

Investeringsrådgiverens opplysningsplikt ved salg av sammensatte spareprodukter



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 638
Leveringsfrist: 25.04.12

Til sammen 16 224 ord

23.04.2012

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema, aktualitet og problemstilling	1
1.2	Avgrensninger	2
1.3	Rettskilder	4
1.3.1	Lov, forarbeider og forskrifter	4
1.3.2	Direktiver – EU lovgivningen	5
1.3.3	Praksis	6
1.4	Skillet mellom offentligrettslige og privatrettslige regler	8
1.5	Den videre fremstilling	10
<u>2</u>	<u>DEN RETTSLIGE PLASSERING AV PRODUKTET ETTER VERDIPAPIRHANDELLOVEN</u>	<u>11</u>
2.1	Begrepsavklaring av sammensatte spareprodukter	11
2.2	Er sammensatte produkter et finansielt instrument?	13
2.3	Hva menes med begrepet ”investeringsrådgivning”?	15
<u>3</u>	<u>AKTØRENE I MARKEDET</u>	<u>17</u>
3.1	Verdipapirforetak, herunder rådgivere	17
3.2	Kundene	18
<u>4</u>	<u>ANSVARSGRUNNLAGET</u>	<u>20</u>
4.1	Innledning	20

4.2	Det ulovfestede profesjonsansvar	20
4.2.1	Den yrkesrelaterte norm	20
4.2.2	Er profesjonsansvaret et ansvar i eller utenfor kontrakt?	21
4.2.3	Er profesjonsansvaret et culpaansvar?	22
4.2.4	Hvilke krav oppstilles i den alminnelige aktsomhetsnormen?	25
4.3	Sammenhengen mellom ansvarsgrunnlaget og vphl. § 10-11	30
5	<u>KRAVET TIL ”GOD FORRETNINGSSKIKK”</u>	32
5.1	Kravet til ”god forretningsskikk” etter vphl. § 10-11	32
5.2	Hvilke krav ligger i ”egnethetstesten” for sammensatte produkter?	34
5.2.1	Vilkår 1: “I samsvar med kundens investeringsmål”	36
5.2.2	Vilkår 2: “Finansielt i stand til å håndtere risikoen”	38
5.2.3	Vilkår 3: “Nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen”	39
5.3	De enkelte opplysningsplikter etter loven og forskriftene	42
5.3.1	Hvilke krav stilles til opplysninger om risiko og avkastning?	44
5.3.2	Hvilke krav stilles til opplysninger om omkostninger og gebyrer?	48
5.3.3	Hvilke krav stilles til opplysninger der produktet er lånefinansiert?	50
5.3.4	Sammenfatning: Hvordan får de offentligrettslige detaljreglene betydning i privatrettslig erstatningsvurdering?	52
6	<u>LOGNVIK-SAKEN</u>	54
6.1	Vurdering av Høyesteretts avgjørelse	54
6.2	Har problemene i Lognvik-saken og liknende tilfeller blitt løst med nytt regelverk?	59
7	<u>AVSLUTTENDE BEMERKNINGER</u>	67
8	<u>KILDEHENVISNINGER</u>	68
8.1	Lovregister	68

8.2 Forarbeider	68
8.3 Forskrifter	68
8.4 Direktiver	69
8.5 Rettspraksis og nemndspraksis	69
8.5.1 Høyesterettspraksis	69
8.5.2 Underrettspraksis	69
8.5.3 Nemndspraksis- Finansklagenemda	70
8.6 Myndighetspraksis- Finanstilsynet	70
8.6.1 Brev	70
8.6.2 Rundskriv	71
8.6.3 Pressemeldinger	71
8.7 Bransjepraksis	72
8.8 Juridisk litteratur	73

1 Innledning

1.1 Tema, aktualitet og problemstilling

Avhandlingens tema er investeringrådgiverens opplysningsplikt ved salg av sammensatte spareprodukter til ikke- profesjonelle kunder.

Temaet er svært aktuelt i dag, da det fra begynnelsen av 2000-tallet har blitt solgt store mengder av disse produktene til alminnelige privatpersoner. Flere feilslåtte investeringer ligger nå til behandling i klagenemnden og rettsapparatet, og for første gang i år har en sak om produktene blitt behandlet av Høyesterett.

De sammensatte produktene har blitt ansett for å være uansvarlig å selge til ikke-profesjonelle investorer. Å selge disse produktene har blitt hevdet i noen tilfeller å være i strid med verdipapirforetakets plikt til å utøve sin virksomhet i samsvar med kravet til ”god forretningsskikk”.¹

Gjennom Norges samarbeid med EU ble det foretatt en revisjon av verdipapirhandelloven.² Lovendringen medførte at investeringsrådgivning ble konsesjonsbelagt og underlagt kontroll av Finanstilsynet. Med dette har myndighetene skjerpet verdipapirforetakets plikter i virksomheten. Verdipapirforetakene har etter endringene i regelverket blitt nøye kontrollert gjennom krav og pålegg, advarsler og i verste fall har det resultert i inndragelse av konsesjon til å yte investeringstjenester.³

¹ Det har vært kritikk fra flere hold, særlig fra Finanstilsynet. Deres uttalelser drøftes nærmere i kapittel 5.

² Verdipapirhandelloven av 29 juni 2007 nr. 75 erstatter lov 19 juni 1997 nr. 79

³ Se pkt. 1.4.

Loven regulerer i utgangspunktet forholdet mellom myndighetene og verdipapirforetakene (heretter foretakene), og vil ikke få direkte anvendelse hvor investeringsrådgiveren (heretter rådgiveren) har opptrådt erstatningsbetingende overfor en kunde.

Problemstillingen er hvilke opplysninger rådgiveren må gi ved salg av sammensatte spareprodukter til ikke- profesjonelle kunder, for å være i samsvar med det som betegnes som profesjonsansvaret for investeringsrådgivere.

Dette er et ulovfestet ansvar der grensene må trekkes i retts- og bransjepraksis. Sentralt i vurderingen er kravet til ”god forretningsskikk” som en rettslig standard, og som den lovfestede norm etter verdipapirhandelloven § 10-11. Ved å trekke paralleller til den offentligrettslige side av verdipapiriområdet, kan det gis retningslinjer for rådgiverens plikter i en erstatningsrettslig vurdering. Det er disse retningslinjene som avhandlingen har som mål å kaste lys over.

1.2 Avgrensninger

Det følger av langvarig rettspraksis og teori at det er tre kumulative vilkår som må være oppfylt for at den tapslidende skal kunne kreve erstatning. I tillegg til et ansvarsgrunnlag⁴, må kunden ha lidt et økonomisk tap, og det må foreligge årsakssammenheng mellom ansvarsgrunnlaget og tapet som ikke er for fjernt og avledet. Av hensyn til avhandlingens omfang vil det kun fokuseres på ansvarsgrunnlaget.

Erstatningen skal dekke kundens økonomiske tap, det vil si han skal stilles som om rådgivningen har vært aktsom, eller som om investeringen ikke hadde vært foretatt.⁵ Det avgrenses mot vurderingen av hvordan dette fastsettes.

⁴ Ansvarsgrunnlaget kan i alminnelighet være skyld (culpaansvar) eller ansvar på objektivt grunnlag.

⁵ Engh (2009) s. 88

Verdipapirhandelloven §10-11 gjelder generelt for verdipapirforetakets virksomhet. Besvarelsen vil fokusere på opplysningspliktene som følger av verdipapirhandelloven § 10-11 første til fjerde ledd, med videre anvendelse på kun investeringsrådgivning.

Det finnes mange ulike sparealternativer⁶ som kan tilbys en investor. Avhandlingen avgrenses til det som betegnes som sammensatte spareprodukter⁷, med en videre avgrensning til produktene aksjeindeksobligasjoner og bankinnskudd med aksjeavkastning. Dette er todelte spareprodukter der den ene delen er en obligasjonsdel eller et bankinnskudd, og den andre delen har et derivatelement som skal gi en avkastning i aksjemarkedet. Produktene vil forklares nærmere i pkt. 2.1.

Avhandlingen gjelder ikke-profesjonelle kunder, selv om problemstillingen også kan være aktuell for profesjonelle investorer. Denne avgrensningen er valgt fordi produktene i det vesentlige har vært kritisert i forbindelse med salg til privatpersoner.

De privatrettslige virkningene av brudd på opplysningsplikter kan også følge av andre regler, for eksempel en mangelsvurdering etter kjøpsloven. Besvarelsen avgrenses til det som kan utledes av verdipapirhandelloven.

I noen tilfeller må det skilles mellom selger av finansielle instrumenter og leverandør/ produsent av produktene, Dette kan ha betydning i vurderingen av hvilke krav kunden kan gjøre gjeldende dersom rådgiver ikke har oppfylt sine plikter.⁸ Det forutsettes i det følgende at verdipapirforetaket både produserer og selger produktene.

⁶ For eksempel sparing i fast eiendom, pensjonsforsikringer vanlig banksparing, fondssparing m.m.

⁷ Sammensatte produkter kan også betegnes som ”strukturerte” og ”garanterte” spareprodukter

⁸ Engh (2009) s. 20

1.3 Rettskilder

Den privatrettslige vinklingen av temaet innebærer at ansvarsgrunnlaget i hovedsak vil være basert på ulovfestet rett. For å klargjøre dette innholdet er det flere ulike kilder fra verdipapirrettens område som kan være av relevans for vurderingen.

1.3.1 Lov, forarbeider og forskrifter

Verdipapirhandelloven

Verdipapirhandelloven (heretter vphl.) bygger på EUs direktiv om markedet for finansielle instrumenter (MiFID), se punkt 1.3.2. Den erstatter den tidligere loven av 1997, som igjen fulgte av ISD direktivet⁹. Bestemmelsen i lovens § 10-11 om god forretningsskikk har blitt mer omfattende og detaljert sammenliknet med den forrige lovens § 9-2.

Loven er som nevnt i pkt. 1 av offentligrettslig art, det vil si at den gjelder myndighetenes regulering av verdipapirforetakene.¹⁰ Bestemmelsene kan likevel ha betydning for forholdet mellom rådgiveren og kunden. Dette blir nærmere forklart i pkt. 1.4.

Forarbeider

De viktigste forarbeidene til loven er Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) “ lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder”, og NOU 2006: 3 ”Om markeder for finansielle instrumenter ”.

Forarbeidene kan benyttes til å utfylle områder hvor det ikke fremgår klart av lovteksten

⁹ Direktiv 93/22/EØF. Bestemmelsen om god forretningsskikk fulgte av artikkel 11

¹⁰ Se blant annet TOSLO-2009-13966 : ”Verdipapirhandellovgivningen består hovedsakelig av offentligrettslige krav til verdipapirforetakene ”.

hvordan en bestemmelse er å forstå. De kan også gi føringer på hvordan det er søkt å oppfylle Norges forpliktelser ved innføringen av de relevante EU direktivene.

Forskrifter

I verdipapirforskriften (heretter vpf.) av 29 juni 2007 nr 876, kapittel 10, finner man detaljerte regler som utdyper hva som ligger i kravet til god forretningsskikk etter vphl. § 10-11.

Av relevans er også ”forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter” (heretter forskriften for sammensatte produkter) av 25 september 2006 nr. 1317.¹¹ Hjemmel for forskriften er finansieringsvirksomhetsloven § 2-11 annet ledd. Det ble foretatt endringer i forskriften i 2008, som har hatt stor betydning for et sammenhengende regelverk for produktene. Dette skal forklares nærmere i pkt. 2.2.

1.3.2 Direktiver – EU lovgivningen

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)¹² er som nevnt bakgrunnen for lovrevisjonen av verdipapirhandelloven. Innføringen av direktivet begrunnes i lojalitetsprinsippet som er nedfelt i EØS avtalens artikkel 7. Gjennom Norges EØS-medlemskap påhviler det en forpliktelse til å innføre relevante EU rettsakter i norsk rett.¹³

Direktivet regulerer rammene for verdipapirforetak og investeringsvirksomhet, og medførte blant annet at investeringsrådgivning ble konsesjonsbelagt. Et særlig viktig formål med MiFID reglene var å øke investorbekyttelsen.¹⁴

¹¹ FOR-2006-09-25 nr.1317

¹² Direktiv 2004/39/EF

¹³ Myklebust (2011) s.76

¹⁴ Se fortalen til MiFID avsnitt 2 og 31

I forhold til nasjonal rett har norske myndigheter hatt lite spillerom ved implementeringen. Dette begrunnes med at det er et fullharmoniseringsdirektiv, det vil si at de skal gjennomføres i sin helhet uten at det er strengere eller avvikende krav internt i den enkelte medlemsstat.¹⁵

Ved tolkningen anvendes presumsjonsprinsippet¹⁶, det vil si at innholdet i norsk rett skal tolkes slik at det samsvarer med Norges EU forpliktelser. Ved dette vil også MiFID reglene veie tyngst dersom det skulle foreligge motstrid med nasjonale regler.

Dette har en indirekte betydning for ansvarsvurderingen, idet regelverket presumeres å være i samsvar med EU retten. Imidlertid vil dette også sette en grense for hvor langt man kan gå i å pålegge plikter som ikke følger av lov og forskrifter.¹⁷

1.3.3 Praksis

Rettspraksis

Det er begrenset med rettspraksis om salg av sammensatte produkter. Den første Høyesterettsavgjørelse om produktene skal behandles særskilt.¹⁸ I forhold til profesjonsansvaret er det noe underrettspraksis som kan gi føringer.

Avgjørelser der andre grunnlag har vært påberopt vil benyttes, siden de gi kan retningslinjer for hvordan profesjonsansvaret bør vurderes.

¹⁵ Se Ot.prp. (2006-2007) s. 32 og MiFID artikkel 19 (10)

¹⁶ Uttalelse om prinsippet i blant annet i Rt. 2000 s. 1811 ”Finanger”: punkt III nr.1.

¹⁷ Rt. 2000 s. 1811 ”Finanger”: Dommen gjaldt en skadelidt som hadde sittet på med en alkoholpåvirket sjåfør. Spørsmålet var om de strenge norske regler om erstatningsbortfall etter bilansvarsloven skulle anvendes, eller de mildere EØS reglene. Retten uttalte at det var en lovgiveroppgave å bringe loven i overensstemmelse med EU retten. Skadelidte vant senere frem i sitt søksmål mot staten for manglende gjennomføring av direktivene.

¹⁸ Se kap. 6

Kontrollorgan: Finanstilsynet

Finanstilsynet er et selvstendig styringsorgan som overvåker det finansielle markedet.¹⁹ Det skal sikre stabilitet mellom partene, slik at aktørene kan stole på de finansielle avtaler de inngår. Relevante kilder er rundskriv, offentlige brev og pressemeldinger.

Uttalelser i forbindelse med sammensatte produkter vil tillegges betydning i avhandlingen, siden foretaket som regel retter seg etter disse uttalelsene. Dette vil igjen ha innflytelse på hvordan den enkelte rådgiver opptrer overfor kunden.

Tvisteløsningsorgan: Finansklagenemnda

Finansklagenemnda er de ikke-profesjonelle aktørenes klageorgan i saker på rettsområde for bank og finans, og verdipapirer. De skal løse uenigheter som kan oppstå mellom partene om finansielle tvistes spørsmål. Deres avgjørelser er imidlertid kun rådgivende.²⁰

Derimot kan prinsipputtalelser være veiledende, særlig på de områder hvor det følger en fast og bestemt praksis i forhold til et spørsmål. En annen viktig grunn til å gi avgjørelsene vekt er hvor uttalelsene fra nemnda blir fulgt av aktørene i bransjen.²¹ I praksis gjør de ofte det, og i slike tilfeller er det særlig grunn til å vektlegge avgjørelsene.

Bransjepraksis

Når man skal finne ut hva som ligger i ”god forretningsskikk”, står hensynet til ”god skikk” i bransjen sentralt i vurderingen. Dette viser til normer som befinner seg utenfor rettsystemet, og som belyser de forventningene partene har innarbeidet i bransjen. De vil gi gode retningslinjer for hva som anses som godt faglig arbeid utført av en rådgiver. Disse

¹⁹ Deres virksomhet er forankret i finanstilsynsloven, og vphl. kap 15 og 16.

²⁰ Se ”Avtale om finansklagenemnda”, pkt. 4 nr. 6, www.finkn.no

²¹ Hagstrøm (2011) pkt. 2.5

normene er likevel ikke bindende for domstolene,²² for eksempel i de tilfeller der domstolen anser bransjepraksis som utilstrekkelig.

