersom også dette vil få betydning for verdipapirforetakets vurdering av aksjenes egnethet og hensiktsmessighet. I lys av dette vil jeg vurdere hvordan risikofaktorene og reguleringen av multilaterale handelsfasiliteter får betydning for kundetestingspliktens innhold og omfang.

Til slutt vil jeg knytte noen avsluttende bemerkninger til avhandlingens tema.

2 Verdipapirmarkedet og verdipapirforetakets rolle

2.1 Verdipapirmarkedet og finansielle instrumenter

Børs- og verdipapirretten omhandler reglene for handel med finansielle instrumenter, samt oppgjør og registrering av slik handel. «Finansielle instrumenter» er et svært sentralt begrep i verdipapirretten, og definisjonen av hva finansielle instrumenter er finnes i verdipapirhandelloven § 2-2 (1). De finansielle instrumentene kan deles inn i fem hovedgrupper: omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, verdipapirfondsandeler, derivater og utslippskvoter.⁴⁴

Det følger av verdipapirhandelloven § 2-2 (1) nr. 1 at et «omsettelig verdipapir» er et finansielt instrument. Ifølge forarbeidene vil alle verdipapir som «etter sin art er omsettelig» anses som «omsettelige verdipapirer».⁴⁵ Videre følger det av § 2-4 (1) nr. 1 at aksjer er et omsettelig verdipapir. Aksjer i både aksjeselskaper og allmennaksjeselskap omfattes.⁴⁶

Verdipapirmarkedet kan deles inn i delmarkeder ut fra hvilke finansielle instrument som omsettes. Hovedskillet går mellom egenkapital-, fremmedkapital- og varederivatmarkedet.⁴⁷ Aksjemarkedet inngår i egenkapitalmarkedet, hvor det skilles mellom førstehånds- og annenhåndsmarkedet. I førstehåndsmarkedet blir nye verdipapirer utstedt, og i annenhåndsmarkedet vil allerede utstedte verdipapirer omsettes i markedet. Det er handelen i annenhåndsmarkedet som er relevant for denne avhandlingen.

⁴⁴ Se nærmere definisjoner i verdipapirhandelloven § 2-4 (1) til (8), som svarer innholdsmessig til oppregningen i MiFID II vedlegg I seksjon C.

⁴⁵ Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 53.

⁴⁶ NOU 2006:3 s. 33.

⁴⁷ Bergo (2021) s. 17.

2.2 Verdipapirforetak og investeringstjenester

På verdipapirrettens område skilles det mellom de ulike aktørene som deltar i verdipapirmarkedet. For det første har man investorene som plasserer sin overskuddslikviditet i verdipapirmarkedet.⁴⁸ For det andre har man utstederne, som er bedrifter og offentlige virksomheter som har behov for kapital, og henter inn kapital ved å utstede verdipapirer.⁴⁹ For det tredje har man mellommennene, typisk verdipapirforetak, som skal yte tjenester til de andre markedsdeltakerne. Verdipapirforetak kan både medvirke til gjennomføringen av handler mellom utsteder og investor i førstehåndsmarkedet, og utføre andre finansielle tjenester for investorene i annenhåndsmarkedet.⁵⁰ En annen viktig aktør er handelsplassene, hvor handel finner sted.

Et verdipapirforetak er et foretak som «yter en eller flere investeringstjenester» overfor tredjepersoner eller som «driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis», jf. verdipapirhandelloven § 2-7 (1).⁵¹ Begrepene «investeringstjenester» og «investeringsvirksomhet» er definert i § 2-1 (1) med videre presiseringer i § 2-3.⁵²

Det kreves konsesjon fra Finanstilsynet for å yte investeringstjenester eller å drive investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis.⁵³ Konsesjon innvilges for den enkelte investeringstjeneste.

En sentral del av verdipapirforetakenes virksomhet er mottak og formidling av kundeordre om kjøp og salg av verdipapirer i annenhåndsmarkedet, samt utførelse av ordre for kunde. Disse tjenestene omfattes av definisjonen «investeringstjenester og investeringsvirksomhet» etter verdipapirhandelloven §§ 2-1 (1) nr. 1 og 2-1 (1) nr. 2. Slike investeringstjenester betegnes ofte som «megling» og er tjenester som går ut på at verdipapirforetaket har en rolle som mellommann i en transaksjon. I slike tilfeller skal det foretas en hensiktsmessighetsvurdering av kundens påtenkte investering, se kapittel 4.7.

En annen sentral del av verdipapirforetaks virksomhet, er å yte investeringsrådgivning til kunder. Dette er en investeringstjeneste etter verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 5, som er nærmere definert i § 2-3 (4). Når verdipapirforetaket skal yte investeringsrådgivning, skal verdipapirforetaket foreta en egnethetsvurdering, se kapittel 4.6.

⁴⁸ Myklebust (2011) s. 182.

⁴⁹ Myklebust (2011) s. 182.

⁵⁰ Myklebust (2011) s. 182.

⁵¹ Bestemmelsen samsvarer med MiFID II artikkel 4 (1) nr. 1.

⁵² Terminologien som benyttes i MiFID II er «investment services and activities» og følger av artikkel 4 (2) og vedlegg I seksjon A.

⁵³ Verdipapirhandelloven § 9-1.

Innholdet i de aktuelle investeringstjenestene blir nærmere redegjort for i kapittel 4.5.

2.3 Om multilaterale handelsfasiliteter og Euronext Growth Oslo

MiFID II skiller mellom tre ulike handelsplasser («trade venues»); regulerte markeder, multilaterale handelsfasiliteter (MHF), og organiserte handelsfasiliteter (OTF).⁵⁴ Begrepene er definert i verdipapirhandelloven § 2-7 (4) til (6) og gjennomfører MiFID II artikkel 4 (1) nr. 21–23.

Etter verdipapirhandelloven § 2-7 (5) defineres en multilateral handelsfasilitet som

«et multilateralt system som legger til rette for kobling i systemet av flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i samsvar med objektive handelsregler, slik at det kan inngås bindende handel.»

Multilaterale handelsfasiliteter er en form for markedsplass som først ble regulert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven av 2007. Tidligere var det bare børser som var regulert. Bakgrunnen for reguleringsendringen var blant annet fremveksten av nye typer organiserte handelssystemer i Europa, og et behov for å underlegge disse regulering som ivaretok hensynet til velfungerende og effektive finansmarkeder.⁵⁵ Utviklingen av alternative markedsplasser medførte også en ny konkurransesituasjon som innebar store strukturendringer for markedsplassene og børsene.⁵⁶ Den nye reguleringen skulle legge til rette for mer privatisering og økt konkurranse mellom ulike handelsplasser.⁵⁷

Det er store likhetstrekk mellom multilaterale handelsfasiliteter og regulerte markeder, da begge handelsplassene er multilaterale systemer som legger til rette for å koble sammen kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter.⁵⁸ MiFID II er utformet slik at alle typer organiserte handelsplasser er gjenstand for regulering. Hensikten med dette var å sikre at handel i finansielle instrumenter gjøres på handelsplasser som er «åpne og transparente og som er underlagt lignende regulering.»⁵⁹

Krav til handelsplassenes virkemåte og handelsprosesser, blant annet knyttet til handelssystemet, markedsovervåkning og offentliggjøring av handler og ordrer, er i det vesentlige likt.⁶⁰

⁵⁴ OTFer behandles ikke i denne avhandlingen.

⁵⁵ Myklebust (2011) s. 287.

⁵⁶ Myklebust (2011) s. 287.

⁵⁷ Myklebust (2011) s. 253 og Ot.prp.nr.73 (1999–2000) s. 7. Se også Hudson (2013) s. 160 og Moloney (2014) s. 435 flg.

⁵⁸ Verdipapirhandelloven §§ 2-7 (4), (5) og (9).

⁵⁹ NOU 2017:1 s. 44.

⁶⁰ Finanstilsynet (2022b) s. 7 og NOU 2017:1 s. 67.

Dette har sammenheng med at regulerte marked og multilaterale handelsfasiliteter representerer de samme handelsfunksjonene, hvor multilaterale handelsfasiliteter er et alternativ til omsetning på de regulerte markedene.⁶¹

Multilaterale handelsfasiliteter og regulerte markeder skiller seg likevel på flere måter. En viktig forskjell er at multilaterale handelsfasiliteter og regulerte markeder opererer under ulike konsesjonsmessige regimer.⁶² Drift av en MHF er en investeringstjeneste, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 8. Multilaterale handelsfasiliteter reguleres derfor av verdipapirhandellovens bestemmelser om verdipapirforetak,⁶³ og ikke av verdipapirhandelloven del 4 om regulerte markeder. Siden drift av en MHF er en investeringstjeneste, kan både verdipapirforetak og markedsoperatører drifte en MHF.

Andre viktige forskjeller mellom en MHF og regulerte markeder er at det ikke er et *vilkår* at en MHF fungerer «regelmessig» eller at handelsplassen «tar opp» finansielle instrumenter slik definert i verdipapirhandelloven § 2-7 (4). Det er imidlertid ikke noe i veien for at en MHF gjør dette.⁶⁴ Videre er verken opptaksreglene eller krav til løpende forpliktelser for selskap som skal tas opp på en MHF lovfestet, verdipapirhandelloven fastsetter istedenfor minimumskrav til markedsoperatørens regelverk, jf. § 9-26 flg. I tillegg er det en rekke andre regler på verdipapirområdet som ikke kommer til anvendelse for finansielle instrumenter tatt opp til handel på en MHF. Dette vil jeg komme tilbake til i kapittel 5.

Det er også slik at aksjer tatt opp til handel på et regulert marked kan omsettes på en MHF, jf. verdipapirhandelloven § 9-26 (2). Om handelsplassen skal tilby slik parallellhandel, er opp til markedsoperatøren å bestemme. Euronext Growth tilbyr ikke slik parallellhandel.⁶⁵

I Norge har markedsoperatøren Oslo Børs ASA tillatelse til å drive den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo, jf. verdipapirhandelloven § 9-8, og konsesjon til å drive de to regulerte markedene Euronext Oslo Børs og Euronext Expand, jf. § 11-1. Euronext Oslo Børs har særskilt tillatelse som børs, jf. § 13-1.⁶⁶ Børser er underlagt noe strengere regulering enn alminnelige regulerte markeder etter verdipapirhandelloven kapittel 13.⁶⁷

⁶¹ Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 232 og MiFID I fortale punkt 6.

⁶² Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 234.

⁶³ Og særskilt i verdipapirhandelloven § 9-26 flg.

⁶⁴ Sml. verdipapirhandelloven § 2-7 (4) og (5). Se også Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 234.

⁶⁵ Bergo (2021) s. 149.

⁶⁶ Med børs menes regulert marked med tillatelse etter verdipapirhandelloven § 13-1, jf. § 2-7 (7). Kapittel 13 viderefører Directive 2001/34/EC (opptaksdirektivet) og gjelder kun for regulerte markeder som har tillatelse som børs.

⁶⁷ NOU 2017:1 s. 202.

Siden Euronext Growth Oslo er den eneste registrerte multilaterale handelsfasiliteten i Norge, vil denne benyttes til illustrasjon i kapittel 5 og 6.2. Euronext Growth er en handelsfasilitet som markedsføres som å være egnet for små og mellomstore selskaper som ønsker tilgang til kapitalmarkedet.⁶⁸

3 Formål og hensyn

3.1 Overordnet

Det overordnede formålet med regulering av det finansielle systemet er å legge til rette for velfungerende markeder og finansiell stabilitet.⁶⁹ Dette skal sikre at systemet er stabilt og effektivt. Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet bidrar til stabil økonomisk utvikling og at det er robust nok til å håndtere forstyrrelser og sjokk i markedet.⁷⁰ Velfungerende markeder bidrar videre til en effektiv allokering og prising av kapital og risiko.⁷¹ Finansiell stabilitet og velfungerende markeder er nødvendig for tilliten til det finansielle systemet, for å ivareta en stabil økonomisk utvikling og å beskytte forbrukere og andre brukere av finansielle tjenester.⁷²

Verdipapirmarkedene spiller en viktig rolle ved at de er en kapitalkilde for næringslivet og opererer som plasseringsalternativ for investorer og sparere. Samfunnet og økonomien for øvrig har derfor stor økonomisk interesse av at verdipapirmarkedet er velfungerende.

Av verdipapirhandellovens formålsparagraf § 1-1 fremgår det at loven skal legge til rette for en «effektiv, sikker og ordnet» handel i finansielle instrumenter og å «sikre investorbeskyttelse». MiFID II oppstiller hensynene fri flyt av investeringstjenester, integritet og effektivitet i det finansielle system og investorbeskyttelse som likestilte formål.⁷³ Selv om formålsparagrafen til verdipapirhandelloven ikke er like bred, må den tolkes i overenstemmelse med direktivet som loven er ment å gjennomføre.⁷⁴

En investor som investerer i kapitalmarkedet, vil naturligvis eksponeres for ulike typer risikoer knyttet til investeringer. Å vurdere risikoen er imidlertid en kompleks prosess, som krever store mengder informasjon og tilstrekkelig kunnskap om investeringen som skal foretas, samt om markedet for øvrig. Å ha tillit til markedene og de profesjonelle aktørene i denne prosessen, er

⁶⁸ Euronext (u.å. b).

⁶⁹ Myklebust (2011) s. 44.

⁷⁰ Norges Bank (2022) s. 110. Se også definisjonen av finansiell stabilitet i Lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern § 1-1.

⁷¹ Finanstilsynet (2019b) s. 6.

⁷² Finanstilsynet (2019b) s. 6.

⁷³ MiFID II fortale pkt. 3–5.

⁷⁴ Kjørven (2017) s. 38.

avgjørende for at aktørene skal ønske å delta i kapitalmarkedet. Tilliten til markedet kan trues av flere risikofaktorer som informasjons- og kunnskapsasymmetri, atferdsrisiko og prinsipal-agentproblemer.⁷⁵ Forholdet mellom verdipapirforetaket og investoren preges av at verdipapirforetaket typisk har mer informasjon og ekspertise og bedre forutsetninger til å vurdere ulike investeringsalternativer. Kunden er i stor grad avhengig av å stole på verdipapirforetaket, og forholdet mellom kunden og verdipapirforetaket bygger på et grunnleggende premiss om tillit.⁷⁶ Å beskytte investorene mot å bli utnyttet er derfor viktig for den enkelte investor, men også for tilliten til, og effektiviteten i, markedet.⁷⁷

Investorbeskyttelse er et grunnprinsipp i finansmarkedsretten. Reglene tar i stor grad sikte på å beskytte og regulere verdipapirmarkedet og dets funksjoner, blant annet ved å minske risikoen for informasjonsasymmetri, og gjennom dette bidra til tillit i markedet og til aktørene, som vil fremme investorbeskyttelsen. Investorbeskyttelse har følgelig viktige funksjoner utover hensynet til den enkelte.

Regler som skulle beskytte og ivareta investorens interesser var inntatt i MiFID I, men ble som nevnt ytterligere skjerpet ved implementeringen av MiFID II. I direktivets fortale punkt 3–4 vises det til at investorene de siste årene har blitt mer aktiv i finansmarkedet, og at de finansielle instrumentene som tilbys har blitt mer og mer komplekse. Dette krever strengere reguleringer for å sikre at investorenes interesser blir tilstrekkelig ivaretatt.

Begrepet «investor» omfatter både fysiske og juridiske personer, som har ulik kunnskap, erfaring og derav også beskyttelsesbehov. Kravene innebærer at investorbeskyttelsen er relativ, slik at graden av investorbeskyttelse varierer ut fra hva slags kunde det er snakk om, hvilken investeringstjeneste det gjelder og hvor komplisert det finansielle instrumentet er.⁷⁸

3.2 Formålet med kundetestingsreglene

Egnettsvurderingen i verdipapirhandelloven § 10-15 (1) kommer til anvendelse når verdipapirforetaket skal yte investeringsrådgivning til, eller drive porteføljeforvaltning for, en kunde eller potensiell kunde. Hensiktsmessighetsvurderingen gjelder når foretaket skal yte andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og porteføljeforvaltning, og har størst selvstendig betydning ved ordreførelse og ordreformidling på vegne av en kunde eller potensiell kunde, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (2).⁷⁹

⁷⁵ Kjørven (2017) s. 41 og Myklebust (2011) s. 190.

⁷⁶ Brudd på reglene kan medføre alvorlige svekkelser i den tillit markedsaktørene skal kunne ha til verdipapirforetakene, se Finanstilsynet (2019e) s. 12.

⁷⁷ Kjørven (2017) s. 44. Også fremhevet i Finanstilsynet (2022c) s. 31.

⁷⁸ Bergo (2021) s. 296.

⁷⁹ Bergo (2021) s. 299.

Egnethetsvurderingen er mer omfattende enn hensiktsmessighetsvurderingen, og denne forskjellen i plikter i og utenfor investeringsrådgivning, reflekterer at det er ulike hensyn som gjør seg gjeldende.⁸⁰ Investeringsrådgivning er en tjeneste som etter sin art skal være tilpasset den enkelte kunde, og flere opplysninger må derfor innhentes.