Særlig viktig er Norges Fondsmeglerforbund og de etiske normer²³ som blir fastsatt her, og ”De ti bud for god rådgivningsskikk” ved autorisasjonsordningen.²⁴

I forhold til profesjonansvaret vil “god skikk” normene ofte gi et “dobbel” grunnlag for å pålegge ansvar i erstatningssaker.²⁵

1.4 Skillet mellom offentligrettslige og privatrettslige regler

Den offentligrettslige siden gjelder rammevilkårene som myndighetene oppstiller for aktørene i markedet. Dette er regler om blant annet hvilke rettigheter og plikter foretakene har. Offentligrettslige rettsmidler er blant annet retting og pålegg, inndragelse av konsesjon²⁶ og strafferettslige følger, jfr. vphl. kap. 17.

På den privatrettslige siden er det verdipapirforetaket og kunden som er parter. Ved overtredelse av reglene kan kunden blant annet kreve at avtalen er ugyldig med grunnlag i avtl. § 33 eller § 36, eller erstatning for tapet som informasjonssvikten har medført, det som her omtales som profesjonsansvaret. Mindre følger kan også tenkes, for eksempel et prisavslag der kunden får tilbakebetalt deler av honoraret som er betalt for rådgivertjenesten.²⁷

Verdipapirforetakets brudd på plikter kan ha mange ulike virkninger, avhengig av om det er myndighetene eller kunden som retter krav mot foretaket.

²² Lødrup (2005) s.115

²³ <http://www.nfmf.no/Norwegian/Bransjenormer/>

²⁴ Autorisasjonsordningen ble etablert av Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH), Sparebankforeningen i Norge, Verdipapirfondenes forening og Finansforbundet, 5 januar 2009.

²⁵ ”Rådgiveransvar og ansvarsfraskrivelser” s. 649

²⁶ Se blant annet pressemelding 17/2008 og pressemelding 13/2012.

²⁷ Engh (2009) s. 86

Det er gjenstand for diskusjon hvorvidt rammeregelverket har privatrettslige konsekvenser for foretakene.²⁸ Rammelovgivningen regulerer ikke direkte innholdet av avtalen mellom rådgiver og kunde, eventuelt hvilke konsekvenser brudd på reglene skal ha privatrettslig. Deler av EUs regelverk ligger i grensen mellom forvaltningsrett og kontraktsrett. Mange av reglene er bestemmelser som stiller krav til foretakets adferd i markedet som både direkte og indirekte skal verne interessene til brukere av tjenestene.²⁹ slik som vphl. § 10-11 gjør her.

Selvig legger til grunn at de krav som stilles til virksomheten, vil angi både rammer og bakgrunn for utformingen av de privatrettslige forhold det gjelder, og vil derfor i stor grad bli bestemmende for forholdet mellom kunden og rådgiveren.³⁰

Videre følger det av hans uttalelser:³¹

” Generelt gjelder nok at kontrakter som inngås på bakgrunn av den omfattende lovregulering av det livsforhold det gjelder, normalt bør bli tillagt rettsvirkning i samsvar med de forventninger med hensyn til sin rettsstilling i kontraktsforholdet som slik lovregulering gir kontraktspartene”.

Med dette er det forsvarlig å anta at mange av de offentligrettslige kravene som stilles til virksomheten kan anvendes på forholdet mellom rådgiveren og kunden. Dermed vil det som kan utledes av vphl. § 10-11 med tilhørende forskrifter, anvendes der det må legges til grunn at pliktene også gjelder rådgiverens forsvarlige opptreden.

²⁸ Disposisjon - Kjørven, Marte (2010)

²⁹ Selvig (2004) pkt. 5

³⁰ Selvig (2002) s.709-710

³¹ Selvig (2004) pkt. 6

Dette skal drøftes nærmere i behandlingen i kapittel 5, og støttes gjennom den praksis og de bransjenormer som foreligger ved vurderingen. I forhold til detaljreglene fastsatt i forskrift, vil det drøftes i hvilken grad hver disse kan få anvendelse i pkt. 5.3.4.

1.5 Den videre fremstilling

Oppgaven er delt inn i 7 kapitler. I kapittel 2 skal det gis en beskrivelse av sammensatte spareprodukter, produktenes plassering i forhold til verdipapirhandelloven og begrepet investeringsrådgivning. I kapittel 3 skal de sentrale aktørene i markedet presenteres.

Disse fremstillingene er nødvendig for å sette produktet i sammenheng med reglene på verdipapirrettens område. Drøftelsen vil vise at det har skjedd flere endringer i regelverket.

I kapittel 4 skal det redegjøres for det erstatningsrettslige ansvarsgrunnlag. Denne delen vil vise ansvarsvurderingen i sin alminnelighet, med videre anvendelse på investeringsrådgiveren.

Den mer konkrete lovanvendelse på produktene kommer ved drøftelsen av god forretningsskikk etter vphl. § 10-11 og de tilhørende forskrifter i kapittel 5. I denne delen skal det fokuseres på spesifikke opplysningskrav om sammensatte produkter. I slutten av kapitlet skal det drøftes i hvilken grad detaljreglene får anvendelse i erstatningsvurderingen.

Lognvik-saken skal vurderes i kapittel 6. Med utgangspunkt i denne saken skal det videre foretas en sammenlikning av reglene i dag med den tidligere rettstilstand.

I kapittel 7 er det en kort sammenfatning av de drøftelsene som er foretatt i avhandlingen.

2 Den rettslige plassering av produktet etter verdipapirhandelloven

2.1 Begrepsavklaring av sammensatte spareprodukter

Sammensatte spareprodukter kan forklares med å være et investeringsprodukt som er satt sammen av ulike typer finansielle instrumenter, gjerne med to eller flere komponenter. Dette er likevel kun et samlebegrep for slike produkter, og er ingen egendefinert investeringsform.³² Hvilke produkter som er mest relevante for denne sammenheng må derfor presiseres.

Finanstilsynet har gitt en definisjon av begrepet i forskriften om opplysningsplikt for sammensatte produkter § 2-2 bokstav a:

”Spareprodukter som er satt sammen av en obligasjonsdel og en derivatdel der kundens avkastning er knyttet til indekser eller andre nærmere definerte markedsvariabler... herunder aksjeindekserte obligasjoner og bankinnskudd med aksjeavkastning”. Disse omtales gjerne som kapitalbeskyttede eller kapitalgaranterte produkter.

De to vanligste produktene som skal behandles er aksjeindeksobligasjoner (AIO) og bankinnskudd med aksjeavkastning (BMA).

En AIO er et todelt produkt som består av en obligasjonsdel³³ og en derivatdel³⁴. Obligasjonsdelen skal være den som danner grunnlaget for en garantert avkastning for kunden, med lav risiko. Et BMA produkt er et liknende todelt produkt, men der hvor det som betegnes som den ”sikre” delen av pengene settes inn som et bankinnskudd. Derivatdelen skal gi avkastning utover dette garanterte beløpet. Den er gjerne en opsjon

³² Mjølhus (2010) s.111

³³ Med obligasjon menes et rentebærende verdipapir, dvs. et lånebevis, som har en rentebindingstid på mer enn ett år.

³⁴ Med derivat menes kontrakter eller rettigheter til oppgjør knyttet til underliggende referansestørrelser. Verdien av derivatet avledes av den fremtidige pris på det underliggende objekt som avtalen gjelder for, f.eks. aksje, obligasjon eller valuta.

knyttet til indekser relatert til for eksempel aksjemarkeder, valutamarkeder, rentemarkeder med flere.³⁵ Det er dermed opsjonene som skal sørge for en god avkastning for kunden.

Poenget med disse produktene er at det skal være mulig å oppnå noe av markedets avkastning, samtidig som produktet ”garanterer” at man får tilbake den delen man har investert dersom investeringen skulle få et negativt utfall ved utløpstiden.

Innskuddssummen skal være sikret ved at det er renteavkastningen av sparedelen som skal benyttes til å finansiere derivatdelen.

Det som har vært gjenstand for kritikk er hvordan produktene er solgt inn og misforstått av både rådgivere og kunder.³⁶ Mange er blitt anbefalt å ta opp lån for å investere ytterligere i produktene, uten at kundens betjeningsevne av de totale kostnadene har blitt tilstrekkelig undersøkt. Prospektene kan i mange tilfeller gi inntrykk av at investor får god avkastning i aksjemarkedet til samme risiko som banksparing.

Kritikken går videre ut på at ”garantidelen” man skal være sikret på å få tilbake, ikke alltid er så sikker som det kan fremstå under rådgivningsmøte. Det er særlig rundt tilretteleggermarginer (i realiteten ofte skjulte gebyrer) og omkostninger, og i de tilfellene produktet blir lånefinansiert, som gjør at det man anser som den sikre investeringen står i fare for å bli borte.³⁷

Sammensatte spareprodukter kan gi positive gevinster for kundene, men bare så lenge kostnadene ved investeringen står i et rimelig forhold til avkastningspotensialet og risikoen.

³⁵ Hagstrøm (2010) pkt. 3.5

³⁶ Mjølhus (2010) s.112

³⁷ En av begrunnelsene for at kundene fikk en negativ avkastning på sine investeringer, var nedgangen i aksjemarkedet på grunn av finanskrisen i 2008. Ved oppgangstider vil ikke dårlig kvalitet på rådgivningen bli like lett oppdaget.

2.2 Er sammensatte produkter et finansielt instrument?

Den juridiske definisjonen av finansielle instrumenter fremgår av vphl. § 2-2. Etter første ledd følger at ”med finansielle instrumenter menes omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater”, jfr. nr.1 til 4. De ulike definisjonene av disse fremgår av vphl. § 2-2 annet til femte ledd.

Av relevans er omsettelige verdipapirer, som defineres som ”verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet”, jfr. vphl. § 2-2 annet ledd, og derivater.

Det kan derimot ikke utledes direkte av lovteksten at sammensatte produkter omfattes. Det overordnede spørsmål blir dermed om både AIO og BMA produkter omfattes av denne definisjonen.

Som redegjort for i pkt. 2.1 er sammensatte produkter en kombinasjon av to eller flere ulike finansielle instrumenter, som er satt sammen til ett produkt. Det har vært gjenstand for debatt om man skal vurdere det som et helhetlig produkt³⁸ eller om det skal deles opp i enkeltkomponenter. Finanstilsynets praksis har imidlertid lagt til grunn at man skal dele opp produktet³⁹, og dette utgangspunktet må antas å følges.

Av dette følger at sammensatte produkter må splittes opp i enkeltkomponenter der hver komponent må vurderes hver for seg i forhold til verdipapirhandelloven.

Finanstilsynet har lagt til grunn at derivatelementet i aksjeindeksobligasjoner omfattes av vphl. § 2-2 første ledd nr. 4.

³⁸ Motargumenter fra Finansnæringens hovedorganisasjon som ønsket å se de helhetlig som ett produkt.

³⁹ Finanstilsynets brev 25.september 2006

Det som tidligere har vært problematisk å fastsette, er om bankinnskudd er å anse som et finansielt instrument etter lovens ordlyd. Dette er isolert sett ikke et finansielt instrument da det ikke er et “omsettelig verdipapir”, jfr. § 2-2 første ledd nr.1.

Endringene i forskriften for sammensatte produkter i 2008⁴⁰ innebærer at verdipapirregelverket vil gjelde for finansinstitusjoner når disse gir råd og selger innskuddsbaserte sammensatte produkter, som blant annet bankinnskudd med aksjeavkastning, se forskriftens §1.

Med disse endringene vil regelverket for salg av bankinnskudd med aksjeavkastning være likt regelverket for salg av aksjeindekserte obligasjoner. Begrunnelsen for endringene var at produktene fremstod som like for kundene og ble utstedt i hovedsak av samme utstedere. Ulik regulering ville være uheldig og gi vilkårlige resultater for kundene.⁴¹

Forskriften for sammensatte produkter er gitt med hjemmel i finansieringsvirksomhetsloven § 2-11, og den gjelder derfor ikke for private verdipapirforetak. Spørsmålet blir derfor om forskriftens bestemmelser kan anvendes på verdipapirforetak når de formidler et innskuddsbasert, sammensatt spareprodukt som er utstedt av en finansinstitusjon.⁴²

Gode grunner taler for dette, blant annet et ønske om et helhetlig og forutsigbart regelverk. Det er de uheldige virkninger av vage opplysninger om produktet som skal fanges opp av forskriften, og da kan det ikke stille seg annerledes avhengig av om det er en annen tilbyder eller ulik sammensetning av produktet.

Konklusjonen er at sammensatte produkter er finansielle instrumenter i lovens forstand, uansett tilbyder og struktur på produktet.

⁴⁰ FOR 2008-02-12 nr.133

⁴¹ Rundskriv 4/2008

⁴² Ekeland (2009) pkt. 1.2.2. s.7 Jeg stiller meg bak hans drøftelse her.

2.3 Hva menes med begrepet ”investeringsrådgivning”?

Gjennom ny verdipapirhandellov ble investeringsrådgivning omfattet av begrepet investeringstjeneste, jfr. vphl. § 2-1 første ledd nr. 5. Det er et konsesjonskrav for å yte investeringstjenester, se mer om dette under i pkt. 3.1. Tidligere var investeringsrådgivning en såkalt ”tilknyttet tjeneste” som i seg selv ikke fordret konsesjon.⁴³

Etter vphl. §§ 2-1 første ledd femte punktum og 2-4 første ledd, er investeringsrådgivning definert som ”*personlig anbefaling* til kunde, på kundens eller verdipapirforetakets *initiativ*, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med investering i *bestemte* finansielle instrumenter”⁴⁴ (mine uthevninger).

Med “personlig anbefaling” avgrenses bestemmelsens anvendelsesområde mot generelle råd, som for eksempel en analyse som gis på bredere basis.⁴⁵

En problematisk avgrensning er det som omtales som tradisjonell mekling, eller mottak og utførelse av ordre på vegne av kunden, jfr. vphl. § 2-1 første ledd nr.1 og nr. 2. Dette skille vil ha betydning for kravet til god forretningsskikk, som er strengere ved investeringsrådgivning.

Skal det være tale om “personlig råd”, må rådgiveren vurdere kundens konkrete situasjon. Rådgiveren må da ha gått inn og vurdert kundens økonomiske forhold, og etter dette anbefalt et bestemt finansielt instrument. På den andre siden vil det ikke være investeringsrådgivning dersom rådgiveren kun viser til deres anbefalinger og gjør mer generelle betraktninger rundt det finansielle instrumentet.

Den nøyaktige grensedragningen mellom disse tilfeller må fastsettes gjennom praksis.⁴⁶

⁴³ Se verdipapirhandelloven av 1997, § 8-1 første ledd nr. 5.

⁴⁴ Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 4 nr 2 (4)

⁴⁵ Se Ot. prp. (2006-2007) s. 418

⁴⁶ Bergo (2008) s.142

Det er videre et vilkår at det skjer ”på kundens eller verdipapirforetakets initiativ”. Det er altså ikke avgjørende hvorvidt kunden selv har tatt kontakt eller om foretaket har oppsøkt kunden på eget initiativ. Tjenesten anses i begge tilfeller som investeringsrådgivning.⁴⁷

Med “bestemte finansielle instrumenter” avgrenses det mot generelle råd knyttet til ulike type grupper av finansielle instrumenter. Det må således være tale om spesifikke instrumenter knyttet typisk til en spesiell utsteder. Det vises til drøftelsen i pkt. 2.2 om definisjonen av disse etter vphl. § 2-2, der det ble konkludert med at sammensatte produkter er finansielle instrumenter.

⁴⁷ Ot.prp. (2006-2007) s. 51

3 Aktørene i markedet

3.1 Verdipapirforetak, herunder rådgivere

Etter vphl. § 2-3 første ledd er et verdipapirforetak et ”foretak som gir investeringstjenester på forretningsmessig basis”. Av vphl. § 9-1 første ledd⁴⁸, jfr. § 2-1 kan investeringstjenester som definert i pkt 2.3, bare ytes av foretak med en særskilt tillatelse gjennom konsesjon fra myndighetene.