Når en kunde mottar investeringsrådgivning – vil vedkommende fatte en investeringsbeslutning i tillit til foretakets kunnskap og ekspertise. På denne måten vil kundens egne vurderinger av hva som er en god investeringsbeslutning i praksis kunne falle bort, selv om det er vedkommende som til slutt bestemmer om investeringen skal gjennomføres. Kravene til egnethetsvurdering har til formål å sørge for at foretaket ikke utnytter denne tilliten, og å ivareta kundens interesser.⁸¹ Det er i samfunnet og investorens interesse at finansrådgiverne gir gode råd med forsvarlig kvalitet. Dårlige råd og brudd på reglene kan føre til feilinvesteringer, og også svekket tillit til markedsaktørene og finansbransjen.⁸² Dette kan videre føre til at investorer unnlater å benytte seg av investeringsrådgivning, som på sikt kan medføre svakere innovasjon og svekket utvikling i finansmarkedene.⁸³

Disse hensynene gjør seg ikke like sterkt gjeldende når foretaket skal yte investeringstjenester som ikke er investeringsrådgivning eller porteføljeforvaltning. Dette er fordi kunden i slike tilfeller ikke treffer en investeringsbeslutning i tillit til verdipapirforetakets vurderinger og ekspertise. Her er det kunden som selv initierer handelen og som har tenkt seg ut et finansielt instrument, og derfor vil også verdipapirforetakets plikter være mindre omfattende.

Verdipapirforetakets plikt til å foreta egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering av sine kunders investering er følgelig en viktig del av investorbeskyttelsen.⁸⁴ Pliktene har til formål å sikre at de tjenester som foretaket yter, faktisk passer kunden.

4 Verdipapirhandelovens kundetestingsplikter

4.1 Innledning

I dette kapitlet vil jeg redegjøre for verdipapirforetakets kundetestingsplikter. Først vil jeg redegjøre for hvordan verdipapirforetaket skal klassifisere kundene sine, da omfanget av verdipapirforetakets kundetestingsplikter forutsetter at verdipapirforetaket har vurdert kundens klassifisering. I kapittel 4.3 og 4.4 vil kundebegrepet og tidspunktet for kundetestingen redegjøres

⁸⁰ Kjørven (2017) s. 155.

⁸¹ Kjørven (2017) s. 156.

⁸² Engh (2009) s. 52.

⁸³ Engh (2009) s. 52–53.

⁸⁴ Se Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 437.

for, da disse er felles for egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen. Videre vil jeg i kapittel 4.5 definere de aktuelle investeringstjenestene, og søke å avklare grensen mellom investeringsrådgivning og de øvrige investeringstjenestene. Grensen er sentral for hvorvidt det skal gjennomføres en egnethets- eller hensiktsmessighetsvurdering. I kapittel 4.6 og 4.7 vil det materielle innholdet i egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen behandles, før mulige rettsvirkninger ved brudd på pliktene behandles kort i kapittel 4.8.

4.2 Kundeklassifisering

Før verdipapirforetaket kan gjennomføre egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen, må verdipapirforetaket ha klassifisert kundene sine. I verdipapirhandelloven kapittel 10 opereres det med to kundeklassifiseringer, profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder. Ved å klassifisere kunden, sikrer man at investeringstjenestene tilpasses ut fra kundens behov for beskyttelse.⁸⁵

Ikke-profesjonelle kunder er etter verdipapirhandelloven § 10-7 (1) negativt avgrenset mot profesjonelle kunder. Det vil si at «enhver kunde som verken anses profesjonell etter § 10-6 eller er omklassifisert til profesjonell etter § 10-8», anses som ikke-profesjonell.⁸⁶ MiFID II vedlegg II betegner profesjonelle kunder som kunder «who possesses the experience, knowledge and expertise to make its own investment decisions and properly assess the risks that it incurs.»

En ikke-profesjonell kunde kjennetegnes typisk ved at vedkommende mangler den aktuelle erfaringen og kunnskapen som de profesjonelle kundene har. En viktig del av denne kundegruppen er privatpersoner, både de som er velstående og erfarne med investeringer, men også de som ikke er det. Gruppen omfatter også foretak som ikke oppfyller kravene til å regnes som en profesjonell investor. Spennet i kategorien «ikke-profesjonelle kunder» er derfor svært vidt, noe reglene om kundetesting hensyntar ved at vurderingene skal gjøres ut fra kundens profil.

Når verdipapirforetaket har vurdert kundens klassifisering, skal verdipapirforetaket skriftlig informere kunden om hvilken kundekategori vedkommende tilhører, om adgangen til å omklassifiseres og hvilken betydning kategoriseringen har for graden av investorbeskyttelse, jf. verdipapirhandelloven § 10-6 (2). Ikke-profesjonelle investorer kan be om å bli omklassifisert til profesjonell kunde etter §§ 10-7 og 10-8 dersom minst to av tre kriterier som opplistet i § 10-7 (2) er oppfylt. Kriteriene knytter seg til antall transaksjoner per kvartal, størrelsen på porteføljen og erfaring i finanssektoren.

⁸⁵ MiFID II fortale pkt. 86.

⁸⁶ Hvem som regnes som profesjonelle kunder er listet opp i verdipapirhandelloven § 10-6 (1) nr. 1-4. En underkategori av profesjonelle kunder er «kvalifiserte motparter», jf. § 10-23 (2).

4.3 Kundebegrepet ved ytelse av investeringstjenester

Verdipapirforetakets plikt til å vurdere en investerings egnethet og hensiktsmessighet gjelder for «kunder» og «potensielle kunder», jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (1) og (2).

Hvem som skal anses «kunde» er ikke definert i verdipapirhandelloven. Det fremgår imidlertid av lovens forarbeider at det skal tas utgangspunkt i det samme kundebegrepet som i MiFID II.⁸⁷ Etter MiFID II forstås «client» som enhver fysisk eller juridisk person verdipapirforetaket yter investeringstjenester og tilknyttede tjenester til.⁸⁸ Det avgjørende vil være om verdipapirforetaket «yter» investeringstjenester eller tilknyttede tjenester til motparten.

Hvem som er en «potensiell kunde» er mer uklart, og det er ikke avklart i verken verdipapirhandelloven eller MiFID II hva som skal til for at noen anses å være en «potensiell kunde». Ifølge forarbeidene må det bero på en konkret vurdering når rettighetene og pliktene som følge av kundeforholdet oppstår.⁸⁹ Hvor en megler kontakter en investor med sikte på å yte investeringstjenester, vil nok vedkommende anses å være en «potensiell kunde». Her er det også relevant at forarbeidene har presisert at det forhold at bestemmelsen omfatter «potensielle» kunder, ikke innebærer at foretakets forpliktelser overfor «kunder» kun gjelder om tjenesten faktisk ytes eller gjennomføres.⁹⁰

For å unngå gjentakelser vil kun begrepet «kunde» benyttes i det videre.

4.4 Når skal vurderingen gjennomføres?

Egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen skal foretas i forkant av at den aktuelle investeringstjenesten ytes. Dette fremgår ikke direkte av verdipapirhandelloven § 10-15, men må ses i lys av at hensikten med kundetestingen er å sette foretaket i stand til å vurdere om det finansielle instrumentet eller den påtenkte investeringen er egnet eller hensiktsmessig.

Finanstilsynet har i en rekke tilsynsrapporter trukket frem at foretakene ikke har innhentet informasjon som skal ligge til grunn for egnethetsvurderingen i forkant av at det ytes investeringsrådgivning.⁹¹ Finanstilsynet understreket blant annet i tilsynsrapport for Norse Securities at en «viktig forutsetning» for at foretaket skal være i stand til å foreta den påkrevde testen, er at nødvendig informasjon om kunden er innhentet *før* det ytes investeringstjenester.⁹²

⁸⁷ Prop.77 L (2017–2018) s. 56.

⁸⁸ MiFID II artikkel 4 (1) nr. 9.

⁸⁹ Prop.77 L (2017–2018) s. 56.

⁹⁰ Prop.77 L (2017–2018) s. 56.

⁹¹ Se f.eks. Finanstilsynet (2017a), Finanstilsynet (2019d) og Finanstilsynet (2022d).

⁹² Finanstilsynet (2019d) s. 5.

I tillegg oppstår det spørsmål om når og hvor ofte egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen skal gjennomføres når verdipapirforetaket har et løpende kundeforhold.

Det følger av kommisjonsforordningen artikkel 55 (3) at verdipapirforetaket kan stole på informasjonen kunden har oppgitt, med mindre foretaket vet eller burde vite at informasjonen er «manifestly out of date, inaccurate or incomplete.»

Ved ytelse av investeringsrådgivning kan det følgelig ikke utledes en plikt til å innhente ny informasjon hver gang kunden skal motta investeringsrådgivning. En slik plikt ville vært svært omfattende, gitt at mye av informasjonen trolig er den samme for hver gang. Foretaket må imidlertid ha tilstrekkelig gode rutiner for å sørge for at informasjonen om kunden er «adequate and up-to-date».⁹³ Videre følger det av ESMA at det hyppigere bør innhentes fornyet informasjon og foretas fornyede vurderinger hvor kunden har en risikoprofil som tyder på at vedkommende vil investere i risikofylte finansielle instrumenter.⁹⁴ Verdipapirforetaket må forstå at manglende oppdatering av informasjon til bruk i en egnethetsvurdering kan medføre feilaktige vurderinger, og at kunden kan få anbefalt et instrument som ikke passer vedkommendes reelle profil. Det er derfor viktig at foretaket har gode nok rutiner og gjennomfører jevnlige oppdateringer. Det er også sentralt at verdipapirforetaket etter kommisjonsforordningen artikkel 54 (13) minst én gang i året skal vurdere egnetheten av de *leverte* anbefalingene, og hyppigere hvor kundens risikoprofil og de anbefalte finansielle instrumentene tilsier dette.

Når det gjelder hensiktsmessighetsvurderingen, kan verdipapirforetaket etablere rutiner for å enten innhente opplysninger hver gang det skal ytes en investeringstjeneste, eller de kan stole på tidligere innhentet informasjon, forutsatt at denne er oppdatert.⁹⁵ ESMA skriver blant annet at informasjon om kundens kunnskap og erfaring typisk er mer stabil, og at slik kunnskap og erfaring generelt vil forbedres over tid.⁹⁶ Derfor vil ikke behovet for jevnlige oppdateringer være like stort som der foretaket skal gjennomføre en egnethetsvurdering. Foretaket må likevel ha rutiner for å sikre at de har oppdatert informasjon om kunden.

4.5 Grensen mellom investeringsrådgivning og øvrige investeringstjenester

Siden foretakets forpliktelser er mer omfattende når det ytes investeringsrådgivning, er det viktig å fastsette innholdet i tjenestene og hvor grensen mellom investeringstjenestene skal trekkes. Grensen mellom investeringsrådgivning og andre investeringstjenester, spesielt ordreførelse

⁹³ Kommisjonsforordningen artikkel 54 (7) annet avsnitt og ESMA (2022b) pkt. 54–59.

⁹⁴ ESMA (2022b) pkt. 55 og 58.

⁹⁵ ESMA (2022a) pkt. 44.

⁹⁶ ESMA (2022a) pkt. 45.

og ordreformidling, kan være vanskelig å fastsette, og det vil typisk oppstå spørsmål om hvor langt en megler kan gå i å diskutere en handel og hvilke råd han kan gi før det er tale om investeringsrådgivning.

4.5.1 Investeringsrådgivning

Investeringsrådgivning er definert som «*personlig anbefaling* til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner knyttet til *bestemte* finansielle instrumenter», jf. verdipapirhandelloven § 2-3 (4).⁹⁷

CESR⁹⁸ har publisert utfyllende tolkningsuttalelser om hvordan «investeringsrådgivning» skal forstås etter MiFID.⁹⁹ CESR betegner vurderingen av hva som er investeringsrådgivning som en femtrinnsprosess. Tolkingsuttalelsen er også relevant for tolkningen av investeringsrådgivning etter verdipapirhandelloven § 2-3 (4) ettersom bestemmelsen gjennomfører definisjonen i MiFID II. Definisjonen i MiFID II er videreført fra MiFID I, og vil derfor benyttes i det videre.

Som det fremgår av bestemmelsens ordlyd, må det dreie seg om rådgivning om «finansielle instrumenter». Rådgivning knyttet til plasseringer i annet enn finansielle instrumenter, som for eksempel forsikring, faller utenfor.

Videre er det kun «anbefalinger» som omfattes. Følgelig må det skilles mellom det å gi «informasjon» og det å gi en «anbefaling». En anbefaling krever et element av foretakets mening, mens informasjon innebærer en fremførelse av fakta.¹⁰⁰ Grensen er trolig oversteget der en megler fremhever fordelene ved en investering på en slik måte at investoren blir påvirket av informasjonen som fremsettes.¹⁰¹ Dette kan også skje gjennom markedsføring hvor det tas sikte på å påvirke mottakeren til å investere i for eksempel en konkret aksje.¹⁰²

Grensen mellom å gi informasjon og å gi en anbefaling har også vært behandlet i underrettspraksis. I LG-2021-87342 tok lagmannsretten stilling til om banken i forbindelse med kundens inngåelse av ordrer på terminhandler hadde gitt investeringsrådgivning, eller om det dreide seg om ren ordreformidling. Lagmannsretten kom til at det ikke hadde blitt ytt investeringsrådgivning. Det ble blant annet lagt vekt på at banken ikke ga råd om forventet kursutvikling eller anbefalinger om å inngå terminkontrakter, men kun informasjon om produktet som sådan.

⁹⁷ Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 (1) nr. 4, jf. vedlegg I seksjon A nr. 5.

⁹⁸ Committee of European Securities Regulators. CESR er forløperen til ESMA.

⁹⁹ CESR/10-293.

¹⁰⁰ CESR/10-293 pkt. 14–15.

¹⁰¹ CESR/10-293 pkt. 16 og 17.

¹⁰² Kjørven (2017) s. 157.

Videre oppstiller ordlyden krav om at anbefalingen skal være gitt i relasjon til «en eller flere transaksjoner»¹⁰³ knyttet til «bestemte» finansielle instrumenter. Ordlyden i «bestemte» avgrensner mot generelle råd om plassering i ulike instrumenter, eller generelle råd knyttet til type finansielle instrument, for eksempel at investoren bør investere i aksjer og ikke obligasjoner.¹⁰⁴

Ordlyden i «personlig anbefaling» avgrensner mot generelle råd til kunden. «Personlig anbefaling» er ytterligere presisert i kommisjonsforordningen artikkel 9 (1), hvor det fremgår at «a personal recommendation shall be considered a recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor, or in his capacity as an agent for an investor or potential investor.»

En anbefaling vil følgelig kun være personlig om den gis til en person i deres rolle som investor. Å gi opplysninger eller investeringsanbefalinger som ikke retter seg mot en konkret investor faller utenfor.¹⁰⁵ Typisk vil markedsføring eller anbefalinger distribuert til offentligheten gjennom ulike plattformer, ikke anses som personlig anbefaling, jf. kommisjonsforordningen artikkel 9 (3). Grensespørsmål kan oppstå hvor foretaket distribuerer meldinger til mange kunder samtidig, for eksempel på e-post. Da vil målgruppen, meldingens innhold og språkbruk være relevant å hensynta i vurderingen.¹⁰⁶

Videre må anbefalingen, for at den skal være «personlig», enten bli presentert som egnet («suitable») for personen, eller være basert på vurderinger av vedkommendes situasjon («circumstances»), jf. kommisjonsforordningen artikkel 9 (2). Vurderingen av personens «situasjon» kan være basert på fakta, men også mer subjektiv informasjon om deres ønsker og behov, som risikoappetitt og lignende forhold.¹⁰⁷

Finanstilsynet presiserer i tilsynsrapport for Pioner Kapital at det ikke er et krav om at megleren som har gitt anbefalingen, rent faktisk har tatt hensyn til kundens omstendigheter eller har ment å gi et råd som er egnet for investoren. Det avgjørende er hvordan situasjonen vil oppfattes av en fornuftig observatør.¹⁰⁸ Dette får også støtte i CESR, som skriver at dersom et råd «is put forward in such a way that a *reasonable observer* would view it as being based on a consideration of a client's circumstances or presented as suitable», så vil det kunne anses som

¹⁰³ Hva som skal anses en transaksjon fremgår av kommisjonsforordningen artikkel 9 (2).

¹⁰⁴ Kommisjonsforordningen fortale pkt. 15 og Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 51 og s. 418.

¹⁰⁵ Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 51.

¹⁰⁶ CESR/10-293 pkt. 69.

¹⁰⁷ CESR/10-293 pkt. 52.

¹⁰⁸ Finanstilsynet (2018b) s. 12. Også fremhevet i LB-2022-5179.

investeringsrådgivning.¹⁰⁹ Dette må ses i sammenheng med at tolkningen av hva som er investeringsrådgivning er ment å være streng av hensyn til investorbeskyttelsen.¹¹⁰

Om det for eksempel er tett og personlig kontakt mellom investoren og megleren, taler hensynene for at det gjennomgående skal lite til før noe anses som investeringsrådgivning.¹¹¹ Dette er også fremhevet i tilsynsrapport for Norse Securities AS. Her uttaler Finanstilsynet at «(d)et skal svært lite til før en personlig henvendelse til en kunde om et konkret finansielt instrument anses som en personlig anbefaling, og følgelig et investeringsråd» og videre at «en anbefaling i et finansielt instrument som ikke er generelt formidlet til omverdenen ... lett vil fremstå som personlig overfor kunden, og dermed representere investeringsrådgivning.»¹¹²

Tilsvarende la lagmannsretten til grunn i LB-2022-5179 at

«der en ansatt i et verdipapirforetak anbefaler et spesifikt finansprodukt i direkte dialog med en bestemt kunde, vil vedkommende drive investeringsrådgivning dersom en utenforstående fornuftig observatør vil oppfatte anbefalingen som basert på en vurdering av kundens omstendigheter eller av at produktet anses egnet for kunden.»¹¹³

Dommen gjaldt syv investorers erstatningskrav mot et verdipapirforetak for tap som følge av investeringer i et obligasjonslån. For én av investorene, som var ansett å være en ikke-profesjonell kunde av foretaket, fant lagmannsretten at verdipapirforetaket hadde ytt investeringsrådgivning og at verdipapirforetaket hadde anbefalt kunden et finansielt instrument som ikke var egnet. Dommen er nærmere beskrevet i kapittel 4.8.

4.5.2 Øvrige investeringstjenester

Typisk vil et verdipapirforetak også yte de investeringstjenestene nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 1 og 2, «mottak og formidling av ordre knyttet til ett eller flere finansielle instrumenter» og «utførelse av ordre på vegne av kunde».¹¹⁴

Tjenesten «mottak og formidling av ordre knyttet til ett eller flere finansielle instrumenter»¹¹⁵ betegnes som den typiske meglervirksomheten, hvor kunden legger inn en ordre, og

¹⁰⁹ CESR/10-293 s. 4. Også fremhevet i Kjørven (2017) s. 157.

¹¹⁰ Fordi foretakets forpliktelser går lenger i tilfeller der det ytes investeringsrådgivning. Skallerud (2021) § 2-3 note 5.

¹¹¹ Se også Kjørven (2017) s. 158.

¹¹² Finanstilsynet (2014) pkt. 4.4.

¹¹³ LB-2022-5179 pkt. 3.3

¹¹⁴ Definisjonene gjennomfører MiFID II artikkel 4 (1) nr. 2 og vedlegg I seksjon A nr. 1 og 2.

¹¹⁵ Verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 1.

verdipapirforetaket formidler ordren videre eller sørger for at handelen blir utført.¹¹⁶ Denne tjenesten omfatter ikke bare formidling av ordre om kjøp eller salg, men også ordre om andre transaksjoner.

For at det skal foreligge en «ordre» må oppdraget fra kunden inneholde en klar angivelse av hvilke finansielle instrumenter som er omfattet, antallet finansielle instrumenter eller verdien av disse, og om ordren er et kjøp eller et salg.¹¹⁷ Her er det en grense mot porteføljeforvaltning, da porteføljeforvaltning innebærer at investeringsbeslutningen overlates til verdipapirforetaket.¹¹⁸ Jeg går imidlertid ikke nærmere inn på dette da oppgaven avgrenses mot porteføljeforvaltning.

Utførelse av ordre på vegne av kunde er en egen investeringstjeneste, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 2. Tjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde» antas å konsumere tjenesten om mottak og formidling, da den som skal utføre en ordre også må kunne motta og formidle den videre.¹¹⁹ Med «utførelse av ordre på vegne av kunde» menes inngåelse av avtale om kjøp eller salg av finansielle instrumenter på vegne av kunden.¹²⁰ Investeringstjenesten går ut på at foretaket bistår kunden ved avtaleinngåelse om kjøp eller salg av et finansielt instrument. Bestemmelsen omfatter også andre transaksjoner enn kjøp og salg i verdipapirer.¹²¹

I forbindelse med ytelse av disse tjenestene kan det oppstå situasjoner hvor grensen til investeringsrådgivning kan være vanskelig å trekke. Som eksempel kan det vises til tilfeller der det i dialogen oppstår en situasjon hvor kunden stiller spørsmål og eventuelt ber om råd. Tatt i betraktning de forhold som er beskrevet i kapittel 4.5.1, vil det sentrale være å vurdere om megleren i kommunikasjonen med kunden har gitt generell informasjon eller om kommunikasjonen har vært basert på personlige forhold. Om sistnevnte er tilfellet, vil grensen til investeringsrådgivning ofte være overtrådt. Grensedragningen for det enkelte tilfellet må skje på bakgrunn av en konkret vurdering.

4.6 Egnethetsvurdering

4.6.1 Utgangspunkt

Det fremgår av verdipapirhandelloven § 10-15 (1) at verdipapirforetaket, når det skal yte investeringsrådgivning

¹¹⁶ Skallerud (2021) § 2-1 note 3 og Bergo (2021) s. 249.

¹¹⁷ Skallerud (2021) § 2-1 note 4 og Verdipapirforetakenes Forbund (2002) pkt. 2.

¹¹⁸ Skallerud (2021) § 2-1 note 4. Porteføljeforvaltning er definert i verdipapirhandelloven § 2-3 (3).

¹¹⁹ Bergo (2021) s. 251.

¹²⁰ Verdipapirhandelloven § 2-3 (1).

¹²¹ Bergo (2021) s. 251.

«skal innhente nødvendige opplysninger om kundens eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, herunder kundens risikotoleranse og evne til å bære tap. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som egner seg for vedkommende, og spesielt at de er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap.»¹²²

Dersom verdipapirforetaket anbefaler en pakke av tjenester eller produkter sammensatt etter verdipapirhandelloven § 10-10 (9), skal den samlede pakken være egnet, jf. § 10-15 (1) siste setning.

Plikten til å vurdere en påtenkt investerings egnethet, består av en totrinnsprosess. Først skal kundens profil kartlegges ved at det innhentes informasjon om kunden. Når kundens profil er tilstrekkelig kartlagt, skal denne informasjonen benyttes til å vurdere hvilke tjenester og instrumenter som egner seg for vedkommende.

En reell egnethetsvurdering forutsetter at kunden svarer fritt på de spørsmålene som vurderingen baseres på. I tilsynsrapport for Norse Securities viser Finanstilsynet til at foretaket hadde oppfordret kunder til å oppgi høy risikovillighet for å kunne rådgi om investeringer i et konkret produkt.¹²³ Finanstilsynet påpeker at det er «særlig viktig» at foretaket forsikrer seg om at de anbefalte produktene passer med de faktiske forholdene.¹²⁴ Det er derfor viktig at foretaket ikke påvirker kundens besvarelse.¹²⁵

Verdipapirforetakets plikt til å gjennomføre en egnethetsvurdering, kan innebære at verdipapirforetaket skal avstå fra å anbefale investeringer i finansielle instrument, fordi megler vurderer at foretaket ikke kan tilby tjenester, produkter eller finansielle instrument som egner seg for kunden.¹²⁶ Tilsvarende skal foretaket avstå fra å yte investeringsrådgivning om det ikke får tilstrekkelig informasjon fra kunden.¹²⁷

¹²² Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 25 (2).

¹²³ En lignende sak har også vært oppe i Etisk Råd sak nr. 2015/5. Se også Finanstilsynet (2019c) s. 16.

¹²⁴ Finanstilsynet (2019d) s. 5.

¹²⁵ Dette er et «klart» brudd på bestemmelsene om kundetesting, jf. Finanstilsynet (2019c) s. 16.

¹²⁶ Kommisjonsforordningen artikkel 54 (10). Også belyst i ESMA (2021c) s. 39–41 (Spørsmål 6). ESMA viser til at dersom en kunde insisterer på å gjennomføre transaksjonen, på tross av at verdipapirforetaket vurderer at instrumentet ikke er egnet, så må foretaket ha dokumentert at det var kundens initiativ og ønske å gjennomføre transaksjonen.

¹²⁷ Kommisjonsforordningen artikkel 54 (8).

Hvis kunden er en juridisk person eller en gruppe bestående av to eller flere fysiske personer, eller hvor en person er representert av en annen fysisk person, skal verdipapirforetaket ha rutiner for hvordan egnethetsvurderingen skal gjennomføres, for hvilke personer i foretaket/gruppen som det skal gjennomføres egnethetsvurdering av, samt hvordan vurderingen gjøres i praksis, jf. kommisjonsforordningen artikkel 54 (6). Regelen fremhever at verdipapirforetaket må være oppmerksom på hvordan egnethetsvurderingen skal gjennomføres for å sørge for at vurderingen blir korrekt og basert på riktig informasjon.

Verdipapirforetaket plikter å informere på en klar og enkel måte om at vurderingen gjennomføres for at foretaket skal kunne yte investeringsrådgivning i tråd med kundens beste interesser.¹²⁸ Bestemmelsen er ment å sikre at kunden forstår formålet med kundetestingen og å fremheve viktigheten av å gi nøyaktig, fullstendig og oppdatert informasjon.

Videre følger det av kommisjonsforordningen artikkel 54 (7) at verdipapirforetaket skal ta «reasonable steps» for å forsikre seg om at informasjonen innhentet er pålitelig. Formålet med bestemmelsen er å klargjøre at selv om kunden har ansvar for å gi korrekte, oppdaterte og fullstendige opplysninger,¹²⁹ skal verdipapirforetaket foreta egne undersøkelser av disse opplysningene.¹³⁰ Opplysningene som kunden gir skal danne grunnlaget for verdipapirforetakets egnethetsvurdering, og det er viktig at foretaket sørger for at informasjonen som innhentes er riktig.

4.6.2 Verdipapirforetakets plikt til å innhente opplysninger

4.6.2.1 Nødvendige opplysninger

Det fremgår av verdipapirhandelloven § 10-15 (1) at det skal innhentes «nødvendige opplysninger» om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt finansielle situasjon og investeringsmål, herunder risikotoleranse og evne til å bære tap.

Nødvendige opplysninger må her forstås som den informasjonen verdipapirforetaket må innhente for å oppfylle sine plikter.¹³¹ Omfanget av informasjon som vil være nødvendig å innhente, beror på en konkret vurdering.

Hva som ligger i «nødvendige opplysninger» presiseres i kommisjonsforordningen artikkel 54 (2). Omfanget av opplysninger som er nødvendig å innhente skal avgjøres «in light of all the features of the investment advice ... to be provided to those clients.» Foretaket skal innhente

¹²⁸ Kommisjonsforordningen artikkel 54 (1). Supplert i ESMA (2022b) pkt. 11–18.

¹²⁹ Se kommisjonsforordningen artikkel 55 (3).

¹³⁰ Plikten utpenses i ESMA (2022b) pkt. 44 flg.

¹³¹ ESMA (2022b) pkt. 33 fotnote 39.

tilstrekkelig informasjon til å forstå grunnleggende fakta («essential facts») om kunden, og til å ha et rimelig grunnlag («reasonable basis») for å vurdere om transaksjonen i) oppfyller kundens investeringsmål, inkludert dennes risikotoleranse, ii) at kunden finansielt sett er i stand til å bære risikoen og iii) at kunden har den kunnskap og erfaring som er nødvendig for å forstå risikoen ved transaksjonen.

At graden av hva som skal anses «nødvendige opplysninger» beror på en konkret vurdering understøttes også av ESMA, som har uttalt at omfanget av hva som er nødvendig vil variere med den enkelte kunde, og at det skal tas hensyn til forhold ved investeringsrådet, karakteristikker ved det finansielle instrument som foretaket skal gi råd om, tjenestens art og omfang, kundens behov og omstendigheter, samt typen kunde.¹³²

4.6.2.2 Om kundens kunnskap og erfaring

Verdipapirforetaket plikter for det første å innhente nødvendige opplysninger om kundens «kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet», jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (1). Innholdet er nærmere presisert i kommisjonsforordningen artikkel 55 (1).

Vurderingen av kundens kunnskap og erfaring skal være individuell og tilpasset den enkelte kunde,¹³³ og skal bidra til å gi verdipapirforetaket et tilstrekkelig vurderingsgrunnlag til å vurdere hva slags finansielle instrumenter kunden forstår. Omfanget av informasjonsinnhenting må ses i lys av dette formål. Finanstilsynet har også uttrykkelig fremhevet at kunnskap og erfaring er «to ulike kriterier som skal vurderes separat».¹³⁴

Det følger av kommisjonsforordningen artikkel 55 (1) at når verdipapirforetaket skal innhente informasjon om kundens kunnskap og erfaring, skal det tas hensyn til typen kunde, arten og omfanget av tjenesten og den påtenkte type produkt eller transaksjon, herunder kompleksiteten og forbundet risiko. Basert på disse momentene kan det innhentes informasjon om – *så langt det er relevant* – typen tjeneste og finansielle instrument som kunden er kjent med, tidligere gjennomførte transaksjoner, samt informasjon om kundens utdannelsesnivå og arbeidserfaring.¹³⁵

Foretaket må være klar over og differensiere mellom ulike finansielle instrumenter og produkter. Dette har sammenheng med at ulike finansielle instrumenter kan ha høyst ulike

¹³² ESMA (2022b) pkt. 33–34.

¹³³ Blant annet fremhevet i Finanstilsynet (2016) pkt. 5.3 og Finanstilsynet (2021a) s. 13.

¹³⁴ Finanstilsynet (2021d) s. 11.

¹³⁵ Kommisjonsforordningen artikkel 55 (1).

egenskaper.¹³⁶ ESMA og Finanstilsynet fremhever at det for investeringer i komplekse eller risikofylte finansielle instrumenter, bør innhentes mer informasjon om kunden sammenlignet med hva som behøves for mindre kompliserte og risikofylte finansielle instrumenter.¹³⁷ Dette har sammenheng med at det kreves høyere grad av kunnskap for å forstå risikoen tilknyttet slike finansielle instrumenter.¹³⁸ For å kartlegge dette, kan foretaket innhente informasjon om kunden har erfaring med komplekse/risikofylte instrumenter fra tidligere, om kunden kjenner til forholdene som gjør instrumentet komplekst/risikofylt, og eventuelt hvor lenge vedkommende har investert i slike instrumenter.

Kundens kunnskap og erfaring er også vektlagt i Høyesterettspraksis i Rt. 2012 s. 1926 (Fokus Bank), Rt. 2012 s. 355 (Lognvik) og Rt. 2013 s. 388 (Røeggen). Som nevnt innledningsvis har ikke dommene direkte relevans, men vises til da de er av generell interesse.

4.6.2.3 Om kundens finansielle situasjon

Videre skal det innhentes nødvendige opplysninger om kundens «finansielle situasjon», jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (1). Formålet med å innhente informasjon om vedkommendes finansielle situasjon, er å forsikre seg om at kunden er i stand til å bære et eventuelt tap som følge av investeringen.

Når verdipapirforetaket skal innhente opplysninger om kundens finansielle situasjon bør dette – i den grad det er relevant – inkludere å innhente den informasjonen som er listet opp i kommisjonsforordningen artikkel 54 (4).

Her kan det blant annet være relevant å innhente informasjon om kundens inntektsforhold og finansielle portefølje, herunder informasjon om likvide aktiva, investeringer og fast eiendom, samt finansielle forpliktelser. Finanstilsynet har uttalt at informasjon om inntektsforhold og samlede finansielle forpliktelser er et «svært sentralt moment» i vurderingen av om et produkt er egnet for kunden.¹³⁹ Videre vil informasjon om kundens portefølje ofte være svært relevant, fordi slik informasjon kan bidra til å kaste lys over hvilke finansielle instrumenter kunden er kjent med, og vedkommendes risikopreferanse/toleranse.

Omfanget av informasjon vil også avhenge av hva slags finansielt instrument som er påtenkt. Typisk bør det innhentes mer informasjon om kundens finansielle situasjon hvor det påtenkte

¹³⁶ Se f.eks. Etisk Råd sak nr. 2015/5 hvor VPFFs etiske råd fremhever at strukturerte produkter og derivater har ulike egenskaper, og kunnskap om disse må vurderes separat.

¹³⁷ ESMA (2022b) pkt. 36. Se også Finanstilsynet (2019d) s. 5 og Finanstilsynet (2016) pkt. 5.3.

¹³⁸ At en kunde manglet grunnleggende forståelse for produktet og risikoen ved produktene, ble påpekt i Finanstilsynet (2022e) s. 4.

¹³⁹ Finanstilsynet (2018a) s. 4.

finansielle instrumentet er lite likvid eller betegnet som et instrument med høy risiko.¹⁴⁰ Da kan det være nødvendig å innhente informasjon som forsikrer foretaket om at vedkommendes finansielle situasjon tillater en investering i slike instrumenter. I slike tilfeller kan det være relevant å innhente nærmere opplysninger om kundens inntekt, herunder om vedkommende har fast inntekt, hvor inntekten stammer fra, hvilke aktiva og investeringer kunden har, og om kunden har andre finansielle forpliktelser.¹⁴¹

Også ikke-finansielle momenter bør hensyntas i vurderingen av kundens finansielle situasjon. For eksempel kan informasjon om sivilstatus, familiesituasjon, alder, hvorvidt vedkommende er i fast jobb, og behovet for midler/likviditet få betydning for vurderingen.¹⁴²

4.6.2.4 Om kundens investeringsmål

Endelig skal det innhentes nødvendig informasjon om kundens «investeringsmål, herunder risikotoleranse», jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (1).

Informasjonen som innhentes om kundens investeringsmål bør, i den grad det er relevant, omfatte informasjon om hvor lenge kunden ønsker å være investert i finansielle instrumenter (investeringshorisont), samt informasjon om risikovilje, risikoprofil og formålet/målsettingen med investeringen, jf. kommisjonsforordningen artikkel 54 (5).