I denne forbindelse er det to kategorier av verdipapirforetak som kan få denne tillatelsen. Dette er ”private” foretak og kredittinstitusjoner, jfr. vphl. § 9-8 første ledd. Med dette er de også underlagt tilsyn av myndighetene.⁴⁹

De som er “private” foretak utfører stort sett kun investeringstjenester. Med betegnelsen kredittinstitusjoner⁵⁰ menes “et foretak som kan motta innskudd eller andre tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten og yte lån”, jfr. vphl. § 2-3 annet ledd og finansieringsvirksomhetsloven § 1-5 tredje ledd. De utfører i tillegg banktjenester og annen finansieringsvirksomhet med tillatelse etter bank- og finanslovgivningen.

Før lovrevisjonen var det nødvendig for bankene å skille ut ytelse av investeringstjenester i egne foretak. Med det nye regelverket og kravet til konsesjonsplikt får de også en egen konsesjon til å yte investeringsrådgivning.

Konsesjon vil bare bli gitt der vilkårene for å yte investeringstjenester etter §§ 9-8 til 9-21 er oppfylt, jfr. § 9-1 annet ledd. Bestemmelsene inneholder blant annet krav til organisering, eiere, ledelse og kapitalforhold.⁵¹ Det er videre et vilkår at organiseringen av foretaket er av en slik art at det kan gjennomføres effektivt og betryggende tilsyn med

⁴⁸ Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 5 første ledd og artikkel 7 nr.1 annet ledd.

⁴⁹ Finanstilsynsloven §1 fastsetter hvilke foretak som er underlagt tilsyn

⁵⁰ Banker, finansieringsselskap, forsikringsselskaper, kredittforetak og andre institusjoner som yter lån omfattes av betegnelsen

⁵¹ Unntak følger av vphl. § 9-2

verdipapirforetaket. Utfyllende regler til dette følger av vpf. kap. 9.

Med ”forretningsmessig basis” vises det til hvorvidt virksomheten er egnet til å gi inntekter for tjenesteyteren. Virksomheten skal altså ha et økonomisk formål.

I forhold til de ansatte i verdipapirforetaket ble rådgiverne ved etableringen av autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere pålagt å bestå en test for å kunne utføre rådgivning.⁵² Alle finansbedrifter anbefales å slutte seg til denne ordningen, da den søker å kvalitetssikre tjenestene som foretakene tilbyr.

3.2 Kundene

Avhandlingen omhandler som sagt de ikke- profesjonelle kundene. Det er ikke gitt noen definisjon av disse etter verdipapirhandelloven. Verdipapirforskriften legger imidlertid opp til en klassifisering av kunder etter vpf. §§ 10-1 til 10-7.

Et verdipapirforetak skal kategorisere kundene ut i fra blant annet kunnskapsnivå, erfaring og engasjement, jfr. vpf. § 10-1 første ledd. Etter denne bestemmelsen skal en kunde klassifiseres som ikke- profesjonell, profesjonell eller kvalifisert motpart, jfr. første ledd i bestemmelsen bokstav a til c. En kvalifisert motpart er en undergruppe av de profesjonelle kundene, jfr. vpf. § 10-2.

Det er gitt en definisjon av profesjonelle, jfr. vpf. § 10-2. De ikke- profesjonelle kundene blir negativt avgrenset i forskriften. Begrepet vil omfatte alle kunder som ikke faller inn under definisjonen av profesjonelle kunder.

⁵² www.autorisasjonsordningen.no

Klassifiseringen er av betydning for informasjonspliktene etter vphl. § 10-11. I hvilken kategori en kunde er klassifisert vil derfor være viktig i noen av de sammenhenger som drøftes under kapittel 5.

Loven pålegger dermed de ansatte i foretaket til å nærmere vurdere den enkelte kunde ut i fra en forhåndsklassifisering.

I forhold til ansvarsvurderingen må imidlertid grensen presiseres nærmere, med bakgrunn i at det kan foreligge forskjellige grader av ”ikke-profesjonelle” kunder. En ikke-profesjonell kan for eksempel være alt fra en ungdom uten noe tidligere erfaring med sparing, til en eldre person som har fulgt med i aksjemarkedet i mange år. Omfanget av opplysningsplikten kan variere mellom disse, men dette legger loven opp til som en skjønnsvurdering på foretakets side.⁵³

Det blir trukket egne grenser i rettspraksis ved ansvarsvurderingen og omfanget av opplysninger som må kreves innenfor den enkelte kundekategori.⁵⁴ Det legges blant annet vekt på at verdipapirhandel er et spesialområde som også stiller krav til den som ønsker å delta i det. Dette er uavhengig av om det er i privat interesse eller om man handler i næringsvirksomhet. Hvor langt opplysningsplikten strekker seg, beror på en helhetsvurdering i den enkelte sak. Det er kundens investeringserfaring som tillegges vekt.

Dette må også ses i sammenheng med de ulike momenter som oppstilles i 4.2.4, siden dette blir et viktig element i vurderingen av om rådgiveren har vært så aktsom som han i sin stilling er pliktet til.

⁵³ Nærmere om dette i kap.5

⁵⁴ Se blant annet LF-2010-16348: “ Lagmannsretten finner at Tvette Holding AS v/ Tore Tvette helt klart må betraktes som en erfaren investor. Dette får blant annet betydning i forhold til spørsmålene om selskapets undersøkelsesplikt og i relasjon til profesjonsansvaret ved finansiell rådgivning”.

4 Ansvarsgrunnlaget

4.1 Innledning

Ved brudd på de krav en kunde kan stille til foretaket, har kunden ulike forføyningsmuligheter, som nevnt i pkt.1.4. Det er erstatning etter profesjonsansvaret som skal behandles i det følgende.

4.2 Det ulovfestede profesjonsansvar

4.2.1 Den yrkesrelaterte norm

Ved kontrakter som er inngått i næring tar man utgangspunkt i en profesjonell vurdering ved spørsmålet om kontrakten er oppfylt på riktig måte, jfr. Rt. 1988 s.7 og Rt. 1989 s. 1318. Det er et skjerpet ansvar for profesjonelle parter der det foreligger feil eller forsømmelse under utførelsen av et yrke. Yrkesutøveren må ha de kvalifikasjoner som er vanlige for det yrket som vedkommende utøver. Med tiden må yrkesutøveren sørge for å holde de faglige kunnskapene ved like.⁵⁵

Med dette har ikke betegnelsen ”profesjonsansvar” i seg selv noe konkret innhold, men det kjennetegner en situasjon hvor det er argumenter for å pålegge et strengere ansvar.

Innholdet i handlingsnormen vil variere med hvilken profesjon det er tale om. De faglige forventningene må fastlegges ut i fra bransjens standard. Felles for alle er imidlertid at det stilles opp en faglig norm som det forsvarlig skal leves opp til.⁵⁶ Det er avviket fra denne forsvarlige yrkesutøvelse som kan utløse erstatningsansvar.

⁵⁵ Nygaard (2007) s. 484

⁵⁶ Lødrup (2005) s.130

Handlingsnormen vil ofte være nedfelt i lov eller bransjebestemte retningslinjer.⁵⁷ I mangel på dette vil det i mange tilfeller være mulig å finne en sedvanemessig bransjenorm for god skikk.⁵⁸ I dette tilfelle er det den rettslige standarden for ”god forretningsskikk”.

Rolleforventningen til den profesjonelle gir veiledning om hvor strengt kravet til aktsomhet må være.⁵⁹ Den inneholder en forventning om hva han som profesjonell skulle gjort for å unngå tapet. I prinsippet er det ikke godt nok å legge profesjonens praksis til grunn som en avgjørende norm, det må avgjøres ut i fra den enkelte sak.⁶⁰

Ansvar kan foreligge hos den som rådet om investeringen, eller verdipapirforetaket gjennom reglene om arbeidsgiveransvar, jfr. skadeerstatningslovens § 2-1.⁶¹

4.2.2 Er profesjonsansvaret et ansvar i eller utenfor kontrakt?

Det er vanlig etter norsk rett å skille mellom erstatningsregler i og utenfor kontrakt. Ansvar utenfor kontrakt er en del av den alminnelige erstatningsretten, mens ansvar i kontrakt er en del av obligasjonsretten. Det er betydelige forskjeller mellom disse, blant annet med hensyn til medhjelperansvar og foreldelsesregler. Erstatning i kontrakt vil ofte være et rent formuesmessig tap. I den alminnelige erstatningsretten er hovedområdet skade på for eksempel personer eller ting.

Informasjonsansvar ligger i grensen mellom disse to erstatningstypene, ved at det foreligger et ansvar for å ha villedet den andre part.⁶² Spørsmålet er hvilken side av denne grensen man skal legge profesjonsansvaret for investeringsrådgivning.

⁵⁷ Truyen (2007) pkt. 3.1

⁵⁸ Truyen (2007) pkt. 3.1

⁵⁹ Nygaard (2007) s.195

⁶⁰ Nygaard (2007) s.195

⁶¹ Uttalt blant annet i RG-2008-1362

⁶² Hagstrøm (2011) kap. 19. 1 s. 467

Vurderingen av hvorvidt en investor har blitt villedet er på mange måter lik vurderingen i den alminnelige erstatningsretten. Kunden har blitt påført “en skade” ved at rådgiveren ikke gav tilstrekkelige opplysninger til kunden, eller opplysningene var villedende.

Det som taler for ansvar i kontrakt er at det er en partsrelasjon som blir dannet i forkant gjennom en inngåelse av avtale for anskaffelse av produktet. Dette kommer frem gjennom alle skriftlige dokumenter, brosjyrer og prospekter som har vært motiverende for kundens investeringsvalg under rådgivningsmøte.

Ved en feilslått investering har det oppstått et formuestap for kunden. En motsetning til dette er for eksempel i legeprofesjonen, der det ofte har oppstått en personskade. For håndverkere er det gjerne en skade på ting. Det er i slike tilfeller deliktsansvarets grenser er mer fremtredende.

Profesjonsansvaret for investeringsrådgivning er derfor et ansvar i kontrakt.

4.2.3 Er profesjonsansvaret et culpaansvar?

Det generelle utgangspunkt i et kontraktsforhold er at det må foreligge uaktsom opptreden for å pålegge et erstatningsansvar, og dette utgangspunktet kommer til anvendelse for alle kontraktstyper.

Ansvarsvurderingen ved profesjonsansvaret utgår vanligvis fra en ”omsorgsbedømmelse” som likner den utenom kontraktuelle culpabedømmelse.⁶³ I omsorgsplikten ligger at kundens interesser skal ivaretas på best mulig måte.

Den profesjonelle vurderingen av kontrakter inngått i næringsvirksomhet anses imidlertid

⁶³ Korling (2010) s. 244

som strengere enn den alminnelige aktsomhetsnorm.⁶⁴ Det foreligger faglige forventninger til rådgiveren og som må vurderes etter bransjens normer og profesjonens standarder.⁶⁵

For ansvar i kontrakt kan det spørres om kontrollansvaret er tilstrekkelig for å fastsette et erstatningsrettslig ansvarsgrunnlag. Kontrollansvaret har stadig vokst frem på kontraktsrettens område, og av noen hevdes det å ha tatt over for det alminnelige kontraktsrettslige culpaansvar.⁶⁶

Virkningen av dette vil være et svært skjerpet krav til aktsomhet ved profesjonsutøvere, der yrkesutøveren ikke trenger å ha opptrådt klanderverdig for at ansvar kan pålegges. Det vil her si at det er tilstrekkelig med en objektiv vurdering av om foretaket er nærmest til å bære risikoen for at investeringen slo feil for kunden.

Det oppstilles et skille mellom innsatsforpliktelser og resultatforpliktelser.⁶⁷

Innsatsforpliktelser betegnes gjerne som omsorgsforpliktelser, og går ut på å gjøre en faglig god innsats. Ved resultatforpliktelser er vedkommende pliktet til å frembringe et bestemt resultat.

Dersom investeringsrådgivning anses som en resultatforpliktelse, vil rådgiveren ha en oppfylleelsesplikt i forhold til kundens forventninger. Avkastningen man får av produktet er avhengig av markedet, se pkt. 4.2.4. Det vil lede til urimelige resultater å pålegge verdipapirforetaket en slik risiko.

Rådgiveren har som nevnt en omsorgsforpliktelse, og med denne påtar han seg kun å dra rimelig omsorg for kundens interesser. Dette er mer nærliggende å anse som en innsatsforpliktelse.

⁶⁴ Hagstrøm (2011) s. 469

⁶⁵ Hagstrøm (2011) s. 469

⁶⁶ I teorien er det diskutert om vi går mot et allment kontrollansvar i kontraktsretten, Hagstrøm (2011) s.130 og 521 flg.

⁶⁷ Hagstrøm (2011) pkt. 6.1.2 s.126 flg.

Investeringsrådgivning er dermed et culpaansvar med en profesjonell aktsomhetsvurdering.

Hvor mye som skal til for å pålegge ansvar for de enkelte av rådgiveres plikter vil imidlertid avhenge av både en objektiv og en subjektiv vurdering⁶⁸.

Den objektive vurderingen vil være en konkret vurdering av hans faglige arbeid under utførelsen av yrket. Dette omfatter både unnlater og faktiske handlinger hos rådgiveren. Det er ofte de krav og plikter man kan utlede av bransjens normer og lovverket for den aktuelle profesjon.

Den subjektive vurderingen skal fastslå at rådgiveren kan pålegges skyld for en handling eller unnlattelse. Rådgiveren må i likhet med den alminnelige culpabedømmelse være å bebreide for feilen eller forsømmelsen. Det må være en kritikkverdig atferd før det kan bli tale om et erstatningsansvar. I utgangspunktet er simpel uaktsomhet tilstrekkelig, ettersom det foreligger et skjerpet ansvar for profesjonelle utøvere.

Selv om skyldvurderingen gjelder individuelle forhold hos rådgiveren, vil ikke personlige forhold hos rådgiveren tillegges vekt i vurderingen⁶⁹. Dette fordi han har trådt inn i rollen i en profesjon, og for eksempel manglende kompetanse er da uten betydning som fritaksgrunn. På denne måten er culpanormen objektivisert til en viss grad.⁷⁰ Den som påtar seg en større oppgave enn vedkommende mestrer, kan ikke unnskylde seg med manglende innsikt i situasjonen.⁷¹

Det er heller et spørsmål om det foreligger en unnskyldelig villfarelse hos rådgiveren, og hvilke kunnskaper det forventes av han innenfor profesjonen.

⁶⁸ Hagstrøm(2010) pkt. 6.5.3

⁶⁹ Lødrup (2005) s.117

⁷⁰ Lødrup (2005) s.117

⁷¹ Kjønstad (2005) pkt. 4.

I forhold til opplysningsplikten, er det under det som omtales som den ”pedagogiske plikten” antatt at det ikke er tilstrekkelig at rådgiveren har vært sannferdig i sine opplysninger ved kompliserte spareprodukter.⁷² Han må videre ha gitt alle de opplysninger som er tilstrekkelig for at kunden skal kunne fatte en ”informert investeringsbeslutning”⁷³. Rådgiveren vil derfor ha en plikt til å tilrettelegge informasjonen på en forståelig og klar måte for kunden.⁷⁴

Selv om det er et strengt ansvar, er det rom for en viss kritikkverdig atferd, jfr. Rt. 2003 s. 400. Det vil si at ikke alle kritikkverdige forhold er tilstrekkelig til å pålegge et erstatningsansvar. Dette er et viktig utgangspunkt for alle de momenter som avhandlingen drøfter i det følgende.

4.2.4 Hvilke krav oppstilles i den alminnelige aktsomhetsnormen?

Problemstillingen her er hva som inngår i vurderingen av om profesjonsansvar kan pålegges.

4.2.4.1 Investorenes egen risiko

Det generelle utgangspunktet i norsk rett er at en investor i kapitalmarkedet er ansvarlig for sine egne investeringsbeslutninger.⁷⁵ En investor har et selvstendig ansvar for å sette seg inn i det produktet han velger å investere i.⁷⁶

⁷² Hagstrøm (2010) pkt. 2.3

⁷³ ”Informert investeringsbeslutning” er lovfestet i vphl. 10-11 første ledd som vil bli nærmere behandlet i pkt. Kap 5.

⁷⁴ Hagstrøm (2010) pkt. 2.3

⁷⁵ Prinsippet slått fast Rt. 1915 s. 265 og er fulgt i etterfølgende praksis, sist i Rt. 2012 s.355 ”Lognvik-saken”, se avsnitt 68 og kapittel 6.

⁷⁶ FINKN-2011-67

På lik linje med at personen vil ha glede av en positiv avkastning, må personen også tåle risikoen for et tap. Ved investeringer i verdipapirer vil det alltid foreligge en risiko for større eller mindre markedssvingninger.⁷⁷ Det er stort sett kun ved ren banksparing at man er sikret mot tap av kapitalen man har investert.

Investor har en plikt til å spørre hvis han ikke forstår hva investeringen innebærer. Dette er særlig viktig ved de sammensatte produktene, siden brosjyrer, prospekter og informasjon som blir gitt kan være svært omfattende.

Dette utgangspunktet kan imidlertid forlates der hvor rådgivningen har hatt særlige mangler, og investor har lagt vekt på dem i sin beslutning.⁷⁸ Det må derfor undersøkes hvilke typiske momenter som kan tillegges vekt for at den generelle hovedregel kan fravikes.

4.2.4.2 Vurderingen av foretakets ansvar

I aktsomhetsvurderingen vil utgangspunktet være de berettigede forventninger til partene som er blitt til gjennom avtaleforholdet.⁷⁹

En viktig avgjørelse i denne sammenheng er Rt. 2000 s. 679 “ Investa-dommen”, som er den grunnleggende prinsipielle dom ved erstatningsansvar for finansiell rådgivning. Her krevde en investor erstatning for tap ved å investere i obligasjoner utstedt av selskapet Investa på grunn av mangelfull rådgivning. Høyesterett uttalte følgende:

”... når det inngås avtale om finansiell rådgivning mellom en bank og en bankkunde, må kunden som alminnelig regel kunne kreve *høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning*. Ut fra dette fremstår det for meg som lite tvilsomt at Nordby hadde *en berettiget*

⁷⁷ LF- 2010- 16348

⁷⁸ Rt.2012 s. 355 ” Lognvik”, se avsnitt 68

⁷⁹ Rt. 1995 s. 1350

forventning om å motta oppdaterte og faglig baserte råd ..”(mine uthevninger).

Her slår Høyesterett fast det rettslige utgangspunkt for aktsomhetsvurderingen. Kunden vil ha forventninger om en kvalifisert og spesialisert kunnskap i møtet med rådgiveren.

Videre uttales det av Høyesterett :

“Banken må for dette formål ha en organisasjon som *fremskaffer nødvendig informasjon* til å oppfylle slike krav, som analyserer disse opplysninger ut fra *kundens behov*, og som bringer resultatene frem til de bankansatte som skal gjennomføre avtalene om rådgivning. De bankansatte som skal gi kundene råd, må *utvise en slik aktivitet* overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over *hvilken risiko* som til enhver tid er *knyttet til hans disposisjon. ...*” (mine uthevninger)

Her uttrykkes aktsomheten i forhold til de krav som må oppstilles innenfor yrkesutøvelsen. De må innehente den nødvendige informasjon, og fokusere på kundens behov.

Egnethetstesten som forklares nærmere under pkt. 5.4.1 kan hindre i fremtiden at mange uheldige investeringer foretas. Momenter som ble tillagt vekt av domstolene tidligere, vil ikke være like problematisk dersom denne testen er foretatt. Momenter som kan tenkes å inngå i egnethetsvurderingen vil likevel nevnes her, siden det må antas at de også har blitt ansett som ulovfestede krav. I tillegg kan det være tilfeller hvor denne testen ikke er utført tilstrekkelig.

De viktigste retningslinjene for ansvarsvurderingen skal først drøftes i forhold til rådgiveren og foretaket, og deretter i forhold til den enkelte kunde.

Konkrete krav og plikter hos rådgiveren og foretaket

Et brudd på de opplysningsplikter som følger av vphl. § 10-11 og ”forskrift for opplysninger om sammensatte produkter”, vil være et tungtveiende moment i vurderingen. I forhold til sammensatte spareprodukter er det spesielt opplysninger om kostnader, avkastningsmuligheter og risikoen knyttet til produktet som er av interesse for kunden. Disse opplysningspliktene vil derfor bli gjennomgått mer grundig i kapittel 5. Andre opplysninger kan også være relevante, blant annet produktets likviditet.⁸⁰

Bransjepraksis kan være relevant å ta i betraktning for å undersøke hva som normalt anses som aktsom utførelse av yrket. En vurdering her kan være om det foreligger brudd på normene omtalt som “De ti bud for god rådgivningsskikk”. Retningslinjene kan gi veiledning for hva som rammes av den ulovfestede uaktsomhetsregelen.⁸¹ Disse vil også brukes som støtte under drøftelsen i kapittel 5.

Videre har foretaket interne retningslinjer for egen opptreden i sine utførelser av profesjonen. Dersom det foreligger et brudd på en eller flere av disse retningslinjene, kan det være et sentralt moment i vurderingen.⁸²

I flere tilfeller har det blitt gitt et lån for å investere i et sammensatt spareprodukt. Finansinstitusjoner kan ha en plikt til å fraråde kunden fra å ta opp et lån hvor kunden ikke er i stand til å bære lånekostnadene jfr. finansavtl. § 47. Denne regelen får ikke direkte anvendelse på salg av finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven. Likevel kan den få anvendelse i de tilfeller en finansinstitusjon tilbyr et finansielt produkt, og det er knyttet usikkerhet til om produktet vil gi tilstrekkelig avkastning til å bære lånefinansieringen.⁸³

⁸⁰ Det vil si i hvilke grad produktet er omsettelig.

⁸¹ LG-2007-186965 og BKN 2002-116

⁸² LF -2010 -16348

⁸³ Hagstrøm (2010) pkt. 2.1

Foretaket må klargjøre sin dobbeltrolle som rådgiver og selger av finansielle produkter. Denne dobbeltrollen må ha vært kommunisert, jfr. Rt. 2001 s. 1702. Rådgiverne kan ofte ha en provisjonsbasert lønn, som må antas å være av betydning når rådgiveren tilbyr et produkt.⁸⁴

Det må stilles særlige krav til de ansatte i foretaket. Rådgiveren bør både ha den tilstrekkelige kompetanse selv, og ha kunnskap om markedet og de produktene som tilbys. Rådgiveren må som nevnt være høyt kvalifisert og spesialisert i sin rådgivning, jfr. Rt. 2000 s. 679. Foretaket bør ha kvalitetssikringsrutiner for å være sikre på at deres ansatte sitter inne med den nødvendige kompetanse.

En rådgiver bør ha kunnskaper om alternative investeringer, og ikke kun ha kompetanse knyttet til en investeringsmulighet⁸⁵. Hvis rådgiveren ikke har den tilstrekkelig kompetanse, bør kunden bli orientert om dette og eventuelt bli henvist til en annen rådgiver.⁸⁶ Dette er begrunnet i at rådgiverens personlige forutsetninger ikke er av betydning når han har trådt inn i rollen som en profesjonell yrkesutøver, se drøftelsen om dette under pkt. 4.2.3.

Individuelle forhold hos kunden

Et moment som ofte går igjen i praksis er at kunden skal få tid til å områ seg og tenke igjennom hvorvidt han vil foreta investeringen.⁸⁷ Er det for eksempel tale om store og kompliserte investeringer utført på kort tid, kan dette tale for et brudd på ansvarsnormen hvis det har virket negativt inn på kundens investeringsbeslutning.

⁸⁴ Uttalt blant annet i LG- 2011-19354

⁸⁵ Engh (2009) s. 60

⁸⁶ Engh (2009) s. 60

⁸⁷ Uttalt i BKN-2009-165: ” Det faktum at kunden har hatt tid og mulighet til å områ seg før man inngår investeringer, er noe banklagenemnda har vektlagt i en rekke tidligere uttalelser”.

Det skal likevel en del til før dette er avgjørende. I BKN-2006-30 ble en omplassering av andeler i aksjefond foretatt over en kort telefonsamtale. Nemnda uttalte at dette var noe banken kunne bebreides for, men det ble ikke ansett som tilstrekkelig til å pålegge ansvar i dette konkrete tilfelle.

Kunden bør i sammenheng med betenkningstiden få skriftlig dokumentasjon, slik at han har mulighet til å sette seg inn i alle avtalevilkår på forhånd før han foretar en beslutning.

Kundens inntekts- og formuesforhold og livssituasjon ellers vil være av stor betydning. Hvis rådgiveren unnlater å undersøke om kunden har tilstrekkelige midler til å foreta en investering, vil dette tale for at rådgiveren har opptrådt uaktsomt. Dessuten bør det foretas en vurdering av kundens investeringshorisont og mulighet for å møte risiko. I forhold til kundens livssituasjon er alder et viktig moment.

I de tilfeller hvor det blir konstatert at rådgiveren har opptrådt uaktsomt og det foreligger et ansvar, vil det likevel ved erstatningsvurderingen kunne vurderes hvorvidt kunden har medvirket til tapet, jfr. skadeerstatningsloven § 5-1. Erstatningen kan således nedsettes.⁸⁸

I det hele vil vurderingen være avhengig av den enkelte situasjon. Det er viktig at man har som et viktig bakenforliggende hensyn at det gjelder disposisjoner som direkte påvirker kundens økonomi. Ansvar ved utførelsen av dette yrket bør dermed være strengt siden det påvirker et svært viktig forhold for enhver person. Dette støttes også opp under de berettigede forventningene ved avtaleforholdet.

4.3 Sammenhengen mellom ansvarsgrunnlaget og vphl. § 10-11

Som omtalt i pkt. 1.4 vil innholdet i rådgiverens plikter etter de lovfestede reglene være av betydning når man tar stilling til om rådgiveren er erstatningsansvarlig etter det ulovfestede

⁸⁸ Engh (2009) s. 80. Kunden ble ansett å ha medvirket til tapet i for eksempel Rt.2003 s.400.

profesjonsansvaret. En rådgiver som oppfyller kravet til “ god forretningsskikk” etter lovbestemmelsene, vil også i mange tilfeller oppfylle de avtalebaserte pliktene, og omvendt.⁸⁹

Her vil imidlertid skille mellom den objektive og subjektive vurderingen komme inn. Det er her bare den objektive side som skal vurderes. Brudd på “ kravet til god forretningsskikk” er som nevnt ikke en tilstrekkelig betingelse for å pålegge profesjonsansvar.⁹⁰

Det som har vært mest omdiskutert i forhold til sammensatte produkter er hvor langt opplysningspliktene strekker seg.⁹¹ Av den grunn skal de lovfestede opplysningsplikter for disse produktene og det som betegnes som “egnethetstesten” drøftes mer inngående i det følgende.

⁸⁹ Engh (2009) s. 57 punkt 8.5.1

⁹⁰ Tryen (2007) s.89

⁹¹ Se pkt. 2.1

5 Kravet til ” god forretningsskikk”

Den rettslige standarden ”god forretningsskikk” er en skjønsmessig norm som må fastlegges gjennom blant annet rettspraksis, bransjepraksis, forvaltningspraksis og forretningspraksis på området.⁹² Innholdet i denne ” god skikk” normen kan variere med tiden og endres i tråd med utviklingen.⁹³

Verdipapirhandelloven § 10-11 er den nye bestemmelsen om “ god forretningsskikk” etter lovendringen. Den har blitt mer detaljert sammenliknet med den eldre bestemmelsen, jfr. vphl. § 9-2 i 1997 loven.

Spørsmålet er med dette hva som ligger i det nye regelverket.

5.1 Kravet til ”god forretningsskikk” etter vphl. § 10-11

Av Vphl. § 10-11 første ledd første ledd første punktum følger det at: ”verdipapirforetaket skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk”. Dette er den generelle normen som foretakene skal følge, og den får anvendelse på alt av foretakets virksomhet. Bestemmelsen blir utdypet og konkretisert i de øvrige leddene i vphl. § 10-11 og vpf. kap.10, med detaljerte krav og plikter som foretaket må innrette seg etter.

Det følger av forarbeidene at bestemmelsene i vphl. § 10-11 ikke anses som uttømmende angitt.⁹⁴ Dette kan også utledes av ordlyden ved ”og ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen”, jfr. første ledd annet punktum og tolvte ledd.

⁹² Myklebust (2011) s. 236

⁹³ Engh (2009) s. 55

⁹⁴ Ot.prp. (2006-2007) s.104

Bergo legger imidlertid til grunn at de områdene hvor det er gitt mer konkrete regler, gjennom detaljer i lov og gjennom forskrifter, skal anses som uttømmende.⁹⁵ Ved de områder av foretakets virksomhet som ikke er særskilt regulert, har den lovfestede normen større selvstendig betydning.⁹⁶

Hensynet bak reglene er utformet med sikte på å øke investorbesskyttelsen, og teksten i bestemmelsen er utformet med sikte på dette. Kundens interesser skal stå i fokus, jfr. § 10-11 første ledd annet punktum. Denne bestemmelsen angir den generelle omsorgsplikt for foretaket ved at de skal ivareta ” ... kundens interesser.. på best måte...”.

Hensynet til markedets integritet skal også ivaretas, jfr. § 10-11 første ledd annet punktum. Selv om dette er et svært viktig tema, vil det for formålet med avhandlingen ikke være nødvendig å gå nærmere inn på dette.

Den generelle regel om informasjonsplikt følger av vphl. § 10-11 tredje ledd. Etter bestemmelsen skal all informasjon til kunder eller potensielle kunder være ” korrekt, klar og ikke villedende, og ”markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan”. Denne generelle regelen innebærer at kunden skal få et riktig bilde av hva det investeres i, og at risikoen som tas ved investeringen er forståelig for vedkommende.⁹⁷

Her er det en viktig forskjell i forhold til erstatningsvurderingen, ved hva som er ”korrekt”, og hva som er ”villedende” informasjon.⁹⁸ Foretakene vil lettere få et ansvar dersom de gir feil informasjon, enn dersom man har unnlatt å innhente supplerende informasjon. Dette blir en konkret vurdering der man vurderer det mangelfulle i relasjon til hva som ble opplyst kunden og hvor store byrder det var forbundet med å hente inn ytterligere informasjon.⁹⁹

⁹⁵ Bergo (2008) s. 157

⁹⁶ Bergo (2008) s. 157

⁹⁷ Hymer (2008) pkt. 3.3

⁹⁸ Bergo (2008) s. 215

⁹⁹ Bergo (2008) s. 215

Før de enkelte opplysningsplikter vurderes, skal det drøftes hva egnethetstesten innebærer, jfr. vpf. § 10-16.

5.2 Hvilke krav ligger i "egnetstesten" for sammensatte produkter?

Før det gis råd om investeringer skal rådgiveren innhente informasjon om kunden, og vurdere den enkelte investeringsmulighet opp mot denne informasjonen. Denne vurderingen betegnes som egnethetstesten.¹⁰⁰

Formålet med denne er at foretaket skal ta større hensyn til individuelle forhold hos kundene. Testen er regulert i § 10-11 fjerde ledd, jfr. forskriften §§ 10-16 til 10-19.

Etter vphl. § 10-11 fjerde ledd første punktum skal foretaket, ved investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Her er det kun investeringsrådgivning som er av relevans.

Det følger av bestemmelsen at foretaket "skal" innhente opplysninger om disse forholdene. Både av ordlyden og i følge forarbeidene er dette en aktiv plikt foretaket har.¹⁰¹

Det er videre et vilkår at det er "nødvendige" opplysninger som skal innhentes.

Hva som anses som "nødvendige" opplysninger beror på kundens profesjonalitet. For ikke-profesjonelle finnes det som et utgangspunkt ingen unntak fra egnethetstesten. Foretaket klassifiserer kundene som nevnt i 3.2 etter reglene i vpf. § 10-1 til 10-7.

I begrepet ligger det en skjønsmessig vurdering som må foretas i ethvert tilfelle for den

¹⁰⁰ Dette er en viktig endring som følge av MiFID reglene, se MiFID artikkel 19 (4)

¹⁰¹ Ot.prp. (2006-2007) s. 105 pkt. 7.3.5

individuelle investor. Foretaket må selv avgjøre når de innehar “ de nødvendige” opplysningene for å anse et produkt som egnet for kunden. Her er det imidlertid klart forutsatt at det kun gjelder ikke- profesjonelle.

Dessuten kan hva som anses som “nødvendig” i det enkelte tilfelle variere avhengig av det produktet som tilbys kunden, herunder kompleksiteten av det.

Det er særlig ved komplekse produkter¹⁰², som sammensatte spareprodukter, at det må stilles svært høye krav til informasjonen som innhentes for ikke-profesjonelle kunder. Omfanget av de opplysninger som innhentes må som regel være mer omfattende ved disse produktene.