De fleste investorer vil ha et investeringsmål som går ut på at investeringen gir positiv avkastning. Generelt kan man derfor si at investorer ønsker høyest mulig avkastning, til lavest mulig risiko.¹⁴³

Med investeringshorisont menes hvor lenge kunden ønsker å være investert. Hvis kunden har en langsiktig investeringshorisont, vil det typisk måtte innhentes mer informasjon om vedkommendes finansielle situasjon, da disse har nær sammenheng.¹⁴⁴ For eksempel kan det oppstå likviditetsbehov på grunn av endringer i kundens finansielle situasjon, som kan tilsi at investeringshorisonten endres. Derfor må foretaket ta i betraktning både kundens likviditetsbehov på tidspunktet for investeringen, og et eventuelt fremtidig likviditetsbehov.¹⁴⁵

Begrepene «risikovilje» og «risikoprofil» vil innholdsmessig innebære det samme, og det sentrale vil være å kartlegge hvilke holdninger kunden har til risiko samt kundens totale

¹⁴⁰ ESMA (2022b) pkt. 36 og 37.

¹⁴¹ Kommisjonsforordningen artikkel 54 (4). Flere eksempler er nevnt i ESMA (2022b) pkt. 37.

¹⁴² ESMA (2022b) pkt. 24.

¹⁴³ Kjørven (2017) s. 169.

¹⁴⁴ ESMA (2022b) pkt. 42.

¹⁴⁵ Se også Kjørven (2017) s. 166.

risikotoleranse.¹⁴⁶ Dette innebærer å innhente informasjon om hvilken *sannsynlighet* for tap kunden godtar, og også hvor mye kunden beløpsmessig er *villig til å tape*.¹⁴⁷

«Risiko» vil knytte seg både til kundens risikotoleranse i form av hvor mye vedkommende er villig til å tape og hvilken sannsynlighet det er for tap, og til kundens evne til å *bære* tap. Dette er imidlertid to separate vurderinger, da risikovilje ikke nødvendigvis vil sammenfalle med evne til å bære tap.¹⁴⁸ For eksempel kan kunden ha svært høy risikovillighet, begrunnet i et ønske om maksimal fortjeneste. Dette betyr ikke nødvendigvis at vedkommende har en finansiell situasjon som tilsier at vedkommende har evne til å bære et eventuelt tap av investeringen. Dette understreker at vurderingen av kundens investeringsmål og finansielle situasjon må gjøres separat.

4.6.3 Foretakets kunnskap om og plikt til å sammenligne finansielle instrument

4.6.3.1 Foretakets kunnskap om finansielle instrumenter

En forutsetning for at et verdipapirforetak skal kunne yte investeringstjenester og anbefale «egne» finansielle instrumenter, er at foretaket kjenner til og har vurdert det finansielle instrumentets egenskaper. Dette fremgår ikke direkte av verdipapirhandelloven § 10-15, men følger av kommisjonsforordningen artikkel 54 (9). At de ansatte som yter investeringsrådgivning skal ha nødvendig kunnskap og erfaring til å oppfylle sine forpliktelser, følger også av verdipapirhandelloven § 10-14 (1) som gjennomfører MiFID II artikkel 25 (1).¹⁴⁹

Det fremgår av kommisjonsforordningen artikkel 54 (9) at foretaket skal ha tilstrekkelig gode rutiner på plass for å sikre at foretaket «understand the nature, features, including costs and risks of investment services and financial instruments selected for their clients».¹⁵⁰

Plikten til å forstå de finansielle instrumentene er viktig ved ytelse av investeringsrådgivning da tjenestens innhold bygger på foretakets forståelse av markedet og ulike finansielle instrumenter. For at egnethetsvurderingen skal kunne gjennomføres på en adekvat måte, må investeringsrådgiveren ha kunnskap om karakteristikk og relevante risikofaktorer ved det finansielle instrumentet, som kredittrisiko, markedsrisiko, likviditetsrisiko, samt selskaps- og bransjespesifikk risiko.¹⁵¹

¹⁴⁶ Kjørven (2017) s. 166.

¹⁴⁷ Kjørven (2017) s. 167.

¹⁴⁸ ESMA (2021b) pkt. 14.

¹⁴⁹ En behandling av disse pliktene faller utenfor oppgaven.

¹⁵⁰ Kravet utpensles videre i ESMA (2022b) pkt. 71–75.

¹⁵¹ ESMA (2022b) pkt. 72.

4.6.3.2 Foretakets plikt til å sammenligne det påtenkte finansielle instrumentet med andre alternative investeringsobjekter

I tillegg til kravet om at foretaket skal forstå de finansielle instrumentene, følger det av kommisjonsforordningen artikkel 54 (9) at foretaket skal «assess, while taking into account cost and complexity, whether equivalent investment services or financial instruments can meet their client's profile.»¹⁵²

Kommisjonsforordningen oppstiller en plikt for foretaket til å sammenligne det påtenkte finansielle instrumentet med andre alternative investeringsobjekter. Sammenligningen må være basert på objektive vurderinger.

Et «tilsvarende» («equivalent») finansielt instrument er et instrument som møter kundens behov og finansielle situasjon, typisk finansielle instrumenter med tilsvarende investeringsmål og nokså lik risikoprofil.¹⁵³ En del av verdipapirforetakets plikter er følgelig å undersøke markedet for å vurdere om det finnes andre finansielle instrumenter som er bedre egnet for kunden. Denne vurderingen skal ta hensyn til det finansielle instrumentets kostnader og kompleksitet.¹⁵⁴ Deresom verdipapirforetaket finner at det er flere alternativ som passer kundens profil, eller at et annet instrument passer *bedre*, så skal dette kommuniseres til kunden.¹⁵⁵

Formålet med en slik sammenligningsplikt er å sikre at verdipapirforetaket handler i kundens beste interesser og skal forhindre at verdipapirforetakets egeninteresser ikke får betydning for hvilke råd kunden gis.

4.7 Hensiktsmessighetsvurdering

Det følger av verdipapirhandeloven § 10-15 (2) at når verdipapirforetaket skal yte investerings-tjenestene «mottak og formidling av ordre» og «utførelse av ordre»,¹⁵⁶ skal verdipapirforetaket «søke å innhente opplysninger om kundens eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for kunden.»¹⁵⁷

¹⁵² Innholdet i pliktene utpensles videre i ESMA (2022b) pkt. 91–95.

¹⁵³ ESMA (2022b) pkt. 92.

¹⁵⁴ ESMA (2022b) pkt. 91.

¹⁵⁵ Kravet er inngående behandlet i Kjørven (2017) s. 175–182.

¹⁵⁶ Verdipapirhandeloven § 2-1 (1) nr. 1 og 2. Som nevnt i kapittel 1.3 avgrenses det mot de øvrige investerings-tjenestene.

¹⁵⁷ Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 25 (3) og suppleres av kommisjonsforordningen artikkel 55 og 56.

Om en pakke av tjenester eller produkter sammensatt etter § 10-10 (9) er aktuell, må foretaket vurdere om den samlede pakken er hensiktsmessig, jf. § 10-15 (2) siste setning.

En forutsetning for å kunne vurdere en investerings hensiktsmessighet, er at verdipapirforetaket har kunnskap om ulike finansielle instrumenter. Dette fremgår ikke direkte av verdipapirhandelloven eller av kommisjonsforordningen, men må likevel anses en forutsetning for at verdipapirforetaket skal kunne vurdere om en investering er hensiktsmessig. Dette får støtte fra ESMA som i sine «Guidelines» skriver at verdipapirforetaket må forsikre seg om at det har rutiner til å forstå «the characteristics, nature, and features of investment products».¹⁵⁸

I likhet med tilfeller der verdipapirforetaket skal gjennomføre en egnethetsvurdering, kan den aktuelle kunden være en juridisk person, en gruppe av fysiske personer eller kunden kan representeres av en annen fysisk person. Verdipapirforetaket skal ha rutiner for hvordan hensiktsmessighetsvurderingen skal gjennomføres i slike tilfeller.¹⁵⁹

Hvor foretaket skal gjennomføre en egnethetsvurdering «skal [verdipapirforetaket] innhente» «nødvendige opplysninger».¹⁶⁰ Ved utførelse av en hensiktsmessighetsvurdering, er foretakets plikt begrenset til å «søke å innhente opplysninger».¹⁶¹ Ordlyden «søke å innhente» gir anvisning på at foretaket ikke er pålagt noen absolutt plikt til å innhente opplysningene. Dersom kunden velger å ikke gi opplysninger, skal verdipapirforetaket advare om at foretaket ikke kan vurdere hva som er hensiktsmessig for vedkommende. Dette gjelder også om kunden gir ufullstendige opplysninger.¹⁶² Følgelig vil ikke foretakets manglende hensiktsmessighetsvurdering utgjøre et brudd på foretakets plikter, såfremt verdipapirforetaket har søkt å innhente opplysningene, og advart kunden.¹⁶³

En forutsetning for at verdipapirforetaket skal kunne gjennomføre en hensiktsmessighetsvurdering er følgelig at opplysninger innhentes. Forskjellen mellom det å «søke å innhente» og «skal innhente» vil dermed få begrenset praktisk betydning utover at hensiktsmessighetsvurderingen ikke blir gjennomført om foretaket ikke får innhentet opplysninger.

Foretakets informasjonsinnhenting og hensiktsmessighetsvurdering begrenser seg til å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, og basert på dette ta stilling til om kunden har den kunnskapen og erfaringen som er nødvendig for å

¹⁵⁸ EMSA (2022a) pkt. 55.

¹⁵⁹ ESMA (2022a) pkt. 50–54.

¹⁶⁰ Verdipapirhandelloven § 10-15 (1).

¹⁶¹ Verdipapirhandelloven § 10-15 (2).

¹⁶² Verdipapirhandelloven § 10-15 (3) andre punktum.

¹⁶³ Verdipapirhandelloven § 10-15 (3).

forstå risikoene knyttet til det påtenkte finansielle instrumentet.¹⁶⁴ Verdipapirforetaket plikter følgelig ikke å innhente informasjon om, eller å vurdere kundens påtenkte investering opp mot vedkommendes finansielle situasjon og investeringsmål.

Når verdipapirforetaket skal innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring, skal verdipapirforetaket, i likhet med hva som gjelder for egnethetsvurderingen, ta hensyn til typen kunde, arten og omfanget av tjenesten som skal ytes, den påtenkte typen produkt eller transaksjon, samt kompleksiteten og risikoen forbundet med denne.¹⁶⁵ Det vil bero på en konkret vurdering hvor mye informasjon verdipapirforetaket skal innhente. I den grad det er relevant kan det innhentes opplysninger om de forhold listet opp i kommisjonsforordningen artikkel 55 (1) bokstav a-c.

Det finansielle produktets kompleksitet og risiko, er særlig relevant å ta i betraktning.¹⁶⁶ Hvor det er tale om kompliserte eller høyrisiko produkter, bør foretaket vurdere om det behøver å stille mer inngående spørsmål om kundens kunnskap og erfaring.¹⁶⁷ Ettersom informasjonsinnhenting om kundens kunnskap og erfaring er lik både ved egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen, vises det også til kapittel 4.6.2.2.

Dersom foretaket, etter å ha gjennomført hensiktsmessighetsvurderingen, vurderer at kundens påtenkte investering ikke er hensiktsmessig, skal kunden advares.¹⁶⁸ Verdipapirforetaket har en frarådingsplikt, men det er ikke et krav at verdipapirforetaket skal *avstå* fra å yte investerings-tjenesten. Dette har sammenheng med at det ikke er verdipapirforetaket som har rådgitt kunden om et finansielt instrument, men vedkommende selv som har tatt initiativ til investeringen.

I saken fra Etisk Råd sak nr. 2015/1 skriver Etisk Råd at det må oppstilles «strengt krav» til hensiktsmessighetsvurderingen av kunden om initiativet for en handel kommer fra verdipapirforetaket og kunden først legger inn en ordre på foretakets sterke innslag.¹⁶⁹ Dette illustrerer at i grensetilfeller hvor det er verdipapirforetaket som er initiativtakeren for de aktuelle investeringene, så bør foretaket gjøre *mer* for å forsikre seg om at kunden forstår risikoen ved investeringen, og at investeringen er hensiktsmessig. Her vil verdipapirforetaket også måtte vurdere om de i realiteten har utført investeringsrådgivning slik at det er en egnethetsvurdering som skal gjennomføres, se kapittel 4.5 og 4.6.

¹⁶⁴ Kommisjonsforordningen artikkel 56 (1) første avsnitt.

¹⁶⁵ Kommisjonsforordningen artikkel 55 (1).

¹⁶⁶ Se også ESMA (2022a) pkt. 31–37.

¹⁶⁷ ESMA (2022a) pkt. 33–34.

¹⁶⁸ Verdipapirhandelloven § 10-15 (3) første punktum.

¹⁶⁹ Etisk Råd sak nr. 2015/1 side 5–6.

Verdipapirforetaket kan som utgangspunkt stole på informasjonen kunden har oppgitt, med mindre det er holdepunkter for at informasjonen er «manifestly out of date, inaccurate or incomplete.»¹⁷⁰ Likevel skal foretaket «take reasonable steps» og ha verktøy for å forsikre seg om at informasjonen kunden har oppgitt er pålitelig. Dette fremgår ikke av MiFID II eller i kommisjonsforordningen, men følger av ESMA (2022a) pkt. 38. Verdipapirforetaket skal ta rimelige skritt for å «check the reliability, accuracy and consistency» av informasjonen innhentet.¹⁷¹

Foretaket kan i noen tilfeller gjøre unntak fra hensiktsmessighetsvurderingen ved ytelse av mot-tak, formidling og utførelse av ordre¹⁷² etter verdipapirhandelloven § 10-15 (4). For at unntaket skal komme til anvendelse, må fire kumulative vilkår oppfylles. Investerings-tjenesten må gjelde ikke-komplekse finansielle instrumenter, tjenestene må ytes på kundens initiativ, kunden må få informasjon om at foretaket ikke har plikt til å gjennomføre hensiktsmessighetsvurderingen, og verdipapirforetaket må etterleve kravene til håndtering av interessekonflikter etter verdipapirhandelloven § 10-2. Som det fremgår av verdipapirhandelloven § 10-16 (1) nr. 1 anses aksjer tatt opp til handel på multilaterale handelsfasiliteter å være ikke-komplekse finansielle instrument. Unntaket kan følgelig komme til anvendelse når kunden ønsker å investere i slike aksjer, forutsatt at de øvrige vilkårene er oppfylt.

4.8 Mulige rettsvirkninger ved brudd på kundetestingspliktene

Verdipapirhandelloven er i hovedsak en offentligrettslig lov. Brudd på lovens krav til verdipapirforetakenes opptreden, sanksjoneres i henhold til verdipapirhandelloven kapittel 21.

Manglende overholdelse av kravene til kundetesting, vil utgjøre et brudd på reglene om investorbekyttelse, som Finanstilsynet i flere tilsynsrapporter har uttrykt at det ser alvorlig på.¹⁷³ Finanstilsynet har hjemmel til å sanksjonere brudd på verdipapirhandelloven § 10-15 ved å ilegge overtredelsesgebyr,¹⁷⁴ pålegg om retting¹⁷⁵ og tilbakekallelse av foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester.¹⁷⁶

Tilsynspraksis viser at brudd på kundetestingspliktene i flere tilfeller har medført at Finanstilsynet tilbakekaller et verdipapirforetaks konsesjon til å yte en eller flere investeringstjenester.¹⁷⁷

¹⁷⁰ Kommisjonsforordningen artikkel 55 (3).

¹⁷¹ ESMA (2022a) pkt. 40.

¹⁷² Tjenestene betegnes ofte som «execution only»-tjenester.

¹⁷³ Se f.eks. Finanstilsynet (2022e) s. 5, Finanstilsynet (2021d) s. 14 og Finanstilsynet (2019d) s. 6.

¹⁷⁴ Verdipapirhandelloven § 21-5.

¹⁷⁵ Verdipapirhandelloven § 19-7 (1). Se f.eks. Finanstilsynet (2019d) s. 19.

¹⁷⁶ Verdipapirhandelloven § 9-7.

¹⁷⁷ Verdipapirhandelloven § 9-7 (1) nr. 4. Dette ble f.eks. gjort i Finanstilsynet (2019c) og i Finanstilsynet (2018b).

Finanstilsynet har i tilsynspraksis uttalt at de ser «alvorlig på feil og mangler knyttet til egnethetsvurderinger» da det kan medføre at kunder investerer i produkter som ikke er egnet for dem.¹⁷⁸ Tilsynspraksis gjenspeiler at brudd på kravet til egnethetsvurdering er mer alvorlig enn brudd på kravet til hensiktsmessighetsvurdering. Dette er naturlig ettersom dårlig investeringsråd ikke bare kan medføre at kunden investerer i instrumenter som ikke er egnet for vedkommende, men også at det kan føre til svekket tillit til markedsaktørene, se kapittel 3.2.

Det mildeste av tilsynsmyndighetens sanksjoner er fremsettelse av kritikk. Finanstilsynet gjennomfører jevnlig tilsyn av verdipapirforetakenes overholdelse av kundetestingspliktene, og har ved flere anledninger fremsatt kritikk av verdipapirforetaket for mangler ved, eller brudd på verdipapirhandelloven § 10-15.¹⁷⁹ Tilsynsrapportene får også stor oppmerksomhet i media, som kan innebære at foretakets rykte og renommé skades.

I tillegg kan forsettlige eller uaktsomme overtredelser av verdipapirhandelloven § 10-15 og de øvrige reglene om investorbekyttelse, straffes med bøter eller fengsel i inntil 3 år.¹⁸⁰

Reglene kan også få betydning ved privatrettslige krav. Selv om brudd på § 10-15 ikke gir kunden et automatisk krav mot foretaket, kan det gi grunnlag for privatrettslige krav om ugyl-dighet og erstatningskrav. Dette er illustrert i flere saker fra Høyesterett¹⁸¹ og i den nylige av-sagte lagmannsrettsdommen LB-2022-5179.

I LB-2022-2179 ble verdipapirforetaket erstatningsansvarlig for en ikke-profesjonell investors økonomiske tap i forbindelse med en investering, for brudd på plikten til å vurdere en investerings egnethet. Lagmannsretten fant at verdipapirforetaket hadde anbefalt en investering i et obligasjonslån i strid med den informasjonen kunden hadde oppgitt om risikovillighet. Partene var enig i at obligasjonslånet var et høyrisikoprodukt, og selskapets representant hadde uttalt at de ikke hadde blitt informert om at obligasjonslånet var et høyrisikoprodukt, og at de aldri ville gjennomført investeringen hadde de blitt informert om risikoen. Selskapet hadde også i kundeavtalen oppgitt lav- til middels risikovillighet. Lagmannsretten kom til at foretaket, ved å anbefale et høyrisikoprodukt med høyere risiko enn det kunden hadde akseptert, hadde brutt sin lovfestede plikt til å kun å anbefale finansielle instrumenter som var egnet for kunden etter verdipapirhandelloven § 10-11 (nåværende § 10-15 (1)). Anbefalingen var direkte i strid med hva som var oppgitt i kundeavtalen og ga kunden krav på erstatning for lidt tap.

¹⁷⁸ Finanstilsynet (2019d) s. 6. I Finanstilsynet (2018b) s. 22, fant Finanstilsynet det «skjerpene» at foretaket brudd på bestemmelsene om kundetesting hadde skjedd i tilknytning til produkter med høy risiko.

¹⁷⁹ Se f.eks. Finanstilsynet (2022e) og Finanstilsynet (2022d).

¹⁸⁰ Verdipapirhandelloven § 21-15 (3).

¹⁸¹ Dommene gjelder ikke pliktene i § 10-15, men spørsmål om uaktsom finansiell rådgivning. Se Rt. 2000 s. 679, Rt. 2003 s. 400, Rt. 2012 s. 355, Rt. 2012 s. 1926 og Rt. 2013 s. 388.

5 Reguleringen av aksjer tatt opp til handel på multilaterale handelsfasiliteter

5.1 Innledning

I dette kapitlet vil jeg redegjøre for den rettslige reguleringen av aksjer som handles på en MHF med tanke på å avdekke og analysere hvilken risiko som kan være forbundet med slike aksjer, og hvordan dette kan få betydning for verdipapirforetakets vurdering av aksjenes egnethet og hensiktsmessighet. Her vil fokuset være på hvilke opptakskrav som stilles til aksjene som skal tas opp på handelsplassen, og hvilke løpende forpliktelser utstederselskapene er underlagt. For å avdekke dette, vil jeg sammenligne regelverket for MHF med regulerte markeder.

Som nevnt i kapittel 2.3 oppstiller verdipapirhandelloven ingen særskilte opptaksregler eller krav til løpende forpliktelser ved opptak på en MHF. Isteden oppstiller verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2 minimumskrav til det regelverket som operatøren skal fastsette. Dette gir markedsoperatøren betydelig frihet ved fastsettelsen av regelverket, og opptakskriteriene har form av selvregulering, og ikke lovfaste regler.¹⁸² At verdipapirhandelloven og MiFID II har lagt opp til et slikt system er blant annet begrunnet i et ønske om å gi markedsplassen rom til å tilpasse regelverket til de finansielle instrumentene som omsettes og type aktør på markedsplassen.¹⁸³ Dette har blant annet sin bakgrunn i det EU- og EØS-rettslige grepet for å bedre likviditeten i markedet ved å åpne for konkurranse mellom ulike arenaer for handel.¹⁸⁴ Markedsplassens regler må likevel «bidra til å oppfylle verdipapirhandellovens formål», jf. verdipapirhandelloven § 1-1.¹⁸⁵

Flere viktige regler på verdipapirirområdet som har til formål å beskytte investorene gjelder kun for finansielle instrumenter omsatt på regulert marked. Dette gjelder blant annet reglene om flagging, løpende og periodisk informasjonsplikt, prospektkrav og selskapsovertakelser.¹⁸⁶ Multilaterale handelsfasiliteter er likevel underlagt Regulation (EU) No. 596/2014 (markedsmissbruksforordningen), jf. artikkel 2 (1) bokstav b. Betydningen av at de lovfestede informasjonskravene ikke kommer til anvendelse på aksjer omsatt på en MHF, vil jeg komme tilbake til i de neste kapitlene.

Regelverket for Euronext Growth Oslo vil benyttes som illustrasjon videre i kapittel 5. Regelverket består av Regelbok I¹⁸⁷, som inneholder harmoniserte regler for alle Euronext Growth-

¹⁸² Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 234. Se også Moloney (2014) s. 475 flg.

¹⁸³ NOU 2006:3 s. 162.

¹⁸⁴ Bergo (2021) s. 148.

¹⁸⁵ Finanstilsynet (2022a) s. 5.

¹⁸⁶ NOU 2017:1 s. 51 og Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 234. Se også Finanstilsynet (2022b) s. 8.

¹⁸⁷ Euronext (2022b).

markedene, samt Regelbok II¹⁸⁸ som utfyller, og i enkelte tilfeller gjør unntak fra Regelbok I. Jeg vil også benytte Oslo Børs' og Euronext Expands regelverk som illustrasjon.

5.2 Krav ved opptak til handel

Markedsoperatøren av den multilaterale handelsfasiliteten skal etter verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2 fastsette «klare og offentliggjorte regler for hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet», og påse at det finnes «tilstrekkelig offentlig informasjon» til at en bruker kan foreta en «velfundert investeringsbeslutning» sett hen til type bruker og finansielt instrument.

For regulerte markeder fremgår opptakskravene av verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. Hvilke finansielle instrumenter som kan tas opp til handel på et regulert marked følger av verdipapirforskriften § 12-1 (1). For aksjer gjelder det videre et absolutt krav om fri omsettelighet, jf. verdipapirhandelloven § 12-2 (1).

Videre gjelder det særskilte krav til aksjer som skal tas noteres på børs etter verdipapirhandelloven kapittel 13 og verdipapirforskriften kapittel 13. Dette har som nevnt i kapittel 2.3 sammenheng med at det stilles noe strengere krav til regulerte markeder med særskilt tillatelse som børs. I tillegg til at aksjene må være fritt omsettelig, skal aksjene være «egnet» for å tas opp til handel på børs, og de må kunne «forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning», jf. verdipapirhandelloven § 13-2 (1). Videre stilles det krav til utstederselskapenes selskapsform,¹⁸⁹ minstekrav til aksjenes kursverdi, krav til spredning blant allmennheten og krav til hvor lenge utstederselskapet må ha drevet virksomhet før det kan tas opp, jf. verdipapirforskriften § 13-2 (2-4).

At verdipapirhandelloven kun stiller minimumskrav til markedsoperatørens regelverk, innebærer at handelsplassen har anledning til å selv bestemme hvilke finansielle instrumenter som kan handles, så lenge regelverket har tydeliggjort hvilke finansielle instrumenter dette er, jf. verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2. Markedsoperatøren av en MHF står også fritt til å fastsette om det skal stilles lignende krav til aksjenes frie omsettelighet mv. som på et regulert marked.

Hvilke krav som er fastsatt for Euronext Growth, fremgår av handelsplassens regelverk.¹⁹⁰ Euronext Growth har blant annet fastsatt krav om at aksjene skal være fritt omsettelige,¹⁹¹ og krav

¹⁸⁸ Euronext (2022c).

¹⁸⁹ Notering på børs krever at aksjene utstedes av et allmennaksjeselskap eller lignende utenlandsk foretak, jf. verdipapirforskriften § 13-2 (1).

¹⁹⁰ Markedsplassens opptaksregler fremgår av Euronext (2022b) kapittel 3.1–3.2 og Euronext (2022c) kapittel 2.

¹⁹¹ Euronext (2022b) pkt. 3.1.4.

til utstederselskapets selskapsform.¹⁹² Videre er det stilt krav til hvor mange verdipapir som må gjøres tilgjengelig på opptakstidspunktet,¹⁹³ minste kursverdi pr. aksje,¹⁹⁴ krav til spredning,¹⁹⁵ samt krav til regnskapsstandard ved offentliggjøring av regnskap.¹⁹⁶ Disse kravene er imidlertid ikke like strenge som for regulerte markeder eller børser.¹⁹⁷

De mindre omfattende kravene har sammenheng med at handelsplassen skal legge til rette for små- og mellomstore selskap. Det kan derfor ikke stilles like strenge krav til selskapenes likviditet og virksomhet generelt. Krav om markedsverdi, kursverdi, spredning og lignende har likevel stor betydning for aksjenes likviditet og forbundet risiko, og lempeligere krav taler for at det foreligger en høyere risiko ved aksjene. Noe av likviditetsrisikoen vil likevel dempes, idet regelverket oppstiller visse krav til selskapene som skal tas opp.

I Finanstilsynets tilsynsrapport for Euronext Growth Oslo belyste Finanstilsynet at handelsplassen hadde lagt opp til en *for rask* saksbehandlingstid. Saksbehandlingstiden er blant annet vesentlig raskere enn for de andre handelsplassene som Oslo Børs opererer.¹⁹⁸ Finanstilsynet pekte blant annet på at for raske opptaksprosesser medfører at markedsoperatøren vil få begrenset tid til å foreta en *reell vurdering* av aksjenes egnethet til opptak.¹⁹⁹ Om markedsoperatøren ikke har anledning til å foreta reelle vurderinger av aksjenes egnethet, foreligger det større sjanse for at enkelte av selskapene som tas opp ikke er egnet for handel, som får betydning for risikoen forbundet med investeringer på handelsplassen. Saksbehandlingstiden på handelsplassen ble som følge av kritikken endret fra 10 til 15 dager.²⁰⁰

Et av tiltakene som er gjort på Euronext Growth for å forsøke å begrense risikoen forbundet med finansielle instrumenter tatt opp til handel, er å stille krav om at utstederselskapene skal benytte «Euronext Growth Advisor» i opptaksprosessen. En Euronext Growth Advisor er et verdipapirforetak som skal bistå utstederselskapet i opptaksprosessen, blant annet med kvalitetssikring av informasjonsdokumentet. Foretaket skal også bekrefte overfor handelsplassen at

¹⁹² Euronext (2022c) kap. 2.1.2 (1).

¹⁹³ Euronext (2022b) kap. 3.2.1.

¹⁹⁴ Euronext (2022c) kap. 2.1.5.6.

¹⁹⁵ Euronext (2022c) kap. 2.1.5.2 og 2.1.5.3.

¹⁹⁶ Se Euronext (2022b) kap. 3.2.3 og Euronext (2022c) kap. 2.1.3.2. Selskaper med verdipapirer tatt opp til handel på et regulert marked skal ha offentliggjort regnskap og årsberetning som følger den internasjonale regnskapsstandard IFRS. Dette følger av Lov 17. juli 1998 nr. 56 om regnskap § 3-9 (3) som henviser til Regulation (EC) 1606/2002 artikkel 4 (IFRS-forordningen) artikkel 4.

¹⁹⁷ Kan sammenlignes med opptakskravene for Oslo Børs og Euronext Expand som fremgår av Euronext (2020a) og Euronext (2022a) kap. 3.

¹⁹⁸ Ved opptak på Oslo Børs og Euronext Expand fremgår saksbehandlingsreglene av Euronext (2020b) kap. 6.

¹⁹⁹ Fremhevet i Finanstilsynet (2022a) s. 6.

²⁰⁰ Finanstilsynet (2022a) s. 8. Se også Euronext (2022d) kap. 7.1.

selskapet tilfredsstillende handelsplassens regelverk, og at instrumentene er egnet for opptak. Rollen gir opphav til særskilte interessekonflikter som verdipapirforetaket må ta stilling til.²⁰¹ Jeg vil av plasshensyn ikke gå nærmere inn på dette.

5.3 Informasjonskrav

Markedsoperatøren av en MHF skal kunne «påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument», jf. verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2.

At markedsoperatøren skal «påse» at det finnes «tilstrekkelig offentlig informasjon» medfører en plikt for markedsoperatøren til å forvise seg om at det er tilgang til offentlig tilgjengelige opplysninger i tilstrekkelig omfang til at brukerne kan treffe en velfundert investeringsbeslutning.²⁰² Om investorer vil være i stand til å treffe velfunderte investeringsbeslutninger, må vurderes konkret.²⁰³

Ved notering på et regulert marked, kreves det noteringsprospekt, jf. verdipapirhandelloven § 7-1 og Regulation (EU) 2017/1129 artikkel 3 (3) (prospektforordningen). Dette gjelder som utgangspunkt ikke for aksjer som tas opp til handel på en MHF. Markedsoperatøren har følgelig betydelig frihet ved fastsettelsen av hvilken informasjon utstederselskapet skal opplyse om. For Euronext Growth er det fastsatt at det skal utarbeides et informasjonsdokument som skal oppfylle de minimumskrav som fremgår av verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2.²⁰⁴

Plikten i § 9-26 (1) nr. 2 kan nødvendiggjøre at markedsoperatøren må anse en aksje som uegnet for opptak på grunn av mangel på informasjon, eller at utsteder må fremskaffe mer informasjon om selskapene og de aktuelle aksjene.²⁰⁵

Ved Finanstilsynets tematisyn hos Euronext Growth, fant Finanstilsynet at markedsoperatørens regelverk måtte endres for å sikre at markedet fikk tilstrekkelig informasjon til å foreta en velfundert investeringsbeslutning.²⁰⁶ Selv om det skal gjelde et mindre strengt informasjonskrav sammenlignet med et regulert marked, måtte kravene til informasjonsdokumentet «sees i lys av at det normalt er lite offentlig informasjon tilgjengelig om selskapene som søker opptak til handel på Euronext Growth Oslo».²⁰⁷ Finanstilsynet la vekt på at det er et stort innslag av

²⁰¹ Interessekonflikten var et viktig tema i Finanstilsynet (2022a) og (2022b).

²⁰² Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 241.

²⁰³ Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 237.

²⁰⁴ Euronext (2022b) kap. 3.1.2, Euronext (2022c) kap. 2.3 og Euronext (2022e).

²⁰⁵ Se Euronext (2022b) kap. 3.7.1 og Euronext (2022c) kap. 2.1.2.1.

²⁰⁶ Finanstilsynet (2022a) s. 20.

²⁰⁷ Finanstilsynet (2022a) s. 20.

ikke-profesjonelle investorer som investerer i aksjer omsatt på Euronext Growth gjennom annenhåndsmarkedet, som vil være med på å skjerpe kravene til omfanget av informasjon som kreves.

Tematilsynet medførte at markedsoperatøren endret regelverket, slik at sjekklisten²⁰⁸ for hvilken informasjon som skal inntas i et informasjonsdokument, i dag baserer seg på innholdskravene i prospektforordningen.²⁰⁹ At handelsplassen har valgt å legge seg tett opp til de krav som følger av prospektforordningen, vil bidra til at markedet får mer informasjon om utstederselskapene, som er med på å dempe noe av risikoen tilknyttet informasjonsmangel.

Informasjonskravene er svært viktig ved investeringer i annenhåndsmarkedet, da en investor vil forholde seg til all informasjon som er tilgjengelig om aksjene, uavhengig av hva bakgrunnen for informasjonen er og hvem den primært retter seg mot.

5.4 Løpende forpliktelser

Verdipapirhandelloven oppstiller ikke lovfestede minimumskrav til hvilke løpende forpliktelser selskaper tatt opp til handel på en MHF må følge.

Multilaterale handelsfasiliteter er imidlertid underlagt reglene om markedsmissbruk,²¹⁰ som var et av tiltakene som ble gjort for å begrense risikoen forbundet med handel på en MHF.²¹¹ Dette innebærer blant annet at selskaper med aksjer tatt opp til handel på en MHF er forpliktet til å følge reglene om innsideinformasjon. Jeg går av plasshensyn ikke nærmere inn på de forpliktelsene som følger av markedsmissbruksforordningen.

Både Euronext Growth og Oslo Børs har egne regler for hvilke selskaphendelser og selskaps handlinger som skal offentliggjøres.²¹² Dette inkluderer blant annet et krav om å offentliggjøre når foretaket foretar endringer i rettighetene til utsteders aksjer, hvor det fremsettes forslag og beslutning om utbytte, fusjon, fisjon og lignende, og om det utstedes nye aksjer.²¹³ En forskjell er at selskaper med aksjer omsatt på Euronext Growth ikke plikter å informere om det utstedes *nye lån* eller om det stilles garantier eller sikkerhet i den forbindelse.²¹⁴ Slik informasjon vil

²⁰⁸ Fastsatt i egen notis. Se Euronext (2022e).