Dette skal til sammen sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg best for kunden, jfr. § 10-11 fjerde ledd annet punktum.

Foretaket skal selv avgjøre når rådet er “egnet” for kunden. Dette skjer som sagt gjennom en konkret vurdering som foretaket selv skal innestå for.

Myndighetene kan ikke gripe inn og gi konkrete regler for når et produkt er ”egnet” for en kunde. Finanstilsynet har imidlertid gitt uttalelser i forbindelse med sammensatte spareprodukter, som til en viss grad instruerer foretaket til å følge deres retningslinjer. Det eventuelle problemet dette oppstiller skal vurderes til slutt i dette avsnittet.

Har rådgiveren foretatt en forsvarlig vurdering av egnetheten, er det nærliggende å si at rådgiveren er innenfor kravet til “ god forretningsskikk”, og vil således oppfylle den objektive side av handlingsnormen på dette punkt. Drøftelsen kan ses i sammenheng med flere av de momenter som er oppstilt under aktsomhetsnormen i 4.2.4.

¹⁰² Finanstilsynet rundskriv 4/2008 pkt. 2.3 : sammensatte produkter er komplekse instrumenter

Hvis ikke foretaket kan dokumentere at det har gjennomført en egnethetstest på kunden, skal foretaket avstå fra å yte investeringsrådgivning, jfr. vpf. § 10-16 fjerde ledd.¹⁰³

De nærmere reglene for gjennomføringen av testen følger av vpf. § 10-16. I første ledd bokstav a til c er det listet opp tre kumulative vilkår for denne vurderingen. Testen skal sikre at investeringen er i samsvar med kundens investeringsmål, at kunden finansielt har mulighet til å håndtere risikoen ved produktet, og at kunden har den nødvendige erfaring og kunnskap til å forstå risikoen.

I det følgende skal det redegjøres for hva slags informasjon som er relevant for hvert av de enkelte vilkårene, og i hvilken grad de ikke- profesjonelle kundene oppfyller egnetheten ved sammensatte produkter.

Dette samsvarer med ”de ti bud for god rådgivningsskikk”, bud nr. 1:

” Rådgiveren skal innhente opplysninger om og sette seg inn i kundens økonomiske situasjon, forventet økonomisk utvikling og mål for plasseringen. Rådgiveren skal klargjøre kundens risikoprofil, kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde”.

5.2.1 Vilkår 1: “ I samsvar med kundens investeringsmål”

Spørsmålet er hvilke opplysninger som skal innhentes for at det skal være i samsvar med kundens investeringsmål.

Det skal i relasjon til investeringsmål innhentes opplysninger om investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting for investeringen, jfr. § 10-16 tredje ledd. Det skal

¹⁰³ Se også rundskriv 4/2008

her hentes inn opplysninger om hvordan kunden stiller seg til risiko sammenholdt med forventet avkastning ved investeringen, og formålet kunden har med investeringen.

Med “Investeringshorisont” menes hvilken lengde kunden ønsker å plassere midlene sine før de skal utløses. Forfallsdato på de investeringene som rådgiveren anbefaler bør samsvare med kundens investeringshorisont.

Lengden på investeringshorisonten vil ha direkte betydning for hvor likvid plasseringen skal være og risikoen som tas. Høyrenteinnskudd passer godt for korte plasseringer, mens eiendom egner seg bedre for de med en lengre tidshorisont, da disse trenger lengre tid på å gjøres om i penger.

Sammensatte produkter kan variere veldig, og har ikke noe bestemt lengde. Det vanligste for AIO/ BMA produkter er mellom ett til fem år.

Ved “risikovillighet” og “risikoprofil” skal det vurderes hvilken risiko som egner seg best for investoren. Risikovillighet går direkte på investorens eget ønske om hvor stor risiko han ønsker å ta. Risikoprofilen handler derimot om hvor tolerant en investor er ovenfor svingninger i markedsverdien på investeringen. Pensjonister vil ofte ha en lav toleranse, mens unge med stabil inntekt gjerne tolererer mer siden de har et lengre tidsperspektiv på å tjene tilbake et eventuelt tap.

“Målsetting” kan forstås med det formål kunden har med investeringen. Det kan være alt mulig, som for eksempel arvemidler kunden ønsker på et senere tidspunkt å investere i en hytte eller sparing til pensjonsalderen. Ordlyden tilsier at det ikke er noe forskjell på “målsetting” og “investeringsmål”.

Om kundens investeringsmål i relasjon til sammensatte produkter uttalte Finanstilsynet i rundskriv 4/2008:

“Ofte vil slike komplekse produkter ha en kostnadsstruktur som gjør at produktet heller ikke gir avkastning i tråd med kundens investeringsmål. Dette gjelder ikke minst ved lånefinansierte investeringer i sammensatte produkter”.

Det skal i følge denne uttalelsen svært mye til før man kan si at en ikke- profesjonell kundes investeringsmål er oppfylt ved å investere i et sammensatt produkt.

5.2.2 Vilkår 2: “Finansielt i stand til å håndtere risikoen”

For å vurdere om kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen etter vpf. § 10-16 første ledd bokstav b, skal det innhentes relevante opplysninger om inntektsforhold, aktiva, herunder likvide aktiva, investeringer, fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser, jfr. vpf. § 10-16 annet ledd.

Ved vurderingen av ”inntektsforhold” skal man ha tilstrekkelig med kapital eller inntekter for å kunne dekke de utgifter som kunden får i forbindelse med investeringen. Det vil også være ”relevant” å ta i betraktning hvilke følger det får for kunden dersom investeringen tapes.

Kundens livssituasjon vil ha betydning. Er kunden en student eller pensjonist vil man ha helt andre forutsetninger enn en med fast, god inntekt.

Tilbys lånefinansiering for å investere i produktet, er det klart at dette kravet skjerpes ytterligere, da kunden må være i stand til å bære lånekostnadene ved siden av de omkostninger og gebyrer som betales for produktet.

Som et eksempel på hvordan dette vektlegges kan uttalelse fra ”Lyngstad Hansen- Acta”¹⁰⁴ fra tingretten nevnes:

”Det sentrale syntes her å ha vært hvilken sikkerhet for lån Hansen kunne tilby uten at ekteparets betjeningsevne og livssituasjon syntes nærmere vurdert”.

I forhold til ”aktiva, investeringer, fast eiendom og andre normale finansielle forpliktelser”, jfr. vpf. § 10-16 annet ledd, kan forenklet sies at det viser til om kunden har verdier som kan dekke forpliktelsene.

5.2.3 Vilkår 3: “Nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen”

For å vurdere om kunden har den nødvendige kunnskap og erfaring til å forstå risikoen etter vpf. § 10- 16 første ledd bokstav c, skal det innhentes opplysninger så langt det er relevant med hensyn til hvilken klassifisering kunden har, jfr. vpf. § 10-18 første ledd bokstav a til c.

Første vurdering er “de typer tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter kunden har kunnskap om”, jfr. bokstav a. I dette ligger at kunden ikke skal villedes inn på produkter som vil være for kompliserte for hans bakgrunnskunnskap. Kunden må ha de forutsetningene som kreves for å forstå investeringen. Ved sparing på vanlig høyrentekonto trenger man ikke den mest omfattende kunnskap. Hvis det derimot er en langtidsinvestering med et komplisert produkt som AIO/BMA produkter, bør det stilles høye krav til kunnskaper.

Etter bokstav b skal det innhentes opplysninger om “hyppigheten og omfanget av transaksjoner han har gjennomført”. Det må være klart at en som har foretatt liknende investeringer tidligere, langtidsinvesteringer eller spekulert med høy risiko vil ha helt andre

¹⁰⁴ Saksnr. 11-073789TVI-STAV

forutsetninger til å forstå hva en slik investering innebærer.

Av bokstav c følger opplysninger om “kundens utdanning og arbeidserfaring”. Med utdanning og arbeidserfaring vil for eksempel en som har studert økonomi eller jobbet i en bank ha en helt annen forståelse for spareprodukter enn en som ikke har det.

For en ikke-profesjonell kunde vil testen til sammen ofte vise at disse komplekse produktene er så kompliserte at kunden må antas å normalt ikke ha den erfaring og kunnskap som vpf. § 10- 16 første ledd bokstav c, jfr. § 10-18 oppstiller. Det kan utledes av uttalelsen av Finanstilsynet:¹⁰⁵

“Kredittilsynet legger til grunn at en ikke- profesjonell kunde normalt ikke vil ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter”.

Finanstilsynet viser til at kunden” normalt” ikke vil ha denne kunnskapen, og gir dermed en generell instruks til foretaket om å legge dette til grunn, men uttalelsen er ikke et absolutt forbud. Kunden skal imidlertid da ha kunnskaper utenom det vanlige. Man skal gjerne ha erfaring fra liknende produkter tidligere, eller ha en bakgrunnskunnskap der utdanning og arbeidserfaring er nødvendig.

Hva kan sammenfattes av dette?

Omfanget av egnethetstesten vil bli spesielt skjerpet hvis det er tale om kompliserte investeringer som sammensatte spareprodukter. Videre skjerpes kravet ytterligere der kompliserte produkter ytes til ikke- profesjonelle kunder.

Selv om de nye reglene er sagt å skulle sette en stans i markedet for salg av sammensatte produkter til privatkunder,¹⁰⁶ er produktene fortsatt fullt ut lovlig å selge. Dette kan utledes

¹⁰⁵ Rundskriv 4/2008

¹⁰⁶ Pressemelding 4/2008

av forskriften når det ”samsvar med kundens investeringsmål, når kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen, og når kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen” jfr. vpf. § 10-16. Men her stilles det svært strenge krav, og vil i mange tilfeller ikke være oppfylt hos den alminnelige kunde.

Det kan drøftes om egnethetstesten medfører en så betydelig restriksjon i forhold til ikke-profesjonelle og salg av sammensatte produkter som Finanstilsynet her legger til grunn.

Bergo stiller seg kritisk til at myndighetene legger seg på en så streng linje som de har gjort. Dette fordi det ikke kan være holdbart å si at kunden i alle tilfeller ikke er egnet til å forstå risikoen.¹⁰⁷

Tyrhaug og Mydske uttrykker det liknende ved å kritisere at uttalelsene fra Finanstilsynet “griper inn i og låser fast den prinsippbaserte tilnærmingen til MiFID”.¹⁰⁸ Skjønnstemaet på dette område er sammensatt, hvor man ikke bare kan se på produktets egenskaper, men også den aktuelle investors konkrete forutsetninger for å forstå og bære risiko, og vedkommendes investeringsmål.¹⁰⁹ Det er ikke mulig å “skjønne om utfallet av en slik verdi på forhånd”.¹¹⁰ De mener videre at Finanstilsynet heller burde slå konkret ned på overtredelser av regelverket istedenfor å gi generelle uttalelser.

Det kan på den annen side argumenteres for at loven åpner for at kunden kan tilfredsstille kravene til å investere i et komplisert produkt. Uttalelsene fra Finanstilsynet er dermed ikke så strenge som de i utgangspunktet virker. Bakgrunnen for at uttalelsene tolkes som et absolutt forbud kan heller være den oppmerksomheten AIO/BMA produktene er blitt gitt den siste tiden.

¹⁰⁷ Bergo (2008) s. 161

¹⁰⁸ Tyrhaug og Mydske (2008) s.168

¹⁰⁹ Tyrhaug og Mydske (2008) s.168

¹¹⁰ Tyrhaug og Mydske (2008) s.168

Kritikken kan likevel være berettiget. Undersøkelser som er foretatt de siste årene viser at foretakene følger uttalelsene konsekvent.¹¹¹ Hva som er de fremtidige virkninger når oppmerksomheten til produktene blir avdempet er imidlertid usikkert.

Konklusjonen er at det stilles strenge krav til egnethetstesten ved vurderingen av hvorvidt en ikke-profesjonell er “egnet “ til å investere i et sammensatt produkt. Egnethetstesten har medført at en ikke- profesjonell i mange tilfeller ikke oppfyller vilkårene for at man skal kunne selge produktet til kunden i samsvar med “ god forretningsskikk”.

5.3 De enkelte opplysningsplikter etter loven og forskriftene

Forutsatt at kunden tilfredsstillter kravene i ”egnetstesten” for sammensatte produkter, oppstiller vphl. § 10-11 annet ledd konkrete regler for informasjonsplikten til foretaket. Denne bestemmelsen er ment å gi kundene den tilstrekkelige bakgrunnskunnskap om investeringstjenestene og de finansielle instrumenter som tilbys, for herunder å skjønne hva de investerer i og hvilke risiki disse innebærer. Dette med den hensikt at kunden skal settes i stand til å ” fatte en informert investeringsbeslutning”.

Opplysningene må presenteres før en investeringsbeslutning blir tatt av kunden, jfr. vpf. §§ 10-10 og 10-11. Etter vpf. § 10-11 første ledd første punktum skal dette gjøres “ i god tid før ”.

En ikke- profesjonell kunde bruker ofte mer tid på å forstå “arten av og risikoen knyttet til investeringstjenester og de finansielle instrumentene som tilbys” enn en som er profesjonell. Betenkningstiden må derfor forlenges tilsvarende.

¹¹¹ Lånefinansiering og salg av strukturerte produkter til ikke- profesjonelle er svært begrenset i dag, se Pressemelding 46/2011 og pressemelding 3/2011.

Dette samsvarer med aktsomhetsnormen som forutsetter at kunden skal få tid til å områ seg, se 4.2.5.

Et sentralt moment ved bestemmelsen i vphl. § 10-11 annet ledd er at kunder skal få “relevante opplysninger i forståelig form”.

Etter ordlyden viser “relevante” til ulike forhold som egenskaper ved produktet og hva slags eksponering instrumentene har. Kravene til disse kan utledes av de detaljerte opplysningspliktene i lovverket, og vil blir drøftet mer inngående under pkt. 5.4.2 til 5.4.4.

I “relevante” ligger også at kunden skal få informasjon som ikke er for omfattende, slik at det vesentlige med informasjonen ikke blir borte i alle tilleggsopplysninger.

Med “forståelig form” vises det til at det skal være forståelig hensett til hva slags kunde det er snakk om. Det benyttes mange fagtermer, og en grense mellom hvem som er profesjonell og ikke- profesjonell vil da være viktig, jfr. kundeklassifiseringen i pkt. 3.2.

Det skal opplyses i tilstrekkelig nok grad for at opplysningene er forståelig for den aktuelle kunden. Disse opplysningene vil også være med på å forsikre investoren om at anbefalingene fra rådgiveren støtter opp under de diskuterte investeringsmål, tidshorisont og risikovillighet/profil som kunden uttrykte tidligere under egnethetstesten.

Etter dette skal det redegjøres for hva som ligger i de “relevante” opplysningsplikter som er oppstilt i § 10-11 annet ledd nr. 1 til 4 og tilhørende forskrifter.

Først skal de detaljerte opplysninger om risiko og avkastning, kostnader og lånefinansiering vurderes. I sammenfatningen skal opplysningene vurderes samlet, og hvorvidt alle disse kan anvendes på de avtalebaserte pliktene mellom rådgiveren og kunden.

Opplysningene som behandles i det følgende samsvarer på mange måter med ” de 10 bud for god rådgivningsskikk ”. I forhold til avkastning, risiko og kostnader oppstilles det i bud 2:

”Rådgiver skal fremlegge de nødvendige opplysninger for kunden på en måte som kunden har forutsetninger for å forstå. Det må gis grundig informasjon om avkastningsmuligheter, risiko og likviditet/ bindingstid og kostnader”.

I forhold til lånefinansiering følger det av bud 4:

”Rådgiver skal fraråde finansielle plasseringer som åpenbart ikke er i kundens interesse og/eller uforenlig med kundens økonomiske bæreevne”.

Det bemerkes at kriteriene i stor grad flyter over i hverandre, og må i de fleste tilfeller ses i en helhetlig sammenheng.

5.3.1 Hvilke krav stilles til opplysninger om risiko og avkastning?

For det første skal det gis relevante opplysninger om det finansielle instrumentet, jfr. vphl. § 10-11 annet ledd nr. 2 og vpf. § 10-13 første ledd sammenholdt med forskriften for sammensatte produkter § 3.

For det andre skal foretaket gi kunden hensiktsmessig advarsel om risikoen forbundet med de aktuelle instrumenter”, jfr. vphl. § 10-11 annet ledd nr. 2 og vpf. § 10-13 første ledd.

Hva beskrivelsen skal angi følger av vpf. § 10-13 bokstav a til c. Her skal beskrivelsen tilpasses ”kundens profesjonalitet, kunnskapsnivå og den aktuelle instrumenttype”. Det må forsvarlig vurderes fra foretakets side om kunden har fått tilstrekkelige opplysninger ut i fra det kunnskapsnivå kunden har.

Etter bokstav a skal det beskrives ”risikoen ved de aktuelle instrumenttyper, herunder en forklaring på virkning av lånefinansiering, enten direkte eller ved bruk av finansielle instrumenter, samt risikoen for å tape hele investeringen”.

Rådgiveren må derfor vite om det er en klar grense for hvor mye som kan tapes, ofte avdekket gjennom egnethetstesten forklart over, jfr. vpf. § 10-16 tredje ledd. I den grad rådgiveren kan forutsette muligheten for et slikt tap bør det informeres om dette. Tilsvarende må det informeres dersom dette ikke kan fastslås på tidspunktet for tegningen.

Spesielt skal rådgiveren ved de tilfeller hvor produktet er satt sammen av flere instrumenter, og hvor denne kombinasjonen gir en høyere risiko enn hver enkelt utgjør alene, forklare de ulike komponentene og hvordan de påvirker den totale risikoen, jfr. vpf. § 10-13 tredje ledd. Dette er tilfellet for noen av AIO/BMA produktene.

Risikoen må videre ses i sammenheng med forventet avkastning, ettersom det er nær sammenheng mellom disse størrelsene.

Opplysninger om avkastning følger av forskriften for sammensatte produkter § 6. Etter denne bestemmelsen stilles det nå omfattende opplysningsplikter. Avgjørende er de opplysninger som gir kunden tilstrekkelig innsikt i hvilke avkastningsmuligheter produktet har.

Hvilken verdi et produkt vil få i fremtiden er svært usikkert. Foretakene vil imidlertid til en viss grad kunne indikere en forventet utvikling basert på egne beregningsmodeller. Den avkastningen man faktisk får vil være avhengig av utviklingen på produktet og markedet generelt.

Hvorvidt produktet er egnet for en positivt forventet avkastning er tema for ”Røeggen-

saken”, som foreløpig ikke er rettskraftig.¹¹² Her skal det kun fokuseres på de opplysninger som foretaket er pliktet til å gi, uavhengig av produktets kvalitet.

Det må likevel nevnes at der hvor foretaket vet at produktet har svært usikre utsikter til positiv avkastning overhodet, er det fortsatt tilstrekkelig informasjon om disse forhold ved produktet som er det avgjørende.

Det skal blant annet oppgis historisk avkastning for de siste 5 år, jfr. forskriften for sammensatte produkter § 6, første ledd. Videre i bestemmelsen er det beskrevet hvordan dette skal illustreres for kunden.

Det skal imidlertid også opplyses at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning, se forskriftens § 6, femte ledd. Dette er en viktig regel, da det i noen tilfeller kan tenkes å være mer egnet til å villede enn veilede, siden det ikke gir noen sikker fremtidig utvikling på markedet.

Likevel er det ikke sikkert at en advarsel om usikkerheten knyttet til historisk avkastning er tilstrekkelig. Det ble uttalt i en sak fra tingretten om gyldigheten av en avtale om sammensatte spareprodukter:¹¹³

“Den blå kurven som viser historisk utvikling for et slikt produkt, er derfor villedende. Selv om det forskriftsmessig er advart mot å stole på historiske opplysninger, er det ingen tvil om at slike opplysninger spiller en stor rolle for folks investeringsbeslutninger”.

Hvis historisk avkastning er svært positiv, bør rådgiveren opplyse tilstrekkelig om usikkerheten slik at kunden ikke får en uriktig forventning om sin egen investering.

¹¹² For lagmannsrettens dom, se LB-2010-176553. Spørsmålet er om man kan pålegge foretaket ansvaret for at produktet er egnet til å gi en positiv forventet avkastning, i det enkle: Om produktet rett og slett er godt nok. Det er svært uenighet i teorien på dette punkt, jfr. undersøkelsene til Koekebakker og Zakamouline, Thore Johnsen og Norsk regnesentral. Saken er anket til høyesterett, og er i påvente om den vil bli behandlet der.

¹¹³ TOSLO-2010-50925

En annen viktig opplysning er hvilken avkastning en risikofri investering ville gitt i samme periode som produktets løpetid, jfr. forskriften for sammensatte produkter § 6, åttende ledd. Dette gir et viktig sammenlikningsgrunnlag da kunden blir bevisst på at det finnes andre sparealternativer med en sikker, dog noe lavere avkastning. Typisk eksempel her er innskudd i vanlig bankkonto.

Videre skal det oppgis et konfidensintervall for investeringsproduktets avkastning per anno, hvor produktets avkastning med 70% sikkerhet vil befinne seg, jfr. forskriften for sammensatte produkter § 6, niende ledd. Det skal også opplyses om forventet årlig avkastning med og uten tegningskostnader. Denne regelen må ses i sammenheng med sannsynligheten for at investoren taper alt av investeringen.

I dag er det heller ikke gitt noe bestemt anvisning på hvilken metode som skal benyttes. Det heter bare at beregningen skal baseres på “rimelige forutsetninger” som er “understøttet av objektive data”, jfr. forskriftens § 6, tiende ledd.

Verdipapirforskriften gir imidlertid føring på at det klart skal informeres om at prognosene som er brukt er svært usikre, jfr. vpf. § 10-9 femte ledd bokstav d.

Dette må dermed forstås som at banken til en viss grad står fritt ved å oppgi den avkastningsmulighet de selv har kommet frem til, så lenge beregningen er basert på “rimelige forutsetninger”.

Her må foretaket gi klar informasjon om at prognosene kan variere etter hvilken beregningsmetode som brukes, og at metodene kan være svært usikre.

I samme sak¹¹⁴ uttalte tingretten:

¹¹⁴ TOSLO-2010-50925

“Brosjyren fremstiller investeringen og utsiktene til gevinst i utelukkende positive former. Det advares i generelle former mot å stole på at historikken gjentar seg og om det alltid er risiko forbundet med investeringer. Men de egenskapene ved produktet som særlig gjør at det er risiko for å ikke få noe særlig mer enn det garanterte beløpet, nevnes ikke. Derimot nevnes andre elementer som fremstilles som positive”.

Produktet kan bli fremlagt på en slik måte at det gir kunden en forventning om lav risiko og overveiende sannsynlighet for positiv utvikling, når dette i realiteten ikke kan fastslås med sikkerhet. I disse tilfellene kan det tenkes at rådgiveren har overtrådt ”kravet til god forretningsskikk”.

Der det i tillegg er foretatt en lånefinansiering oppstilles det et særlig skjerpet krav til å informere om virkningen av dette i forhold til risiko og den forventede avkastningen. Dette blir redegjort nærmere under 5.4.4.

Konklusjonen er at verdipapirforetaket må forsvarlig vurdere hvorvidt kunden har fått tilstrekkelig informasjon ut fra den kunnskap han har, slik at han er i stand til å skjønne sammenhengen mellom risikoen og avkastningsmuligheten på produktet. Videre må foretaket opplyse om usikkerheter knyttet til deres egne fortutsetninger om forventet avkastning.

5.3.2 Hvilke krav stilles til opplysninger om omkostninger og gebyrer?

Forventet avkastning som presenteres i prospekter blir som regel opplyst i den totale størrelsen, før omkostninger og gebyrer er trukket fra. Denne avkastningen kan derfor virke misvisende og det vil derfor være viktig for kunden å vite hvor stor andel av avkastningen han vil faktisk sitte igjen med.

Etter vphl. § 10-11 annet ledd nr. 4 skal det gis opplysninger om omkostninger og gebyrer. Den nærmere presisering følger av vpf § 10-15.

Det sentrale i forskriftsbestemmelsen er at verdipapirforetaket plikter å opplyse om de samlede kostnadene kunden må betale for det enkelte finansielle instrument, investeringstjenesten eller tilknyttet tjeneste, jfr. vpf § 10-15 første ledd bokstav a. Det er altså et krav at kunden får opplysninger på *forhånd* om de samlede omkostninger og gebyrer. Dette er et viktig konkurransemessig moment, i det kunden gis anledning til å sammenlikne priser fra andre foretak.

Ved salg av sammensatte spareprodukter vil det kunne variere noe hvor mye gebyrer og omkostninger det vil bli ved det samlede produktet kunden får. Hvis det ikke er mulig å gi et eksakt beløp, må minstekravet være at kunden på en forståelig måte blir informert om hvordan disse omkostningene vil bli beregnet, jfr. vpf. § 10-15 første ledd bokstav a tredje punktum.¹¹⁵

I forskrift for sammensatte produkter følger det av § 4 at det skal opplyses om pris og totale kostnader. Videre gis det en beskrivelse av hvor disse opplysninger skal fremkomme i produktets informasjonsmateriell og tegningsinnbydelse. Denne bestemmelsen er svært viktig, idet det ofte har vist seg at disse ikke har kommet klart nok frem.

Omkostninger er i de fleste tilfeller lette å oppdage og kan opplyses på en tilfredsstillende måte. Det har imidlertid vist seg i en del tilfeller at det ligger såkalte “ skjulte kostnader”, det vil si profittmarginer som tilfaller utsteder. Dette er kostnader som det har vært vanskelig å oppdage for investoren, eller som det ikke har blitt godt nok informert om.

Hvis det opereres med skjulte gebyrer og omkostninger som kunden ikke har forutsetninger for å sette seg inn i og forstå, kan dette stride mot god forretningsskikk.

På den annen side kan ikke kunden få medhold der dette er presentert på en klar og forståelig måte.

¹¹⁵ Hymer (2008) pkt. 3.3.2.2

Av forskriften for sammensatte produkter § 4 siste ledd følger at ” når tegningstiden er utløpt skal det opplyses skriftlig om de totale kostnadene og den endelige prisen kunden betaler, og hvor mye dette avviker fra anslaget som ble gitt på tegningstidspunktet. De totale kostnadene skal oppgis i prosent av innbetalt beløp”. Dersom det forekommer tilleggskostnader¹¹⁶, skal det også opplyses om disse, jfr. § 5.

Konklusjonen er at det stilles krav til at alle omkostninger og gebyrer skal opplyses av rådgiveren før en beslutning blir tatt av investoren. Skjulte kostnader som det ikke opplyses om kan stride mot kravet til ”god forretningsskikk”.

5.3.3 Hvilke krav stilles til opplysninger der produktet er lånefinansiert?

Det som er sagt over om risiko og avkastning samt kostnader må drøftes videre der produktet er lånefinansiert for å foreta en investering.¹¹⁷

Finanstilsynet har i rundskriv 4/2008 uttalt:

”Produkter som i utgangspunktet markedsføres som garanterte spareprodukter, innebærer ved lånefinansiering i virkeligheten en betydelig risiko og tap for kunden”.

Etter denne uttalelsen bør foretaket avstå fra å gi lån til ikke- profesjonelle for å investere i et sammensatt spareprodukt, fordi kunden vil utsettes for en betydelig risiko for tap. Det må antas at foretakene følger uttalelsene fra Finanstilsynet, men det er likevel grunn til å se nærmere på hvilke opplysningsplikter som følger av regelverket. Det fremkommer

¹¹⁶ Typiske tilleggskostnader er rebalansering av en portefølje, gebyrer på avdrag av lån, transaksjonskostnader ved kjøp av instrumenter osv.

¹¹⁷ Formålet med lånefinansieringen er å få en høyere eksponering i produktet der kunden ikke har tilstrekkelig med egenkapital, og på den måten oppnå en større avkastning, siden rentekostnadene er faste. Dette er kjent som “ gearing- effekten”.

forutsetningsvis av lovverket at lånefinansiering ikke er forbudt.

Rådgiverens plikt til å informere om alle gebyrer og omkostninger vedrørende et produkt, jfr. vpf. § 10-15 første ledd bokstav a, vil også omfatte omkostninger ved låneopptak til å investere i et finansielt instrument med de utgifter dette innebærer.

Vpf. § 10-13 første ledd bokstav a gir en generell bestemmelse om at det skal opplyses om virkningen av en lånefinansiering. Forskriften for sammensatte produkter fastsetter i § 8 at det skal komme tilleggsopplysninger der produktet er lånefinansiert for å foreta investeringen. Det skal oppgis effektiv rente på lånet, jfr. bokstav a, og effektiv rente på innbetalt beløp inkludert lånekostnader når bare det garanterte beløpet tilbakebetales, jfr. bokstav b. Det skal etter bokstav c opplyses hvilken avkastning produktet må oppnå for at kunden skal få tilbake egenkapitalen.

Ved lånefinansiering vil rentekostnadene øke investorenes samlede kostnader, og utviklingen i produktets verdi må derfor være høyere for at investeringen skal gi netto avkastning. Dette fordi avkastningen nå også må dekke renteutgiftene på lånet. Hvis finansmarkedet faller med mer enn visse størrelser, vil investoren kunne tape hele eller deler av den investerte kapitalen. Hvis investoren er ekstra uheldig vil han i tillegg skyldes deler av eller hele lånebeløpet. Potensialet for gevinst, men også risikoen for tap, øker i takt med størrelsen på lånet som tas opp.

Lånefinansieringen bør derfor være begrenset til en størrelse som investor har evne til å betjene omkostningene til, samt tåle å tape innskuddet.

Konklusjonen er at rådgiveren må opplyse om at risikoen øker betraktelig ved en lånefinansiering, og opplyses om alle kostnadene investeringen totalt vil få. Lånet bør videre begrenses etter investorens betjeningsevne.

5.3.4 Sammenfatning: Hvordan får de offentligrettslige detaljreglene betydning i privatrettslig erstatningsvurdering?

Drøftelsen har vist hvilke krav som kan utledes av loven og forskriftene, og hvilke opplysninger som er viktige for en kunde når han investerer i et sammensatt spareprodukt. Reglene gjelder som nevnt offentligrettslige plikter, og spørsmålet er i hvilken grad detaljreglene kan anvendes på forholdet mellom rådgiveren og kunden.

Lødrup tar for seg betydningen av normer som er gitt i lov eller forskrift:¹¹⁸

” Har skadevolderen overtrådt en forskrift hvis formål er å hindre den skadetype som er voldt, vil det veie tungt i retning av ansvar... den skadede interesse må være beskyttet av vedkommende norm, eller skadelidte må tilhøre den krets som normen skal verne”.

Av dette kan det utledes at det er mulig å legge vekt på en forskrift ved ansvarsvurderingen.

Den generelle omsorgsplikten rådgiveren har i sin særstilling som yrkesutøver overfor kunden, kan ses i sammenheng med den generelle regelen som utledes av vphl. § 10-11 ” kundens interesser skal ivaretas... på best måte”.

Videre kan opplysningspliktene argumenteres for å være de samme som avtalebaserte plikter mellom rådgiveren og kunden. Er det ikke blitt gitt tilstrekkelige opplysninger om avkastning og risiko, kostnader og risikoen knyttet til en lånefinansiering, så har ikke rådgiveren gitt forsvarlig informasjon om produktet.

En ikke- profesjonell kunde vil ikke ha nok kjennskap til å vurdere selvstendig hvilken risiko han påtar seg, hva investeringen totalt vil koste, og hvilken risiko han utsetter seg for hvis han tar opp lån for å investere.

¹¹⁸ Lødrup (2005) s. 101 og 102

For at rådgiveren skal oppfylle den omsorgsplikten han har etter sin faglige særstilling, må han gi korrekte og fullstendige opplysninger om produktet han foreslår for kunden.

Plikten rådgiveren har til å ivareta kundens interesser etter det ulovfestede ansvaret bør derfor stille liknende krav til opplysningsplikter som de som er nedfelt i loven og forskriftene. Til sammen gir lov og bransjenormene som omtalt i pkt. 5.3 et felles grunnlag for pliktene.

Her vil skillet mellom mangelfulle og feilaktige opplysninger være svært viktig for å vurdere i hvilke tilfeller en rådgiver kan pålegges ansvar.

Har rådgiveren gitt feilinformasjon, er det lettere å pålegge ansvar enn ved utelatt informasjon. Likevel vil svært mangelfull rådgivning være lettere å anse som overtredelse kravet til god forretningsskikk, enn for eksempel der feil informasjon knytter seg til forventet markedsutvikling.