²⁰⁹ Se Euronext (2022e) Introduction (4).

²¹⁰ Se markedsmissbruksforordningen artikkel 2 (1) bokstav b.

²¹¹ Før markedsmissbruksforordningen trådte i kraft, gjaldt bare kjernebestemmelsene av forløperen Directive 2003/6/EC for multilaterale handelsfasiliteter. Se NOU 2006:3 s. 162.

²¹² Se Euronext (2022c) kap. 3.10 og 3.11 og Euronext (2022a) kap. 4.2.4 og 4.2.5. For regulerte markeder fremgår lovbestemte krav av verdipapirhandelloven §§ 5-8 og 5-9 (5) jf. § 5-4 (1).

²¹³ Se Euronext (2022c) kap. 3.10. Av Euronext (2022c) kap. 3.10 fremgår det at bestemmelsen skal tilsvare verdipapirhandelloven §§ 5-8 (1) og 5-9 (5).

²¹⁴ Som gjelder for selskaper notert på regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 5-8 (3).

ofte være svært viktig for en investor, og mangel på offentliggjøring kan være problematisk, idet selskapets finansielle stilling vil kunne endres uten at investorene informeres. En høyere andel gjeld taler også for at risikoen ved aksjene er høyere. Her må det likevel tas hensyn til at utstedelse av lån *kan* bli ansett å være innsideinformasjon som rammes av markedsmissbruksforordningen, og som selskapet derfor vil ha plikt til å opplyse om.

Videre kommer ikke verdipapirhandelens regler om regelmessig offentliggjøring av regnskapsinformasjon etter verdipapirhandelloven kapittel 5 til anvendelse. Reglene i verdipapirhandelloven § 5-4 flg. gjelder kun for utstedere av omsettelige verdipapir som er opptatt til handel på regulert marked, jf. § 5-4 (1). Bestemmelsene utløser blant annet plikt til å utstede års- og halvårsrapporter og krav til likebehandling.²¹⁵ Slik informasjon er viktig for å gi markedet forståelse av hva selskapet driver med, selskapets resultater, og generelt hvordan selskapets finansielle situasjon ser ut.²¹⁶ Tilsvarende krav er ikke lovfestet for multilaterale handelsfasiliteter, men Euronext Growth har fastsatt at det skal offentliggjøres hel- og halvårsrapporter, og at det skal være likebehandling på tilsvarende måte som etter verdipapirhandelloven § 5-14.²¹⁷

Verdipapirhandelens regler om flaggeplikt, jf. verdipapirhandelloven kapittel 4, kommer heller ikke til anvendelse for aksjer tatt opp til handel på en MHF.²¹⁸ Flaggeplikten gjelder for det tilfellet at en aksjeeiers andel av aksjer med stemmerett når opp til, overstiger eller faller under en rekke prosentandeler.²¹⁹ Et av formålene med flaggeplikten er å sørge for at investorer kan foreta velfunderte investeringsbeslutninger.²²⁰ Reglene skal sørge for å gi markedet informasjon om vesentlige eierendringer i det regulerte foretaket, slik at investorer settes i stand til å fatte velfunderte investeringsbeslutninger med full informasjon om eierskapet. Flaggereglene vil også føre til mer effektiv kontroll av utstederne og større åpenhet i markedet når det gjelder viktige kapitalbevegelser.²²¹ Flaggemeldinger vil også medføre at markedsprisen på aksjene justeres i samsvar med den offentliggjorte informasjonen.

Selv om flaggereglene ikke gjelder for aksjer tatt opp til handel på en MHF, har Euronext Growth fastsatt at selskapet skal offentliggjøre informasjon dersom en person alene eller sammen med en eller flere andre, når opp til, overstiger eller faller under tersklene 50 og 90 prosent av kapitalen eller stemmene. Flaggereglene er likevel vesentlig strengere for aksjer som omsettes på regulerte markeder. Investorer på handelsplassen vil derfor ikke ha tilgang til den samme

²¹⁵ Se verdipapirhandelloven §§ 5-5, 5-6 og 5-14.

²¹⁶ Bergo (2021) s. 195.

²¹⁷ Euronext (2022b) pkt. 4.2.1, Euronext (2022c) kap. 3.12 og kap. 3.1.

²¹⁸ Verdipapirhandelloven § 4-1. Reglene om flaggeplikt gjennomfører Directive 2004/109/EC.

²¹⁹ Se verdipapirhandelloven § 4-2 (1).

²²⁰ NOU 2006:3 s. 205.

²²¹ Directive 2004/109/EC fortale pkt. 18

informasjonen om sentrale endringer i eierpostene så fort disse finner sted, og aksjenes markedsverdi vil som følge av dette ikke nødvendigvis reflektere den reelle markedsverdien.

5.5 Oppsummering

Risikoen forbundet med et finansielt instrument vil variere ut ifra en rekke faktorer. Finansielle instrumenter omsatt på et regulert marked vil typisk regnes som finansielle instrumenter med lavere risiko forbundet med seg, sammenlignet med mange andre finansielle instrumenter.²²² Dette er blant annet begrunnet i at instrumenter omsatt på regulerte markeder er gjenstand for betydelig regulering. I den andre enden av skalaen har man for eksempel sammensatte spareprodukter, som anses å være komplekse instrumenter.²²³

Som illustrert i kapittelet, er aksjer omsatt på multilaterale handelsfasiliteter underlagt lavere grad av regulering enn hva som gjelder på regulerte markeder og spesielt på børser. Dette gjelder både opptakskravene, men også utstederselskapenes løpende forpliktelser. Generelt vil mindre grad av regulering øke risikoen forbundet med en aksje. Hvor stor risiko som er forbundet med den enkelte MHF, vil likevel variere med handelsplassens fastsatte regelverk.

Verdipapirhandelloven åpner eksempelvis for at man gjennom en MHF kan handle i instrumenter notert på regulerte markeder.²²⁴ I slike tilfeller vil også risikoen tilknyttet de noterte instrumentene være mindre enn for instrumenter som utelukkende er omsatt på en MHF.

Dette illustrerer at verdipapirforetaket må foreta undersøkelser og egne vurderinger av risikoen forbundet med den enkelte aksje og hvilken risiko som er forbundet med handelsplassen som aksjen omsettes på. Det at handelsplassen er underlagt en viss grad av lovregulering taler for at risikoen ved en investering på en MHF ikke nødvendigvis vil være like høy som ved for eksempel en investering i sammensatte spareprodukter.

6 Foretakets vurdering av egnethet og hensiktsmessighet knyttet til aksjer tatt opp til handel på en multilateral handelsfasilitet

6.1 Innledning

Som illustrert i kapittel 4 viser, vil verdipapirforetakets plikter i innhold og omfang bero på en konkret skjønnsmessig vurdering. I kapittel 6.2. vil jeg søke å redegjøre for de risikofaktorer som kan være forbundet med selskaper og aksjer omsatt på en MHF, og som kan få betydning

²²² Se også Ot.prp.nr.34 (2006–2007) s. 234.

²²³ Finanstilsynet skrev i Finanstilsynet (2008) at sammensatte produkter er komplekse instrumenter som en gjennomsnittlig ikke-profesjonell kunde ikke kan forventas at vil forstå.

²²⁴ Se verdipapirhandelloven § 9-26 (2) som gjennomfører MiFID II artikkel 18 (8).

for den konkrete vurderingen. I kapittel 6.3 og 6.4 vil jeg vurdere hvilken betydning disse risikofaktorene og handelsplassens regelverk,²²⁵ kan få for verdipapirforetakets egnethets- og hensiktsmessighetsvurderinger i innhold og omfang.

For å unngå gjentakelser, vil kun begrepet «kunden» benyttes i det videre.

Det generelle utgangspunktet er at en investering i verdipapirmarkedet alltid vil innebære risiko. I tråd med Høyesteretts uttalelser i Røeggen-dommen, må en investor selv bære risikoen for egne forventninger og investeringer, og verdipapirforetaket må kunne legge til grunn at en investor er kjent med helt grunnleggende forhold knyttet til investeringer.²²⁶ Dette utgangspunktet gjelder med mindre foretaket bør forstå at kunden mangler kjennskap til slike grunnleggende forhold, jf. Fokus Bank.²²⁷ Videre er det også kundens ansvar å fortløpende overvåke egne investeringer.

6.2 Risikofaktorer

Når verdipapirforetaket skal vurdere om investeringen er egnet eller hensiktsmessig for kunden, må foretaket ta hensyn til ulike risikofaktorer som typisk kjennetegner det aktuelle instrumentet, jf. kapittel 4.6.2 og 4.7.

Felles for aksjer som noteres på et regulert marked eller tas opp til handel på en MHF, er at bransje- og selskapsspesifikke risikomomenter kan påvirke aksjenes kurs og risikoen forbundet med dem.²²⁸

Utover slike bransje- og selskapsspesifikke risikomomenter, er det flere særegne risikofaktorer som kjennetegner aksjer tatt opp til handel på multilaterale handelsfasiliteter. Selskapene betegnes ofte som vekstselskaper og er typisk selskaper med kort historikk og begrenset virksomhet sammenlignet med selskaper notert på regulert marked. Mange av selskapene har som følge av dette begrenset til ingen driftsinntekter når de tas opp til handel.²²⁹ Det vil derfor være en risiko for at det tar lang tid før selskapene er kommersielt lønnsomme.

Videre er sjansen for at selskapet går konkurs større, da det ikke er noen garanti for at forretningsmodellen vil fungere, eller at selskapet får inn den kapitalen som trengs for å drive en lønnsom virksomhet. Selskapene kan også som følge av begrenset virksomhet og inntekt, være

²²⁵ Se kapittel 5.

²²⁶ Rt. 2013 s. 388 avsnitt 55 med videre henvisning til Fokus Bank-dommen.

²²⁷ Rt. 2012 s. 1926 avsnitt 58.

²²⁸ Kjørven (2017) s. 168. Også nærmere beskrevet i Verdipapirforetakenes Forbund (2022) pkt. 3.2.

²²⁹ Finanstilsynet (2022b) s. 5. Se f.eks. Norwegian Block Exchange (2021) pkt. 1.1.4, Flyr (2021) pkt. 1.1 og Norse Atlantic (2021) pkt. 1.1.

svært sårbare for små endringer i kostnader.²³⁰ Investeringer i slike nystartede selskaper vil innebære en betydelig risiko sammenlignet med investeringer på et regulert marked, hvor selskapene ofte er kommersielt etablerte og hvor driften allerede er lønnsom.²³¹

Selskapene vil typisk også være sårbare for endringer i markedsforholdene. Selskap som for eksempel skal utvikle ny teknologi, vil ikke bare være avhengig av at teknologien faktisk fungerer, men også at markedet har interesse for teknologien.²³² Selskapet kan også være avhengig av offentlige støtteordninger og kommersielle kontrakter for å lykkes med sin videre drift.²³³

Selskap som på opptakstidspunktet har begrenset til ingen driftsinntekter, vil også vanskelig kunne forutse fremtidig utvikling.²³⁴ Informasjon om fremtidig utvikling må derfor til en viss grad baseres på antagelser, som kan medføre feil prising i forhold til selskapets faktiske verdi. Noe av risikoen forbundet med dette er forsøkt avhjulpet ved at kommisjonsforordningen artikkel 44 (6) oppstiller krav til hvilken informasjon selskapet må gi i slike tilfeller. Aksjene er likevel mer risikofylte enn aksjer notert på et regulert marked, da børsnoterte selskaper som oftest vil ha historisk informasjon som vurderingene kan baseres på.

Disse forholdene tilsier at det kan foreligge en betydelig risiko ved en investering i slike selskap, spesielt fordi selskapene kjennetegnes ved å ha høyst usikre fremtidsutsikter. Finanstilsynet har også fremhevet at aksjer tatt opp til handel på Euronext Growth har hatt en høy verdsetting i forhold til bokførte verdier, inntjening og salg.²³⁵

Videre foreligger det en likviditetsrisiko tilknyttet aksjene. Aksjer omsatt på en MHF har typisk en lavere omsetning og etterspørsel i markedet sammenlignet med aksjer omsatt på et regulert marked. På regulerte markeder vil aksjene normalt være gjenstand for høyere omsetning, og har normalt også høy likviditet.²³⁶ Multilaterale handelsfasiliteter vil ikke nødvendigvis ha den samme høye omsetningen, og aksjene vil ofte være mindre likvide.²³⁷ Mindre likvide aksjer vil også i større grad være utsatt for prissvingninger. For aksjer notert på regulert marked foreligger det også langt på vei enighet om at prisene i et likvid marked responderer på ny informasjon, og at markedet vil sikre en riktig prising av aksjene.²³⁸

²³⁰ Se f.eks. Norse Atlantic (2021) pkt. 1.1.

²³¹ Fremhevet i Finanstilsynet (2021e) s. 37 og Finanstilsynet (2022b) s. 5.

²³² Se f.eks. Pryme (2021) pkt. 1.1 og Norwegian Block Exchange (2021) pkt. 1.1.3.

²³³ Se f.eks. Cool Company (2022) pkt. 2.1, Pryme (2021) pkt. 1.1 og Norse Atlantic (2021) pkt. 1.1.

²³⁴ Se f.eks. Norwegian Block Exchange (2021) pkt. 1.1.1, Flyr (2021) pkt. 1.1 og Norse Atlantic (2021) pkt. 1.1.

²³⁵ Finanstilsynet (2021b) s. 48.

²³⁶ Verdipapirforetakenes Forbund (2022) pkt. 3.2.

²³⁷ Også fremhevet i Finanstilsynet (2021b) s. 48.

²³⁸ Storange (2019) s. 59.

En annen side av likviditetsrisikoen er at det ikke er noen garanti for at annenhåndsmarkedet vil fungere, ettersom dette er avhengig av etterspørselen i markedet. At handelsplassen typisk har lavere omsetning og etterspørsel enn på et regulert marked, medfører risiko for at investoren ikke vil få solgt sin aksjepost til ønsket tidspunkt eller pris.²³⁹ Det må likevel understrekes at likviditetsrisikoen forbundet med en aksje vil variere betydelig fra selskap til selskap, uavhengig av hvor aksjene er tatt opp til handel.²⁴⁰

Til sist vil det ofte være begrenset tilgjengelig informasjon om selskapene. Dette har sammenheng med at selskapene har kort historikk og begrenset med virksomhet når de tas opp til handel. I tillegg får det betydning at informasjonskravene som stilles ved opptak på markedsplassen er mindre strenge, se kapittel 5.3.

Et spesielt eksempel i denne forbindelse er såkalte blankosjekkselskaper («SPAC»)²⁴¹ SPACer kjennetegnes ved at de på opptakstidspunktet er nyetablerte selskap uten virksomhet og historikk. I tilknytning til opptaket innhentes det kapital, før selskapene skal søke å erverve og fusjonere seg med ett eller flere målselskap.²⁴² Denne typen selskap har blitt mer fremtredende i det finansielle markedet fordi noteringen er enklere og kostnadsbesparende sammenlignet med det å notere et selskap med kommersiell virksomhet.²⁴³ Både ESMA og Finanstilsynet har funnet grunn til å komme med uttalelser om risikoen forbundet med SPACer.²⁴⁴ Finanstilsynet har uttalt at en investering i slike selskaper ikke nødvendigvis vil være passende for ikke-profesjonelle investorer.²⁴⁵ Dette er blant annet begrunnet i selskapenes kompleksitet og mangel på tilgjengelig informasjon. Derfor må det stilles «høye krav til investorens kompetanse».²⁴⁶ Slike selskaper er i dag ikke tillatt på noen av handelsplassene i Norge, men Oslo Børs har uttalt at de ønsker å ta blankosjekkselskaper opp til handel på Euronext Growth. Finanstilsynet har vært negativ til dette, da opptak på handelsplassen ikke vil utløse prospektkrav, strenge løpende forpliktelser eller flageplikter (se kapittel 5.3–5.4) som er vesentlige krav til å sikre bedre informasjon til markedet.²⁴⁷

²³⁹ For eksempel fremhevet i Flyr (2021) pkt. 1.2.

²⁴⁰ Verdipapirforetakenes Forbund (2022) pkt. 3.2.

²⁴¹ På engelsk brukes betegnelsen «special purpose acquisition companies» (SPAC).

²⁴² Finanstilsynet (2021c) s. 1. En nærmere beskrivelse av hva som kjennetegner slike selskaper finnes i Finanstilsynet (2021c) s. 1-2 og ESMA (2021a) s. 1-2.

²⁴³ Finanstilsynet (2021b) s. 47.

²⁴⁴ ESMA (2021a) og Finanstilsynet (2021c).

²⁴⁵ Finanstilsynet (2021c) s. 4.

²⁴⁶ Finanstilsynet (2021c) s. 4.

²⁴⁷ Finanstilsynet (2021c) s. 4 og Finanstilsynet (2021e) s. 37.

6.3 Aksjenes egnethet for en ikke-profesjonell kunde

Når verdipapirforetaket skal yte investeringsrådgivning, må investoren som alminnelig regel kunne kreve «høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning», og ha en «berettiget forventning om å motta oppdaterte og faglig baserte råd».²⁴⁸ Det er investeringsrådgiveren som har ansvar for å fremskaffe nødvendig informasjon om de finansielle produktene, og analysere disse ut fra kundens behov, se kapittel 4.6.3. Foretaket skal også utvise en «slik adferd overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over hvilken risiko som til enhver tid er knyttet til hans disposisjon».²⁴⁹ Disse rettslige utgangspunktene for hva som kjennetegner en aktsom rådgiver, utgjør kjernen av egnethetsvurderingen i verdipapirhandelloven § 10-15 (1).²⁵⁰

Verdipapirforetaket må, som redegjort for i kapittel 4.6.2, innhente tilstrekkelig informasjon til å ha et *rimelig grunnlag* for å vurdere om en investering i aksjer tatt opp til handel på en MHF oppfyller kundens investeringsmål, at kunden finansielt er i stand til å bære risikoen ved en slik investering, og at kunden har den kunnskap og erfaring som er nødvendig for å forstå risikoen ved transaksjonen, jf. kommisjonsforordningen artikkel 54 (2).

Verdipapirforetakets vurdering må ta utgangspunkt i forhold ved det konkrete investeringsrådet, karakteristikk ved de aktuelle aksjene, tjenestens art og omfang, kundens behov og omstendigheter, samt typen kunde, jf. ESMA (2022b) pkt. 33–34.

At det skal tas hensyn til «typen kunde», innebærer typisk at foretaket bør innhente mer informasjon når kunden er sårbar (for eksempel eldre mennesker), eller uerfaren med investeringer.²⁵¹ Finanstilsynet har blant annet uttalt at foretaket bør utvise «særlig aktsomhet» overfor enkelte kundegrupper og at det på generelt grunnlag må antas at sårbare kunder har et «særskilt høyt beskyttelsesbehov».²⁵² Typen kunde er relevant fordi det ikke nødvendigvis er slik at alle vil ha det fulle bildet eller forståelse av hvilken risiko en investering faktisk innebærer. For kunder som anses å ha den nødvendige kunnskap og erfaring, har foretaket anledning til å anta at vedkommende kan håndtere risikoen i samsvar med vedkommendes investeringsmål.²⁵³

Når det gjelder verdipapirforetakets vurdering av kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, så vil det ikke være tilstrekkelig å ta utgangspunkt i kunnskap og erfaring med aksjer som sådan.²⁵⁴ Kategorien «aksjer» vil være for bred, da den omfatter alt fra likvide

²⁴⁸ Rt. 2000 s. 679 på side 688.

²⁴⁹ Rt. 2000 s. 679 på side 688.

²⁵⁰ Se også Kjørven (2017) s. 172.

²⁵¹ ESMA (2022b) pkt. 40.

²⁵² Finanstilsynet (2017b) s. 4.

²⁵³ ESMA (2022b) pkt. 40–41.

²⁵⁴ Finanstilsynet (2020) s. 1. Se Finanstilsynet (2019c) s. 8 for lignende betraktninger.

aksjer i noterte selskaper,²⁵⁵ til illikvide aksjer i små unoterte selskaper uten omsetning. Spørsmålet om kundens kunnskap og erfaring bør ta utgangspunkt i den konkrete aksjen det dreier seg om, det vil si aksjer tatt opp til handel på multilaterale handelsfasiliteter.²⁵⁶

Verdipapirforetaket vil som redegjort for i kapittel 4.6.2.2 være i en situasjon hvor det typisk bør innhentes inngående informasjon om kundens kunnskap og erfaring. Selv om aksjer omsatt på en MHF ikke er spesielt komplekse,²⁵⁷ er aksjer omsatt på en MHF, som redegjort for i kapittel 5 og 6.2, forbundet med høy risiko. Aksjene vil typisk være underlagt mindre regulering, det vil være mindre tilgjengelig informasjon om selskapet, i tillegg til at det foreligger risiko forbundet med selskapenes virksomhet og likviditet. Dette krever at det stilles strengere krav til kundens kunnskap og erfaring før verdipapirforetaket kan konkludere med at kunden forstår risikoen forbundet med investeringen.²⁵⁸

At det bør stilles strenge krav ble også bemerket i tilsynsrapport for Pioner Kapital. Her skriver Finanstilsynet at

«(m)ed det snevre spekteret av spesialiserte investeringsprodukter med høy risiko – bestående av aksjer og i mindre grad obligasjoner i unoterte *tidligfase selskaper*, typisk *uten en verifisert kommersiell forretningsmodell* – må Foretaket være *spesielt aktsom* i sin vurdering av kundens kunnskap og erfaring.»²⁵⁹

Finanstilsynet oppstilte her en aktsomhetsplikt, og fant at foretaket ikke hadde tatt de «nødvendige skritt» for å forsikre seg om at kunden «virkelig er i stand til å forstå risikoen knyttet til slike investeringer».²⁶⁰ En lignende aktsomhetsplikt blir også oppstilt av Høyesterett i Røeggen-dommen i avsnitt 125-128, hvor Høyesterett mente at banken, ved salg av risikopregede og komplekse produkter til ikke-profesjonelle investorer, burde forsikret seg om at kunden forstod «innholdet i ... handelen ..., og ikke gi(r) misvisende eller feilaktige opplysninger om viktige forhold av betydning for investeringsbeslutningen.»²⁶¹

²⁵⁵ Med notert mener jeg aksjer tatt opp til handel på et regulert marked. Spennet av «unoterte aksjer» vil der for være svært vidt.

²⁵⁶ Finanstilsynet (2020) s. 1.

²⁵⁷ Aksjer tatt opp til handel på en MHF er etter verdipapirhandelloven § 10-16 (1) nr. 1 definert som et ikke-komplekst finansielt instrument.

²⁵⁸ Finanstilsynet (2016) pkt. 5.3. At en kunde *manglet* grunnleggende forståelse for produktet og risikoen ved produktene, ble fremhevet i Finanstilsynet (2022e) s. 4.

²⁵⁹ Finanstilsynet (2018b) s. 8. Uttalelsen knyttet seg imidlertid til selskaper som ikke var tatt opp til handel på noen handelsplass.

²⁶⁰ Finanstilsynet (2018b) s. 8

²⁶¹ Avsnitt 125. Dommen behandles ikke inngående fordi aktsomhetsplikten gjaldt foretakets informasjonsplikt. Uttalelsene har likevel generell relevans også for egnethetsvurderingen.

Finanstilsynets uttalelser i tilsynsrapportene for Swedbank Norge og Pioner Kapital, samt Høyesteretts betraktninger i Røeggen-dommen taler for en skjerpet aktsomhetsplikt i de tilfellene verdipapirforetaket ønsker å rådgi en ikke-profesjonell kunde om å investere i risikofylte investeringer.

Typisk vil en kunde med liten eller ingen erfaring fra investering i unoterte aksjer, mangle den grunnleggende forståelsen om risikoen ved slike investeringer. Dette må reflekteres i verdipapirforetakets vurdering av hva som egner seg for vedkommende. En kunde som ikke forstår forskjellen mellom aksjer notert på et regulert marked, og aksjer tatt opp til handel på en MHF, bør heller ikke investere i sistnevnte type aksjer. Det samme gjelder om verdipapirforetaket, etter å ha innhentet informasjon om kunden, vurderer at vedkommende ikke forstår hva som gjør at en investering i aksjer tatt opp til handel på en MHF innebærer en høyere risiko enn aksjer notert på et regulert marked.

Foretaket bør foreta inngående undersøkelser av kunden for å forsikre seg om at vedkommende faktisk forstår risikoen ved en slik investering. At det må stilles høye krav til forståelse og erfaring, kan tyde på at aksjer omsatt på en MHF i mange tilfeller ikke er egnet for ikke-profesjonell kunde med begrenset kunnskap og erfaring fra investeringer i slike aksjer. Og selv om kunden, etter foretakets vurderinger, har nødvendig kompetanse og erfaring med aksjer omsatt på en MHF, må foretaket vurdere om kunden har en finansiell situasjon som tilsier at vedkommende har evne til å bære et eventuelt tap.

Om kunden har en finansiell situasjon som samsvarer med risikoen knyttet til aksjer omsatt på en MHF, må bero på en vurdering av den informasjonen foretaket har innhentet om kundens inntekt, investeringer, finansielle forpliktelser og lignende forhold. Foretaket er her i en situasjon hvor det bør innhentes inngående opplysninger om kundens finansielle situasjon, og også om ikke-finansielle momenter, se kapittel 4.6.2.3.

En investering i aksjer tatt opp til handel på en MHF innebærer typisk en investering i et lite likvid finansielt instrument med høy risiko forbundet ved seg, se kapittel 6.2. For at en slik investering skal være egnet, må vedkommende ha en finansiell situasjon som tilsier at kunden vil tåle å tape hele eller deler av sin investering.

Verdipapirforetaket må også vurdere om kunden har et investeringsmål som samsvarer med en investering i aksjer omsatt på en MHF. Når verdipapirforetaket skal vurdere risikovilje, risiko-profil og formål med investeringen, må det legges vesentlig vekt på at det er tale om en investering i et finansielt instrument med høy risiko. Følgelig må kunden ha høy risikotoleranse og risikovilje. Formålet med investeringen må også gjenspeile at vedkommende er villig til å ta

høy risiko. Dersom risikoen ved aksjen etter verdipapirforetakets vurdering, overskrider vedkommendes risikovillighet, er ikke investeringen egnet for kunden.

Både i Rt. 2000 s. 679 (Ideal) og i Rt. 2003 s. 400 (Sunnfjordtunnelen), måtte vurderingen av om bankens anbefalinger var aktsomme, avgjøres ut fra de forutsetninger som kunden hadde meddelt rådgiveren. Kundens uttalte risikoprofil var derfor svært viktig for den konkrete vurderingen. I Ideal-dommen hadde kunden meddelt at de ønsket høy sikkerhet ved sine investeringer.²⁶² I Sunnfjord-tunneldommen ble det lagt avgjørende vekt på at det var et stort avvik mellom tunnelselskapets uttalte ønsker om høy sikkerhet, og den risikofylte strategien som ble brukt.²⁶³ I LB-2022-5179 hadde verdipapirforetaket anbefalt en investering i et obligasjonslån som ikke samsvarte med kundes risikoprofil. Kunden hadde uttalt at de kun ønsket investeringer med «lav til middels risiko». Til tross for dette anbefalte foretaket et høyrisikoprodukt.²⁶⁴

Videre er det en risiko for at kunden vil bli sittende med investeringen i en lengre periode fordi man ikke nødvendigvis vil finne en kjøper, se kapittel 6.2. Verdipapirforetaket må derfor vurdere om kunden har en investeringshorisont som samsvarer med denne risikoen, og hvorvidt kunden, basert på informasjonen innhentet om finansiell situasjon, kan tenkes å få likviditetsbehov i nær fremtid. Et likviditetsbehov kan også ha opphav i ikke-finansielle momenter, som nevnt i kapittel 4.6.2.3, for eksempel at kunden går fra å være yrkesaktiv til å bli pensjonist.

Foretaket må også foreta en grundig vurdering av hvordan produktet vil påvirke den «totale risikoen» i kundens portefølje.²⁶⁵ En kunde kan av ulike grunner være villig til å ta høy risiko ved den aktuelle investeringen, men samtidig kan vedkommendes portefølje tilsi at en slik investering vil innebære for høy risiko sett i lys av finansiell situasjon og samlet investeringsmål. Dersom kunden uttrykker bekymring for risikoen ved et produkt eller for risikoen i sin totalportefølje, er dette et «et sterkt signal som foretaket skal forfølge» og som de må «hensynta i egenhetsvurderingen».²⁶⁶

Risikofaktorene som typisk er tilknyttet aksjer tatt opp til handel på multilaterale handelsfasiliteter taler for et skjerpet krav til vurderingen av hvorvidt aksjene er egnet for den enkelte kunde. Det understrekes at vilkårene er kumulative, slik at kunden må ha tilstrekkelig kunnskap og erfaring knyttet til denne typen aksjer, og at investeringen må være i tråd med kundens finansielle situasjon og investeringsmål.

²⁶² Rt. 2000 s. 679 side 687.

²⁶³ Rt. 2003 s. 400 avsnitt 45 og 46.

²⁶⁴ Se LB-2022-5179 pkt. 3.3.

²⁶⁵ Finanstilsynet (2019d) s. 5.

²⁶⁶ Finanstilsynet (2019d) s. 3 og 5.

En del av verdipapirforetakets plikt når det skal yte investeringsrådgivning, er også å sammenligne det påtenkte finansielle instrumentet opp mot andre finansielle instrumenter. Det kan derfor tenkes at verdipapirforetaket i flere tilfeller må vurdere om en investering i aksjer notert på et regulert marked eller børs samsvarer bedre med kundens profil.

6.4 Aksjenes hensiktsmessighet for en ikke-profesjonell kunde

Verdipapirforetakets vurdering av hensiktsmessighet forutsetter at kunden faktisk gir opplysninger til verdipapirforetaket. I den grad kunden gir tilstrekkelige opplysninger for at verdipapirforetaket skal kunne gjennomføre en egnethetsvurdering, skal verdipapirforetaket vurdere det påtenkte finansielle instrumentet opp mot vedkommendes kunnskap og erfaring på det aktuelle investeringsområdet, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (2).

Når verdipapirforetaket yter investeringstjenester, må kunden kunne stole på at verdipapirforetaket opptrer som en profesjonell aktør, og at foretaket er klar over det misforholdet som foreligger mellom verdipapirforetaket som en profesjonell aktør og kunden som en ikke-profesjonell investor.

Dersom kunden ønsker å investere i aksjer som omsatt på en MHF, bør verdipapirforetaket innhente flere opplysninger for å vurdere om kunden faktisk forstår risikoen forbundet med en investering i aksjer omsatt på en MHF. I likhet med for egnethetsvurderingen, har dette sammenheng med at det bør foretas mer omfattende vurderinger når aksjene anses å være forbundet med høy risiko.²⁶⁷

Her må det, i likhet med ved egnethetsvurderingen, tas hensyn til at det er en forskjell i å spørre kunden om vedkommendes kunnskap og erfaring med aksjer generelt, og det å spørre om vedkommendes kunnskap og erfaring med aksjer tatt opp til handel på en MHF.²⁶⁸ Aksjene er som nevnt preget av å ha høy risiko forbundet med seg, selv om de ikke anses å være særlig kompliserte finansielle instrumenter.

Verdipapirforetaket må vurdere om kunden har forstått «the main characteristics and the risks related to» de påtenkte finansielle instrumentene.²⁶⁹ Dette er kjernen i hensiktsmessighetsvurderingen. Verdipapirforetaket bør vurdere om kunden forstår at slike aksjer er underlagt friere regulering enn aksjer notert på et regulert marked, slik beskrevet i kapittel 5, og at det foreligger særegne risikomomenter ved selskapene som kunden bør ta hensyn til og vurdere, se kapittel 6.2.

²⁶⁷ ESMA (2022a) pkt. 34

²⁶⁸ Finanstilsynet (2020) s. 1. Se også ESMA (2022a) pkt. 35.

²⁶⁹ ESMA (2022a) pkt. 24.

I enkelte tilfeller vil også verdipapirforetaket være unntatt fra å vurdere investeringens hensiktsmessighet, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (4) jf. § 10-16 (1) nr. 1. Dette forutsetter imidlertid at samtlige av vilkårene er oppfylt. Unntaket er likevel av praktisk betydning og kan typisk få anvendelse hvor kunden gjennomfører handelen gjennom verdipapirforetakets nettplattform.²⁷⁰

Som utgangspunkt vil det trolig være enklere å si at en slik investering er hensiktsmessig for en kunde, ettersom det *kun* er kunnskap og erfaring som skal vurderes. Verdipapirforetaket kan heller ikke hindre kunden i å foreta investeringen, selv om verdipapirforetaket eventuelt vurderer at investeringen ikke er hensiktsmessig. Foretaket har likevel en plikt til å advare kunden i slike tilfeller, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 (3).

6.5 Oppsummering

Hvorvidt en investering i aksjer omsatt på en multilateral handelsfasilitet er egnet eller hensiktsmessig for kunden, må bero på en konkret vurdering. I kapitlet har jeg likevel argumentert for at de risikofaktorene som kan foreligge ved slike investeringer, tilsier at verdipapirforetaket bør foreta flere og grundigere undersøkelser av kunden og kundens forhold når foretaket skal yte investeringstjenester knyttet til aksjer omsatt på en multilateral handelsfasilitet.

Det må likevel understrekes at det ikke nødvendigvis er slik at samtlige risikofaktorer som er redegjort for i kapittel 6.2 vil være aktuell for den enkelte aksje. Dette illustrerer at verdipapirforetaket har en plikt til å foreta selvstendige vurderinger av aksjen, før investeringstjenesten ytes til kunden.

7 Sammenfatning

Oppgaven gir uttrykk for at kravet til egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering etter verdipapirhandelloven § 10-15 legger opp til skjønnsmessige og konkrete vurderinger av kunden og den aktuelle investeringen. Derfor vil det ikke være mulig å gi et entydig svar på hvordan verdipapirforetakets plikter etter verdipapirhandelloven § 10-15 vil være i omfang og innhold når verdipapirforetaket skal yte investeringstjenester knyttet til aksjer tatt opp til handel på en multilateral handelsfasilitet. Om en slik investering er egnet eller hensiktsmessig for ikke-profesjonelle kunder, må bero på en konkret vurdering.