Videre vil ansvaret for feil eller ufullstendigheter være strengere jo mer sentral den aktuelle informasjonsdelen er.¹¹⁹ De enkelte opplysningskrav som ble gjennomgått her, vil som vist stå sentralt i vurderingen.

De detaljerte opplysningspliktene som lov og forskrift oppstiller kan derfor anvendes for å vurdere om rådgiveren har opptrådt så aktsomt som han burde ved rådgivning av sammensatte spareprodukter.

¹¹⁹ Bergo (2008) s. 216

6 Lognvik-saken

6.1 Vurdering av Høyesteretts avgjørelse

Høyesterett avsa dom om sammensatte spareprodukter 28. februar 2012.¹²⁰ Resultatet ble i bankens favør. Spørsmålet var om et lånefinansierte kjøp av et sammensatt investeringsprodukt helt eller delvis skulle settes til side etter avtaleloven § 36. Saken ble løst etter den dagjeldende verdipapirhandellov § 9-2 om ”god forretningskikk”.

Dommen er relevant for avhandlingen fordi det er grunn til å anta at vurderingen som Høyesterett oppstiller, har overføringsverdi til erstatning under profesjonsansvaret.

Sakens parter var Storebrand Bank (heretter Storebrand) mot privatpersonene Harald Lognvik og hans sønn(heretter Lognvik). Kjernen i problemstillingen var om obligasjonselementet i produktet kombinert med et låneopptak for å investere i det, gjorde at avtalen ble urimelig som følge av den høye risikoen for tap som lå i sammensetningen.¹²¹

Begrunnelsen fra flertallet og mindretallet skal kort vurderes. Deretter skal det drøftes om det nye lovverket har løst noen av de problemene som har vært knyttet til disse produktene, med anvendelse på avhandlingens tema om profesjonsansvaret.

Flertallets begrunnelse

Lovtekst og forarbeider er de primære rettskildefaktorer i enhver rettsanvendelsesprosess, og det er her førstvoterende starter med hvordan disse skal forstås i forhold til avtl. § 36.

¹²⁰ Rt. 2012 s.355

¹²¹ Obligasjonselementet: Opsjonen som skal garantere innskuddet. Med en lånefinansiering hadde den blitt ubrukelig.

Førstvoterende slår fast at problemstillingen i saken ikke knytter seg til balansen i avtaleforholdet, men grunnlaget avtalen ble inngått på. Sakens kjerne er således presentert.

Det første spørsmålet var om avtalen ble urimelig ved at Storebrand selv gav lån for å investere i produktene. Her kommer førstvoterende til at lånefinansiering hos Storebrand ikke var urimelig. Dette fordi kunden kunne motregne i bankens krav hvis banken ikke innfridde forpliktelsene etter obligasjonen. Dette så førstvoterende heller som en fordel for kunden.

Deretter går førstvoterende inn på spørsmålet om investeringen hadde en for usikker utsikt til positiv avkastning som kan gjøre avtalen urimelig. Det usikkerheten først og fremst knyttet seg til, var sannsynligheten for at avkastningen ville bli stor nok til å gi fortjeneste.

Her tar førstvoterende utgangspunkt i at en investor i kapitalmarkedet har risikoen for sin egen investeringsbeslutning. Dette vil imidlertid forlates der det er kvalifiserte mangler ved den informasjonen som er gitt. Dette samsvarer med langvarig praksis og det som også er vurderingstemaet for profesjonsansvaret, se drøftelsen om dette i punkt 4.2.4.

Førstvoterende påpeker at verken brosjyren, prospektet eller annen dokumentasjon redegjør nærmere for sannsynligheten for at indeksene skal utvikle seg slik at avkastningen på investeringen blir positiv. Det ble imidlertid fremholdt under rådgivningsmøte at rådgiveren trodde på oppgang og gevinst, og ”dagens forutsetninger” ble opplyst av banken. Førstvoterende finner likevel ikke grunn til å vektlegge dette, da forutsetningene ikke er nærmere forklart. Det er heller ikke sagt noe om sannsynligheten for at forventningene blir innfridd.

Deretter går førstvoterende videre til dagens regelverk, og viser til ”forskrift om opplysninger for sammensatte produkter” § 6 niende og tiende ledd, om informasjon om sannsynligheten for avkastning. Siden forskriften er fra tiden etter investeringen kan den

ikke tillegges vekt, og gir begrenset veiledning.¹²² Det trekkes derfor ingen slutninger fra denne kilden.

Førstvoterende finner at Storebrand rent faktisk har opplyst om den avkastningen banken venter indeksobligasjonen vil gi under gitte forutsetninger, det vil si ”dagens forutsetninger”. Når avkastningen var avhengig av situasjonen i nærmere angitte markeder flere år frem i tid, må investor selv bære risikoen for at deres egne forventninger ikke slo til.

Her legges det vekt på tidsaspektet for markedsutviklingen, og usikkerheten i markedssvingningene over tid. Investor har risikoen for egen investering når det er knyttet til noe så usikkert som markedssvingninger.

Hovedspørsmålet var om urimeligheten lå i den prisen som ble betalt. Det vil si at avkastningsmuligheten som lå i obligasjonen, ble kjøpt for en urimelig høy pris når den ble lånefinansiert.

Dette ser førstvoterende som en drøftelse om forholdet mellom ytelse og motytelse. Der ytelsen har en markedspris, skal det skje sammenlikning mellom denne og den avtalte pris, jfr. Ot. prp. Nr. 5 (1982- 83) s. 312.

Det uttales at renten ikke var høy i forhold til markedet, og heller ikke gebyrene til lånet var spesielt høye. Lånefinansieringen innebar imidlertid at Lognvik tok opp lån i Storebrand, for deretter å låne de tilbake til banken. Dette betalte investorene renter og gebyrer for.

Det var nærliggende å se det slik at rentene og gebyrene knyttet til lånet i realiteten var et vederlag for avkastningselementet i indeksobligasjonen.

¹²² Avsnitt 73

Førstvoterende konkluderer med at ” selv om man skulle se det slik at lånekostnadene i realiteten er vederlag for avkastningselementet, medfører ikke dette at vederlaget er så høyt at avtalen om lånefinansiert investering i produktet er urimelig etter avtl. 36”. (mine uthevninger).

Konklusjonen ble at avtalen ikke kunne settes til side. Selv om det foreligger kritikkverdige forhold, vil det ikke i alle tilfeller kunne pålegges en privatrettslig sanksjon. Det er det helhetlige bildet som er avgjørende, og terskelen for å sette en avtale til side er svært høy. Overtredelse av kravet til god forretningskikk er ikke alltid tilstrekkelig for å gi avtl. § 36 anvendelse.

Mindretallets begrunnelse

Mindretallet i saken gir en omfattende kritikk av flertallets begrunnelse. Det legges her vekt på ubalansen mellom partene, og bankens rådgivende funksjon.¹²³ Dette er en annen problemstilling enn den førstvoterende oppstilte.

Mindretallet tar utgangspunkt i det gjennomgående syn at avkastningen i aksjeindeksobligasjoner samlet sett ofte hadde fått negativt utfall. Dette får betydning for hvilke krav som må stilles til hvordan investeringsmuligheten *formidles* til investorene, ikke minst når selger også opptrer som rådgiver for kunden.¹²⁴ Han trekker her andre slutninger for hvordan avtalelovens § 36 skal forstås.

Det opplyses ikke i prospektet at den valgte strategi også reduserer oppsiden i produktet sammenliknet med mindre diversifiserte strategier. Det ble ikke opplyst tilstrekkelig om de enkelte komponenter i produktet. Lognvik hadde ikke fått informasjon om at det var en derivatdel i produktet. Det ble heller ikke gitt tilstrekkelig informasjon om risikofaktorer.

¹²³ Avsnitt 98

¹²⁴ Avsnitt 92

Mindretallet trekker videre frem andre relevante syn som kan begrunne hans forståelse av saken. Han viser blant annet til profesjonsansvaret ved finansiell rådgivning og annen nærliggende lovregulering. Det avgjørende for disse vurderingene er ubalansen mellom partene, og at det er investorens interesser som skal sikres.

Kommentarer til rettens vurdering

Dommen gir retningslinjer for hvordan standarden om ”god forretningsskikk” er å forstå. I forhold til profesjonsansvaret kan som nevnt de momenter som oppstilles i rimelighetsvurderingen ha overføringsverdi ved erstatningsspørsmålet.

Det første spørsmålet er om dette er en god avgjørelse. Dommen kan få innvirkning på kundenes tillit til finansbransjen, og dermed stride mot prinsippet om at ”kundens interesser skal ivaretas på best måte”. Selv om et av målene med MiFID var å sette større fokus på kundens interesser, var dette også gjeldende etter det eldre regelverket.¹²⁵

Dissensen fra Høyesterettsdommer Endresen viser stor uenighet i resultatet. Urimelighetssensur må i tillegg ofte avgjøres konkret ut i fra hver enkelte sak. Dette reiser derfor spørsmålet om hvilken betydning den vil få for senere saker.

Siden dommen handler om en konkret urimelighetsvurdering kan det være tvilsomt hvor langt den rekker. Det er likevel grunn til å tro at de steder i dommen det er gitt generelle uttalelser vil ha overføringsverdi.

Mindretallet legger vekt på ubalansen i avtaleforholdet, og bankens rådgivende funksjon. Flertallet og mindretallet har en forskjellig forståelse av hvordan avtaleloven § 36 skal anvendes i dette tilfellet. Flertallets avgjørelse vil likevel være avgjørende i en sak med tilnærmet samme faktum.

¹²⁵ Tidligere vphl. §9-2 første ledd annet punktum: ”Kundens interesser... ivaretas på best måte”

Flertallet har tatt en konkret vurdering av et individuelt forhold. Banken hadde opplyst tilstrekkelig ut i fra datidens regelverk, og kunden valgte selv å ikke sette seg nøyere inn i de opplysninger som var presentert.¹²⁶ Sensur av avtaler skal være forbeholdt de klart urimelige tilfeller.

Dommen er et klart eksempel på at kritikkverdige forhold ikke tilstrekkelig for at avtl. § 36 får anvendelse.

6.2 Har problemene i Lognvik-saken og liknende tilfeller blitt løst med nytt regelverk?

Drøftelsene i kapittel 3 og 5 viser at det nye regelverket oppstiller detaljerte krav til egnethetstest, klassifisering av kundene og opplysningsplikter.

Spørsmålet er hvordan liknende saker kan bli løst etter det nye regelverket, og hvilken innvirkning dette kan ha for investeringsrådgiverens opplysningsplikt.

Retten vil i dag ha konkrete vurderingsmomenter til de detaljerte opplysningspliktene den nye loven og forskriftene oppstiller. Tidligere var disse detaljerte opplysningene kun skjønnspregede områder som retten utledet av for eksempel bransjenormer, tidligere saker og deres egne vurderinger av hvilke krav man mente kunne stilles til rådgiveren.

Nå kan retten vise til detaljreglene, og bruke disse som et moment i aktsomhetsvurderingen. Ved å trekke retningslinjer til rammereguleringen kan det være enklere å begrunne en opplysningssvikt.

¹²⁶ Avsnitt 52: I samsvar med finanstilsynets rundskriv 4/2004 om sammensatte produkter

Tar man utgangspunkt i de konkrete pliktene som det ble redegjort for i kapittel 5, kan det drøftes ut i fra dette hvordan reglene har innvirkning på rådgiverens opplysningsplikter.

Lognvik-saken skal brukes i drøftelsen for å illustrere reglene i dag.

Egnethetstesten

Rådgiveren har i dag en plikt til å gjennomføre en egnethetstest, og dokumentasjon av dette skal forelegges til kontroll, se pkt. 5.2. Egnethetstesten er ment å skulle forhindre at kunder investerer i et produkt som ikke samsvarer med deres ønsker og behov.

Ved å anvende Lognvik-saken på reglene om egnethetstesten, kan forskjellen i dagens regelverk illustreres.

I forhold til vilkåret ”finansielt i stand til å håndtere risikoen”, se pkt. 5.2.2, fremgår det av dommens faktum i saken at banken vurderte lånetakers betjeningsevne før lån ble gitt.¹²⁷ Lognvik var med dette sannsynligvis ”finansielt i stand til å håndtere risikoen”. Noe av grunnen til de høye kostnadene, var valget Lognvik fikk mellom fast og flytende rente. Da han valgte flytende rente, økte kostnadene.

For å avgjøre om investeringen var i samsvar med investeringsmålet, følger det av faktum at Lognvik i utgangspunktet var interessert i å investere.¹²⁸ Hvilken forutsetning han hadde for avtaleinngåelsen er likevel usikkert. Det er imidlertid på det rene at han visste det var en langtidsinvestering, og at denne var forbundet med en viss risiko. Dette fremgår av dokumentene han fikk av Storebrand.

I forhold til vilkåret ”nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen”, var Harald Lognvik ingeniør, og sønnen var økonomistudent.¹²⁹ Ser man på uttalelsen fra

¹²⁷ Avsnitt 43

¹²⁸ Avsnitt 3

¹²⁹ Avsnitt 2

Finanstilsynet i rundskriv 4/2008 og den inngående bakgrunnskunnskap som kreves,¹³⁰ er det nærliggende å tro at dette i seg selv ikke er tilstrekkelig etter dagens regelverk.

Det er dermed usikkert hvorvidt Lognvik hadde vært ”egnet” til å investere i produktet. Det må antas i disse tilfellene at det skal vises varsomhet av rådgiveren, og at foretaket derfor skal avstå fra å gi råd om investering i komplekse produkter som AIO/BMA produkter. Dette viser at det kommer klarere frem med dagens regelverk hvem som er egnet til å investere i et sammensatt spareprodukt.

Egnetstesten gir en klar plikt til å foreta til en forhåndsvurdering som rådgiveren må kunne dokumentere. Dette vil imidlertid også være et hjelpemiddel for rådgiveren, ved at han ikke trekker raske beslutninger uten å vurdere alle forhold hos kunden.

Likevel kan det argumenteres for at denne plikten ikke er ny i forhold til aktsomhetsnormen. Som uttalt i Rt. 2000 s. 1679: ” Banken må for dette formål ha en organisasjon som fremskaffer nødvendig informasjon til å oppfylle slike krav, som analyserer disse opplysninger ut fra kundens behov”.

Har rådgiveren oversett vesentlige forhold hos kunden, er det ikke et nytt aktsomhetskrav at en egnetstest er fastsatt i verdipapirforskriften. Omsorgsplikten omfattet også tidligere å ta hensyn til individuelle forhold hos kunden.

Retten kan imidlertid i dag vise til egnetstesten ved aktsomhetsvurderingen. I en sak fra tingretten fant de at en rådgiver hadde opptrådt erstatningsbetingende uaktsomt ved lånefinansiering til et investeringsprodukt. Det ble uttalt av tingretten at :¹³¹

¹³⁰ Se pkt. 5.2.3

¹³¹ Saksnr. 11-073789TVI-STAV s. 21

“ Det sentrale synes her å ha vært hvilken sikkerhet for lån Hansen kunne tilby uten at ekteparets betjeningsevne og livssituasjon synes nærmere vurdert. Under henvisning til gearingen i GEU var neppe investering i GEU ”særlig egnet for lånefinansiering ”.

På denne måten vil det være enklere å vurdere innholdet i hva som ligger i rådgiverens plikter. I forhold til rådgiverens aktsomhet er imidlertid kravet det samme.

Konklusjonen er at egnethetstesten i dag krever at rådgiveren kan dokumentere at det er tatt hensyn til individuelle forhold hos kunden. Der hvor egnethetstesten ikke er utført forsvarlig, gjelder imidlertid det samme i aktsomhetsvurderingen som tidligere.

Avkastning og risiko

Utgangspunktet er at en investor har risikoen for sin egen investeringsbeslutning. Dette vil i mange tilfeller være avgjørende. Det er som nevnt et krav til at det foreligger særlige mangler ved de opplysninger som ble gitt, se pkt. 4.2.4.1.

I Lognvik-saken viste brosjyrer, prospektet og dokumentene at banken opplyste om risikoen ved å investere i produktet. Flertallet kom til at dette var i samsvar med datidens regelverk. I dag stilles det mer detaljerte krav enn det som fremgår av dommen.

Slik som mindretallet fremhevet, ble det ikke opplyst direkte om todelingen, det vil si at det var et opsjonselement i produktet. Det var nettopp opsjonselementet som Lognvik påberopte at det ikke var informert tilstrekkelig om. I dag stilles det krav til å opplyse om produktets enkelte komponenter, jfr. vpf. § 10-13 tredje ledd.