I oppgaven argumenteres det likevel for at de risikofaktorene som kjennetegner en investering i selskaper tatt opp til handel på en MHF, samt reguleringen av handelplassen, trekker i retning av skjerpede krav til verdipapirforetakets plikter overfor ikke-profesjonelle investorer

²⁷⁰ Forsberg (2022) § 10-15 note 1.

sammenlignet med tilfeller der kunden for eksempel skal investere i aksjer omsatt på et regulert marked eller en børs. Aksjene er typisk mindre likvide, mindre regulerte, og informasjonen om selskapene er mindre tilgjengelig. For vekstselskaper vil investoren ofte også ha vanskeligere for å skaffe relevant og objektiv informasjon om det aktuelle selskapet, utover det som er blitt distribuert av selskapet selv i opptaksprosessen.

De omfattende kravene som må stilles til kundens kunnskap og erfaring, finansielle situasjon og investeringsmål, tyder på at aksjer omsatt på en MHF i mange tilfeller ikke vil være *egnet* for en gjennomsnittlig ikke-profesjonell investor. Videre tyder det på at en slik investering ikke nødvendigvis vil være *hensiktsmessig* for en ikke-profesjonell kunde med begrenset kunnskap og erfaring med aksjer tatt opp til handel på en multilateral handelsfasilitet.

Litteraturliste

Litteratur

- AksjeNorge (2022) AksjeNorge. «Et blikk på Euronext Growth Oslo.» (20. januar (2022) https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/20/eng_jan/ hentet 05. oktober 2022.
- Bergo (2021) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. (5. utgave). Oslo: Cappelen Damm akademisk, 2021.
- Bjergaard (2022) Anders Pedersen Bjergaard. «Euronext Growth-selskapene tapte 1,3 milliarder kroner.» *Finansavisen*, 31. mai 2022, <https://www.finansavisen.no/nyheter/finans/2022/05/31/7875078/euronext-growth-selskapene-tapte-1-3-milliarder-kroner?zephrossoott=5k6WUy> hentet 04. oktober 2022.
- Boe (2021) Boe, Erik Magnus. *Rettskildelære under debatt*. (2. utgave). Oslo: Universitetsforlaget, 2021.
- Cool Company (2022) Cool Company Ltd. «Cool Company Ltd. Information Document». (2022) <https://newsweb.oslobors.no/message/554520> hentet 03. november 2022.
- Engh (2009) Engh, Jone. *Finansrådgivers ansvar og plikter*. Oslo: Cappelen akademisk forlag, 2009.
- Euronext (u.å. a) Euronext. «All IPOs.» (u.å.) https://live.euronext.com/en/ipo-show-case/all?field_iponi_ipo_date_value%5Bmin%5D=&field_iponi_ipo_date_value%5Bmax%5D=&field_exchange_market_target_id%5B66%5D=66&field_trading_location_target_id%5B1061%5D=1061 hentet 30. september 2022.
- Euronext (u.å. b) Euronext. «Going Public with Euronext: Choosing the right market for your company.» (u.å.)

- <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-market> hentet 06. oktober 2022.
- Flyr (2021) Flyr AS. «Flyr AS – Publication of Information Document.» (2021) <https://newsweb.oslobors.no/message/526402> hentet 03. november 2022.
- Forsberg (2022) Forsberg, Joakim. «Karnov lovkommentar til verdipapirhandelloven.» I *Lovdata Pro* (2022) hentet 01. september 2022.
- Hudson (2013) Hudson, Alastair. *Securities law*. 2. utg., London: Sweet & Maxwell, 2013.
- Kjørven (2017) Kjørven, Marte. *Ytelse av investeringstjenester til forbruker. Verdipapirrettslige, kontraktsrettslige og erstatningsrettslige krav til adferd*. Oslo: Universitetsforlaget, 2017.
- Moloney (2014) Moloney, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. (3. utgave). Oxford: Oxford University Press, 2014.
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. Bergen: Fagbokforlaget, 2011.
- Norges Bank (2022) Norges Bank. Det norske finansielle systemet 2022. 1. juli 2022. <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/det-norske-finansielle-systemet/2022-dnfs/innhold/> hentet 17. november 2022.
- Norse Atlantic (2021) Norse Atlantic ASA. «Norse Atlantic ASA: Publication of Information Document.» (2021) <https://newsweb.oslobors.no/message/529909> hentet 27. september 2022.
- Norwegian Block Exchange AS (2021) Norwegian Block Exchange AS. «Publication of Information Document.» (2021) <https://newsweb.oslobors.no/message/549261> hentet 27. september 2022.

- Pryme (2021) CRC Holding B.V/Pryme B.V. «Publication of Information Document». (2021) <https://newsweb.oslobors.no/message/524944> hentet 27. september 2022.
- Skallerud (2021) Skallerud, Gry Evensen. «Karnov lovkommentar til verdipapirhandelloven.» I Lovdata Pro (2021) hentet 15. september 2022.
- Stordrange (2019) Stordrange, Caroline Bank. *Aksjeutsteders løpende informasjonsplikt og erstatningsansvar*. Oslo: Gyldendal, 2019.

Lover og forskrifter

- 1992 Lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven).
- 1998 Lov 17. juli 1998 nr. 56 om regnskap (regnskapsloven)
- 2007 Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
- 2007 Forskrift 29. juni 2007 nr. 867 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)
- 2015 Lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven)

Direktiver, forordninger og øvrig EU-/EØS-rett

- Directive 2001/34/EC Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities. [Opptaksdirektivet]

Regulation (EC) No. 1606/2002	Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards. [IFRS-fordningene]
Directive 2003/6/EC	Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [Markedsmissbruksdirektivet 2003 om innsidehandel]
Directive 2004/39/EC	Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC [MiFID I]
Directive 2004/109/EC	Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC. [Rapporteringsdirektivet for omsettelige verdipapirer]
Directive 2014/65/EU	Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. [MiFID II]
Regulation (EU) No. 596/2014	Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC. [Markedsmissbruksforordningen]

Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565	Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. [Kommisjonsforordningen]
Regulation (EU) 2017/1129	Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC. [Prospektforordningen]
Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253	Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms.
ESMA (2021a)	ESMA. «Public Statement. SPACS: prospectus disclosure and investor protection considerations.» (2021) https://www.esma.europa.eu/file/120226/download?token=s086WS7c hentet 27. september 2022.
ESMA (2021b)	ESMA. «Public statement – results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II suitability requirements» (2021) https://www.esma.europa.eu/document/public-statement-results-2020-common-supervisory-action-csa-mifid-ii-suitability hentet 22. september 2022.
ESMA (2021c)	ESMA. «Questions and Answers. On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediate topics.» (2021) https://www.esma.europa.eu/document/qas-mifid-ii-and-mifir-investor-protection-topics hentet 19. september 2022.

- ESMA (2022a) ESMA. «Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements.» (2022) <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-guidance-appropriateness-and-execution-only-requirements-under> hentet 25. oktober 2022.
- ESMA (2022b) ESMA. «Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements.» (2022) <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-mifid-ii-suitability-requirements-0> hentet 20. oktober 2022.
- CESR/10-293 CESR. «Questions & Answers. Understanding the definition of advice under MiFID.» (2010) <https://www.esma.europa.eu/document/question-and-answers-understanding-definition-advice-under-mifid> hentet 15. september 2022.

Forarbeider

- Ot.prp.nr.73 (1999–2000) *Om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven)*
- NOU 2006:3 *Om markeder for finansielle instrumenter. Gjennomføring av MiFID og transparency-direktivet. Innstilling II fra Verdipapirmarkedsløvetvalget*
- Ot.prp.nr.34 (2006–2007) *Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)*
- NOU 2017:1 *Markeder for finansielle instrumenter. Gjennomføring av MiFID II og MiFIR*
- Prop.77 L (2017–2018) *Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsløven mv. (MiFID II og MiFIR)*

Rettspraksis

- Rt. 2000 s. 679
- Rt. 2000 s. 1811

Rt. 2003 s. 400
Rt. 2012 s. 355
Rt. 2012 s. 1926
Rt. 2013 s. 388
HR-2020-475-A
LB-2022-5179
LG-2021-87342

Rundskriv, publikasjoner, tilsynsrapporter, vedtak og offentlige uttalelser fra Finanstilsynet

- Finanstilsynet (2008) Finanstilsynet. *Rundskriv 4/2008. Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter*. 12. februar 2008. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2008/sammensatte-produkter--endringer-i-forskrift-om-opplysningsplikt-ved-tilbud-om-kjop-av-sammensatte-produkter/>
- Finanstilsynet (2014) Finanstilsynet. *Merknader – endelig rapport. Norse Securities AS*, 16. mai 2014. Referanse 13/5227. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/brev/2014/merknader---endelig-rapport6/>
- Finanstilsynet (2016) Finanstilsynet. *Merknader – endelig rapport Swedbank Norge*. 16. mars 2016. Referanse 14/11926. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2016/merknader---endelig-rapport-swedbank-norge/>
- Finanstilsynet (2017a) Finanstilsynet. *Merknader – endelig rapport Forum Securities AS*. 07. februar 2018. Referanse 16/1838. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2017/merknader---endelig-rapport-forum-securities-as/>
- Finanstilsynet (2017b) Finanstilsynet. *Merknader – endelig rapport Comex Markets AS*. 12. oktober 2017. Referanse 16/1968.

- <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2017/merknader---endelig-rapport-comex-markets-as/>
- Finanstilsynet (2018a) Finanstilsynet. *Finanstilsynets merknader - endelig rapport etter stedlig tilsyn hos DNB Bank ASA Personmarked*. 20. april 2018. Referanse 17/1121. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2018/finanstilsynets-merknader---endelig-rapportetter-stedlig-tilsyn-hos-dnb-bank-asa-personmarked/>
- Finanstilsynet (2018b) Finanstilsynet. *Tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, Pioner Kapital AS*, 02. mai 2018. Referanse 17/3277. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/brev/2018/tilbakekall-av-tillatelse-til-a-yte-investeringstjenester/>
- Finanstilsynet (2019a) Finanstilsynet. *ESMA har offentliggjort retningslinjene «Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements»*, 10. januar 2019. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2019/esma-har-offentliggjort-retningslinjene-guidelines-on-certain-aspects-of-the-mifid-ii-suitability-requirements/>
- Finanstilsynet (2019b) Finanstilsynet. *Finanstilsynets strategi for perioden 2019-2022*, 29. januar 2019. Dokumentnummer 1/2019. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/3e71efd6ab814bee8d4773f656f5ccf2/finanstilsynets-strategi-2019-2022.pdf>
- Finanstilsynet (2019c) Finanstilsynet. *Tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester Jool Markets AS*. 22. mars 2019. Referanse 17/10291. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/brev/2019/tilbakekall-av-tillatelse-til-a-yte-investeringstjenester-jool-markets-as/>
- Finanstilsynet (2019d) Finanstilsynet. *Pålegg om retting Norse Securities AS*. 04. juni 2019. Referanse 17/11946.

- <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2019/palegg-om-retting-norse-securities-as/>
- Finanstilsynet (2019e) Finanstilsynet. *Merknader - endelig rapport fra stedlig tilsyn - Forum Securities AS*. 25. juni 2019. Referanse 18/1644. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2019/merknader---endelig-rapport-fra-stedlig-tilsyn---forum-securities-as/>
- Finanstilsynet (2020) Finanstilsynet. *Likelydende brev til verdipapirforetakene. Investeringer på Merkur Market*. Oslo: 2020, 29. oktober 2020. Referanse 20/12194. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/a35c093abadd47fea035b3cb48d164cd/investeringer-pa-merkur-market-29-oktober-2020.pdf>
- Finanstilsynet (2021a) Finanstilsynet. *Tilsynsrapport - Prize Capital Markets AS*. 20. januar 2021. Referanse 19/8745. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2021/tilsynsrapport---prize-capital-markets-as/>
- Finanstilsynet (2021b) Finanstilsynet. *Finansielt utsyn – juni 2021*, 02. juni 2022. Dokumentnummer 6/2022. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/de019705b5094a37ace5105e8b74b76d/finansielt-utsyn-juni-2021.pdf>
- Finanstilsynet (2021c) Finanstilsynet. *Opptak til handel av blankosjekkselskaper*, 03. juni 2021. Referanse 21/3209. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/f4a80ed380734417b13fdacfe5e71616/opptak-til-handel-av-blankosjekkselskaper.pdf>
- Finanstilsynet (2021d) Finanstilsynet. *Tilsynsrapport – Norse Securities AS*, 09. september 2022. Referanse 20/4410. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2021/tilsynsrapport---norse-securities-as/>

- Finanstilsynet (2021e) Finanstilsynet. *Finansielt utsyn – desember 2021*. 02. desember 2022. Referanse 14/2021. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/pressemeldinger/2021/finansielt-utsyn--desember-2021/>
- Finanstilsynet (2022a) Finanstilsynet. *Tilsynsrapport – Euronext Growth Oslo*, 20. januar 2022. Referanse 21/3436. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2022/tilsynsrapporten---euronext-growth-oslo/>
- Finanstilsynet (2022b) Finanstilsynet. *Rapport om tematilsyn – Euronext Growth*, 24. januar 2022. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2022/rapport-om-tematilsyn--euronext-growth/>
- Finanstilsynet (2022c) Finanstilsynet. *Årsrapport 2021*, 28. februar 2022. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/ab3632ff528546219fd12000ca5c143a/finansstilsynet-arsrapport-2021.pdf>
- Finanstilsynet (2022d) Finanstilsynet. *Tilsynsrapport – Invento Kapitalforvaltning AS*. 09. mars 2022. Referanse 20/9363. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2022/tilsynsrapport-invento-kapitalforvaltning-as/>
- Finanstilsynet (2022e) Finanstilsynet. *Tilsynsrapport – Multi Markets AS*. 06. april 2022. Referanse 20/4491. <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2022/tilsynsrapport---multi-markets-as/>
- Finanstilsynet (2022f) Finanstilsynet. *Finansielt utsyn – juni 2022*, 08. juni 2022. Dokumentnummer 6/2022. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/cc48b99518224250a3061db2e40c094d/finansielt-utsyn-juni-2022.pdf>

Privates regelverk - Opptaksregelverk til Euronext Growth og Oslo Børs

- Euronext (2020a) Euronext. *Euronext regelbok. Bok I: Harmoniserte Regler*. (09. november 2020). https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-11/Harmonised%20Rule%20Book_NO.pdf hentet 23. november 2022.
- Euronext (2020b) Euronext. *Notis 3.4: Prosedyrer, dokumentasjonskrav og tidsplan for søknad om opptak til handel av aksjer på Oslo Børs / Euronext Expand*, (30. november 2020). <https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-02/Notis%203.4%20-%20Prosedyrer%20for%20opptak%20til%20handel%20av%20Aksjer.pdf> hentet 22. oktober 2022.
- Euronext (2022a) Euronext. *Oslo Regelbok II – utstederregler*. (01. mars 2022) <https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-06/Oslo%20Regelbok%20II%20-%20Utstederregler%20%28Norwegian%20version%29.pdf> hentet 21. oktober 2022.
- Euronext (2022b) Euronext. *Euronext Growth Markets Regelbok. Del 1: Harmoniserte regler*. (01. april 2022) https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-03/Euronext_Growth_NO_Clean01042022.pdf hentet 27. september 2022.
- Euronext (2022c) Euronext. *Euronext Growth Oslo Regelbok – Del II*. (09. mai 2022) <https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-06/Euronext%20Growth%20Regelbok%20-%20Del%20II%20-%20Euronext%20Growth%20Oslo%20%28Norwegian%20version%29.pdf> hentet 27. september 2022.

Euronext (2022d) Euronext. Notice 2.2: Procedures, documentation requirements and timetable for applying for admission to trading of shares on Euronext Growth Oslo. (09. mai 2022). <https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-06/Notis%202.2%20-%20Prosedyrer%20for%20opptak%20til%20handel%20av%20Aksjer%20%28Norwegian%20version%29.pdf> hentet 22. oktober 2022.

Euronext (2022e) Euronext. Notice 2.3 – Content Requirement and checklist for information document. (09. mai 2022) <https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-06/Notice%202.3%20-%20Content%20requirements%20and%20checklist%20for%20Information%20Document.pdf> hentet 06. oktober 2022.

Avgjørelser avsagt av Etisk Råd samt standarder utarbeidet av Verdipapirforetakenes Forbund

Verdipapirforetakenes Forbund (2002) Verdipapirforetakenes Forbund. *Grensen mellom megling og aktiv forvaltning*. (2002). Sist revidert 11. september 2018. <https://www.vpff.no/bransjenormer/grensen-mellom-megling-og-aktiv-forvaltning> hentet 01. november 2022.

Verdipapirforetakenes Forbund (2022) Verdipapirforetakenes Forbund. *Egenskaper og risiko knyttet til finansielle instrumenter*. (2022) Sist revidert 22. juli 2022. <https://www.vpff.no/bransjenormer/egenskaper-og-risiko-knyttet-til-finansielle-instrumenter> hentet 21. november 2022.

Etisk Råd sak nr. 2015/1 Etisk Råd. Sak 2015/1 Nordic Securities AS. <https://www.vpff.no/files/2015-1.pdf> hentet 04. oktober 2022.

Etisk Råd sak nr. 2015/5 Etisk Råd. Sak 2015/5 Nordic Securities AS. <https://www.vpff.no/files/2015-5.pdf> hentet 04. oktober 2022.