Det påpekes som nevnt i dommen at forskriften for sammensatte produkter § 6 om ”sannsynligheten for avkastning” ikke kunne tillegges vekt etter det eldre regelverket. I dag skal det både oppgis en sannsynlighet for avkastningen med 70%, og historisk avkastning på produktet de siste 5 år. Til begge disse pliktene skal det imidlertid informeres om at de er forbundet med usikkerhet for fremtidig avkastning.

Dette kan avverge en del uheldige investeringer, ved at rådgiveren må opplyse om opsjonselementet mer inngående, og samtidig presisere at det er usikkerheter knyttet til foretakets antakelser om fremtidig avkastning på produktet.

Med utgangspunkt i dette, skal det vurderes hvilken virkning dette vil ha for profesjonsansvaret.

Foretaket må som nevnt gi mer detaljerte opplysninger i dag enn tidligere, og dette krever at de ansatte setter seg nøyere inn i produktet. Det skal mindre til før rådgiveren har overtrådt det objektive vilkåret i vurderingen hvis han for eksempel unnlater å opplyse om de enkelte komponenter i produktet. Det samme gjelder hvis han gir et bilde av at produktet har samme risiko som alminnelig banksparing, uten å opplyse om de særlige risiki som er forbundet med sammensatte produkter. Reglene i loven og forskriftene gir detaljerte regler for hvordan dette klart skal komme frem.

Det skal altså mindre til i dag for å overtre reglene som rammeregelverket oppstiller i forhold til avkastning og risiko, enn de opplysningskrav som gjaldt tidligere. Det er fortsatt for tidlig å si om dette vil ha en innvirkning på ansvarsvurderingen. Likevel er det grunn til å tro at reglene er så klare at det er lettere å oppdage når rådgiveren ikke har opplyst tilstrekkelig om produktet slik at det er forståelig for kunden.

Konklusjonen er at det nye regelverket har innvirkning på rådgiverens opplysningsplikter under profesjonsansvaret.

Kostnadene

Det skal i dag opplyses om de totale kostnadene. Det er ikke lenger mulig å operere med ”skjulte kostnader ” som kommer overraskende på kunden, se pkt. 5.3.2. Hvis kostnadene ikke kan fastlås med sikkerhet, skal beregningen for kostnadene presenteres med en forventning om hva de totale kostnadene kan bli.

I Lognvik-saken ble det påberopt at kostnadene var urimelig høye, når den ble lånefinansiert hos utsteder, med de renter og gebyrer som ble betalt for lånet som ble tatt opp. Det er fortsatt tillatt å gi en lånefinansiering for å investere i et spareprodukt, se pkt. 5.3.3.

Det blir dermed et spørsmål om banken har opplyst tilstrekkelig om disse omkostningene slik at kunden skjønner hva de totale kostnadene forbundet med investeringen innebærer.

Det fremgår av faktum i Lognvik-saken at kunden fikk redegjørelser for omkostningene forbundet med investeringene.¹³² Dette reiser imidlertid spørsmålet om hvilke krav det bør stilles til rådgiveren når det viser seg at kunden ikke har skjønt opplysningene.

Meningen er at kunden skal forstå hva kostnadene innebærer, ikke bare få dem opplyst av rådgiveren. Dette ligger i den omsorgsplikten rådgiveren har som den profesjonelle utøver. Det er ikke tilstrekkelig å informere om for eksempel beregningen av kostnadene hvis kunden ikke har en forutsetning til å skjønne hva dette innebærer.

Det er særlig viktig ved sammensatte produkter hvor det er vanskelig å vise hva totale kostnader blir, og hvordan kostnadene påvirker avkastningspotensialet i produktet. Beregningen kan ha liten verdi for kunden hvis det ikke blir nærmere forklart hva som presenteres for ham. Det må stilles krav til at rådgiveren ikke bare opplyser om totale kostnader, men skal sørge for at kunden forstår kostnadene i sammenheng med avkastningen på investeringen.

Det er særlig de kostnader som reduserer avkastningspotensialet vesentlig, som stiller krav til rådgiverens opplysningsplikt og øvrige forsvarlige opptreden.

¹³² Avsnitt 81

Konklusjonen er at regelverket oppstiller klare krav om at alle kostnader skal opplyses, og dette vil skjerpe rådgiverens plikt til å sette seg inn i hva kunden må regne med av kostnader. Rådgiveren må dessuten forsvarlig informere om kostnadene slik at kunden har en forutsetning for å forstå hva tallene som fremlegges innebærer. Dette kravet gjaldt også tidligere.

Lånefinansieringen

Det er fortsatt lov å selge sammensatte produkter til ikke- profesjonelle, og lånefinansiering til produktene er som nevnt fortsatt tillatt, se pkt. 5.2 og 5.3.3. I dag er det mer omfattende krav til opplysninger rundt lånefinansieringen.

Med uttalelsen fra Finanstilsynet i pressemelding 4/2008 og de inngående opplysninger som skal gis ved en lånefinansiering, Er det blitt en stans i lånefinansiering av sammensatte produkter til ikke-profesjonelle.¹³³

Det som likevel var fremtredene i Lognvik-saken, var at kunden måtte bære noe av risikoen for lånefinansieringen selv, idet han fikk valget om å binde renten.¹³⁴ Dette valgte kunden å ikke gjøre, og dermed økte lånekostnadene. I dette tilfelle ble det kundens egen risiko at utgiftene til lånekostnadene ble svært høye.

Dette reiser spørsmålet om det stilles krav i dag til at rådgiveren forklarer virkningen av at han har valget mellom disse alternativene. Hvis kunden ikke forstår innholdet i hvilket arrangement han velger, reiser dette spørsmålet om rådgiveren bør informere tilstrekkelig om dette i sin omsorgsforpliktelse overfor kunden.

Frarådningsplikten for finansinstitusjoner etter finansavtaleloven § 47 har vært lovfestet før MiFID reglene. Hvis lånefinansiering gis, vil det kun være mer detaljerte regler rundt selve

¹³³ Undersøkelse av finanstilsynet vedrørende salg av spareprodukter i 2011. Lånefinansiering og salg av strukturerte produkter er svært begrenset i dag, se Pressemelding 46/2011 og pressemelding 3/2011.

¹³⁴ Avsnitt 6

lånefinansieringen som er nytt med bestemmelsene. De detaljerte opplysningene oppstiller likevel ingen strengere krav en tidligere i forhold til hvilken *virkning* lånefinansieringen vil få for kunden. Det vil si hvorvidt kunden er i stand til å bære lånekostnadene ved investeringen.

Konklusjonen er at reglene pålegger mer omfattende opplysningsplikter i forhold til lånefinansieringen, men er ingen endring i forhold til hvordan rådgiveren forsvarlig skal vurdere om kunden er i stand til å foreta en lånefinansiering.

7 Avsluttende bemerkninger

Avhandlingen har redegjort for profesjonsansvaret for investeringsrådgivere, og hvilke opplysninger som bør gis om sammensatte spareprodukter til ikke- profesjonelle kunder.

Det har blitt redegjort for egnethetstesten, og hva rådgiveren må ta hensyn til når han skal gi investeringsråd til en kunde. Her viser drøftelsen at det er strenge krav til hvilke kunder som kan tilbys et sammensatt spareprodukt. Det må antas at reglene sammenholdt med uttalelser fra Finanstilsynet, gjør det klart vanskeligere for foretakene å anse et sammensatt produkt som egnet for en ikke- profesjonell kunde.

Drøftelsene viser gjennomgående at det stilles høye krav til at rådgiveren opptrer med varsomhet ved de opplysninger han gir. Det er svært mange detaljregler i forhold til risiko og avkastning, kostnader og lånefinansiering.

Konklusjonene i kapittel 6 viser at detaljreglene ikke har gjort profesjonsutøvelsen noe særlig strengere, men at pliktene kommer klarere frem med et nytt regelverk gjennom detaljerte informasjons- og opplysningsplikter.

Avhandlingen forutsetter imidlertid at de krav som kan utledes av regelverket, er de samme som de avtalebaserte pliktene mellom rådgiveren og kunden. Hvordan verdipapirhandelloven som et rammeregelverk får anvendelse på de privatrettslige konfliktene har blitt søkt å vise gjennomgående i avhandlingen.

Til sammen har drøftelsene vist at rådgiveren må være svært varsom ved å gi tilstrekkelig med opplysninger tilpasset produktet og den enkelte kunde, for å være i samsvar med profesjonsansvaret for investeringsrådgivere.

8 Kildehenvisninger

8.1 Lovregister

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

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

Lov av 13 juni 1969 nr.26 (Skadeersatningsloven)

Lov av 10 juni 1988 nr.40 om finansinstitusjoner og finansieringsvirksomhet (finansieringsvirksomhetsloven)

Lov av 7 des.1956 nr.1 (finanstilsynsloven)

Lov av 25 juni 1996 nr.46 (finansavtaleloven)

Lov av 27 november Nr. 109 (EØS loven)

Lov av 31 mai 1918 nr. 4(avtaleloven)

8.2 Forarbeider

NOU 2006: 3 ” om markeder for finansielle instrumenter”

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

Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) ” Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet m.v.)”

8.3 Forskrifter

Forskrift til verdipapirforskriften (verdipapirforskriften) av 29 juni 2007 nr.876:

FOR-2007- 06-29-876

”Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter”
(forskrift for sammensatte produkter) av 25 sept. 2006 nr. 1317:

FOR-2006-09-25 nr.1317

FOR 2008-02-12 nr. 133

8.4 Direktiver

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

Direktiv 93/22/EØF “Om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer” (ISD)

8.5 Rettspraksis og nemndspraksis

8.5.1 Høyesterettspraksis

Rt. 2012 s. 355

Rt. 2003 s.400

Rt.2001 s. 1702

Rt. 2000 s.1811

Rt.2000 s. 679

Rt. 1995 s. 1350

Rt. 1989 s. 1318

Rt. 1988 s. 7

Rt. 1915 s. 265

8.5.2 Underrettspraksis

8.5.2.1 Lagmannsretten

LB- 2010- 176553

LG-2011-19354.

LF-2010-16348

RG-2008-1362

LG-2007-186965

8.5.2.2 Tingretten

Saksnr. 11-073789TVI-STAV

TOSLO-2010-50925

TOSLO-2009-13966

8.5.3 Nemndspraksis- Finansklagenemda

BKN-2006-30

BKN-2009-165

BKN 2002-116

FINKN-2011-67

8.6 Myndighetspraksis- Finanstilsynet

8.6.1 Brev

Brev 25 september 2006:

Brev 25 september 2006” Sammensatte produkter”

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2006/Sammensatte-produkter/>

8.6.2 Rundskriv

Rundskriv 4/2008:

Rundskriv fra Finanstilsynet, datert 12.02.08

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Rundskriv/2008/1-kvartal/Sammensatte-produkter--endringer-i-forskrift-om-opplysningsplikt-ved-tilbud-om-kjop-av-sammensatte-produkter/>

Rundskriv 4/2004

Rundskriv fra Finanstilsynet, datert 16.02.04

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Rundskriv/2005/Informasjon-ved-salg-av-sammensatte-produkter-herunder-aksjeindekserte-obligasjoner-og-innskudd/>

8.6.3 Pressemeldinger

Pressemelding 17/2008

”Tilbakekall av Glitnir Privatøkonomi AS tillatelser til å yte investeringstjenester”, datert 11.04.2008

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2008/2-kvartal/Tilbakekall-av-Glitnir-Privatokonomi-AS-tillatelser-til-a-yte-investeringstjenester/>

Pressemelding 13/2012

”Finanstilsynet tilbakekaller Acta A.M AS tillatelser til å yte investeringstjenester”, datert 13.04.2012

http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2012/2_kvartal/Finanstilsynet-

[tilbakekaller-Acta-Asset-Management-AS-tillatelser-til-a-yte-investeringstjenester/](#)

Pressemelding 4/2008

”Kredittilsynet strammer inn overfor salg av sammensatte produkter”, datert 12.02.2008
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2008/1-kvartal/Kredittilsynet-strammer-inn-overfor-sammensatte-produkter/>

Pressemelding 46/2011

”Undersøkelse av verdipapirforetakenes salg av spareprodukter”, datert 15.12.2011
http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2011/4_kvartal/Undersokelse-av-verdipapirforetakenes-salg-av-spareprodukter/

Pressemelding 3/2011

”Omfattende undersøkelse av bankenes salg av finansielle instrumenter”, datert 27.01.2011
http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2011/1_kvartal/Omfattende-undersokelse-av-bankenes-salg-av-finansielle-instrumenter/

8.7 Bransjepraksis

” De ti bud for god rådgivningsskikk”

”Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere”
<http://www.autorisasjonsordningen.no/filestore/Grunnlagsdokumenter/god-radgivningsskikk.pdf>

8.8 Juridisk litteratur

Bøker:

- Korling (2010): Korling, Fredric ” Finansrådgivning”(2010) Jure Förlag AB, Stockholm
- Nygaard (2007): Nygaard, Nils” Skade og ansvar” 6 utg. (2007) Universitetsforlaget AS, Bergen
- Bergo (2008): Bergo, Knut” Børs og verdipapirrett” (2008) Cappelen Damm AS, Oslo
- Engh (2009): Engh, Jone ”Finansrådgivers ansvar og plikter ”(2009) Cappelen Damm AS, Oslo
- Hagstrøm (2011) : Hagstrøm, Viggo ”Obligasjonsrett” 2. Utg. (2011) Universitetsforlaget
- Mjølhus (2010): Mjølhus, Jon ”finansprodukter”(2010) Epsilon Capital AS
- Lødrup (2005) : Lødrup, Peder ” Lærebok i erstatningsrett” 5 utg. (2005), Gyldendal Norsk Forlag AS
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude ”Innføring i finansmarkedsrett” (2011), Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS

Artikler:

- Hagstrøm (2010): Hagstrøm, Viggo ” Bankens ansvar for finansiell rådgivning, særlig ved formidling av spareprodukter til forbrukere”(2010). Festskrift til Mads Henry Andenæs 70 år. (FEST-2010-mha-62), Gyldendal Akademisk.
- Hymer (2008): Hymer, Knut A, ” Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven §10-11 om god forretningsskikk”. Tidsskrift for forretningsjuss 2008 s. 183- (TFF-2008-183), Gyldendal Akademisk.
- Ekeland (2009): Ekeland, Lars, ” oppstiller reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven minstekrav til produktene?” (2009), masteroppgave UIO, TFF-2009-2.
- Tyrhaug og Mydske (2008): Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore ” Gjennomføringen av MiFID i norsk rett- oversikt og bakgrunn”, Tidsskrift for forretningsjus, 2008 s.152- (TFF-2008 - 152), Gyldendal Akademisk.
- Tryen (2007): Philip Tryen ” Aksjeanalyse og informasjonsansvar”(2007), Tidsskrift for Rettsvitenskap 2007 s.85 - (TFR-2007-85), Universitetsforlaget.

- Kjønstad (2005): Kjønstad, Asbjørn ” En modell for culpavurderingen”(2005), Tidsskrift for erstatningsrett nr.2 2005 s.87- (TFE-2005-87), Gyldendal Akademisk.
- Selvig (2002): Selvig, Erlend ” Kontraktsutfylling og legalitetsprinsipp. Metodeproblemer i kontrakts- og forvaltningsrettens grenseland”(2002), festskrift til Carsten Smith (FEST- 2002-cs-703), Universitetsforlaget.
- Selvig (2004): Selvig, Erling ” EUs finansmarkedslovgivning: Utviklingslinjer og samspill mellom offentlig- og privatrettslige regler”(2004) Et nordisk seminar, skriftserie nr.102, Det Juridiske Fakultet, Bergen.
- Disposisjon-
Kjørven, Marte (2010): Kjørven, Marte, faglunsj ” Forholdet mellom rammeregelverket for verdipapirmarkedet og de privatrettslige regler for kjøp og salg av finansielle instrumenter” 1 mars 2010, selskapsrettsgruppen ved institutt for privatrett, Universitetet i Oslo.
- ”Rådgiveransvar og ansvarsfraskrivelser”
Artikkel fra nordisk foredrag, hentet fra internett:
http://jura.ku.dk/njm/38/38_29_raadgiveransvar_ansvarsfraskrivelser.pdf/

