

# Verdipapirhandelens regler om beskyttelse av kunder



Universitetet i Oslo  
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 616

Leveringsfrist: 25. november 2009

( \* regelverk for masteroppgave på:

<http://www.jus.uio.no/studier/regelverk/master/eksamensforskrift/kap6.html> )

Til sammen 16478 ord

14.06.2010

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>1</u></b>
1.1	Avgrensning	1
1.2	Temaets aktualitet	1
1.3	Definisjoner	2
1.3.1	Verdipapirforetak	2
1.3.2	Finansielle instrumenter	2
1.3.3	Investeringsjenester	5
1.3.4	Investor	6
<b><u>2</u></b>	<b><u>RETTSKILDER/METODE</u></b>	<b><u>7</u></b>
2.1	Lover	7
2.2	EU-bakgrunn	7
2.2.1	Markets in Financial Instruments Directive	7
2.2.2	Gjennomføringen av Markets in Financial Instruments Directive	8
2.3	Forskrifter	9
2.4	Forarbeider	10
2.5	Rettspraksis	11
2.6	Forvaltningspraksis	11
2.7	Bankklagenemndas praksis	12
2.8	Norges fondsmeglerforbund	13
<b><u>3</u></b>	<b><u>ER DET ANLEDNING TIL Å HA NASJONALE REGLER SOM AVVIKER FRA MIFID</u></b>	<b><u>14</u></b>

<b>3.1</b>	<b>Innledning</b>	<b>14</b>
<b>3.2</b>	<b>Åpner MiFID og kommisjonsdirektivet for å stille ytterligere krav enn de som følger av direktivene</b>	<b>14</b>
3.2.1	Er reglene om god forretningsskikk i norsk rett uttømmende	15
3.2.2	Konklusjon	18
<b>4</b>	<b><u>VERDIPAPIRFORETAKENES OPPLYSNINGSPLIKT</u></b>	<b>19</b>
<b>4.1</b>	<b>Innledning</b>	<b>19</b>
<b>4.2</b>	<b>Generelle krav til opplysningene</b>	<b>19</b>
4.2.1	All informasjon	20
4.2.2	Opplysningene skal være korrekte, klare og ikke villedende	20
<b>4.3</b>	<b>Kvalitative krav til opplysningene</b>	<b>23</b>
4.3.1	Relevante opplysninger	23
4.3.2	Forståelig form	24
4.3.3	Opplysninger om finansielle instrumenter og investeringsstrategier	25
4.3.4	Opplysninger om omkostninger og gebyrer	27
4.3.5	Opplysninger om forventet avkastning	29
<b>4.4</b>	<b>Når inntretr opplysningsplikten?</b>	<b>32</b>
<b>5</b>	<b><u>VERDIPAPIRFORETAKETS RÅDGIVNINGSPLIKT</u></b>	<b>33</b>
<b>5.1</b>	<b>Innledning</b>	<b>33</b>
<b>5.2</b>	<b>Egnethetstesten</b>	<b>34</b>
5.2.1	Kundens investeringsformål	35
5.2.2	Om kunden finansielt er i stand til å håndtere risikoen	37
5.2.3	Om kunden har den nødvendige kunnskap og erfaring til å håndtere risikoen	39
5.2.4	Utfallet av egnethetsvurderingen	41
<b>5.3</b>	<b>Hensiktsmessighetstesten</b>	<b>41</b>
5.3.1	Utfallet av hensiktsmessighetsvurderingen	43
5.3.2	Unntak fra hensiktsmessighetstesten ved mottak, formidling og utførelse av ordre	44

<b>6</b>	<b><u>KRAV TIL DET ENKELTE PRODUKT</u></b>	<b>45</b>
<b>6.1</b>	<b>Innledning</b>	<b>45</b>
<b>6.2</b>	<b>Generelt om kravet til god forretningskikk</b>	<b>46</b>
6.2.1	Har produktkrav støtte i rettskildene	48
<b>6.3</b>	<b>Hvilke produktkrav kan eventuelt oppstilles</b>	<b>52</b>
6.3.1	Nærmere om forvaltningspraksis	52
6.3.2	Kravet om forventet positiv avkastning	57
6.3.3	Konklusjon	58
<b>6.4</b>	<b>Nærmere om kravet om at kostnadsstrukturen ikke kan redusere avkastningspotensialet vesentlig</b>	<b>59</b>
6.4.1	Kostnader ved en investering	59
6.4.2	Kostnadenes størrelse	59
<b>7</b>	<b><u>AVSLUTTENDE MERKNADER</u></b>	<b>60</b>

## 1 Innledning

I denne oppgaven vil jeg behandle reglene om beskyttelse av kunder i lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 § 10-11. Bestemmelsen trådte i kraft 1. november 2007. Jeg vil først behandle verdipapirforetakenes opplysningsplikt, deretter verdipapirforetakenes rådgivningsplikt. Til slutt vil jeg undersøke om verdipapirhandelloven oppstiller krav til de enkelte produktene, samt ta for meg noen krav som eventuelt må kunne oppstilles.

### 1.1 Avgrensning

I denne oppgaven vil jeg kun ta for meg reglene om beskyttelse av de ikke-profesjonelle kundene. For de profesjonelle kundene og de kvalifiserte motpartene er det adgang til å fravike mange av lovens regler. Under redegjørelsen for verdipapirforetakenes opplysningsplikt vil jeg primært behandle opplysninger som skal sikre at kunden treffer en informert investeringsbeslutning, basert på forståelse av det finansielle instrument, investeringstjenesten og risikoen knyttet til disse. Det avgrenses mot verdipapirforetakets opplysningsplikter overfor markedet og tilsynsmyndighetene, og verdipapirforetakets opplysningsplikt i forbindelse med interessekonflikter, jfr. vphl. § 10-10. Formålet med disse reglene er i alle fall delvis et annet enn reglene om beskyttelse av kunder som vil bli behandlet i denne oppgaven. Ved interessekonflikter vil antakeligvis hensynet til markedets integritet stå sentralt.

### 1.2 Temaets aktualitet

De siste årene har det vært et sterkt fokus i media på verdipapirforetakenes investeringsrådgivning. Bransjen har mottatt omfattende kritikk. Spesielt bransjens salg og rådgivning knyttet til sammensatte produkter har fått betydelig negativ omtale. En rapport fra Norsk Regnesentral, utarbeidet på vegne av Finansnæringens Hovedorganisasjon, viser

imidlertid at 2/3 av de solgte sammensatte produktene<sup>1</sup> hadde positiv avkastning. Undersøkelsen knytter seg imidlertid ikke til lånefinansierte sammensatte produkter. I tillegg klarte ikke 2/3 av produktene å oppnå høyere avkastning enn bankrenten.<sup>2</sup>

Den 20. januar 2009 avsa Bankklagenemnda en uttalelse i en sak mellom en forbruker og DnB Nor Bank ASA vedrørende en lånefinansiert aksjeindeksobligasjon.<sup>3</sup>

Bankklagenemnda la til grunn at banken ikke hadde sannsynliggjort at produktet hadde en tilstrekkelig forventet positiv avkastning med lånefinansiering til å forsvare investeringen. Dette medførte at investeringen var i strid med god bankskikk.<sup>4</sup>

### 1.3 Definisjoner

#### 1.3.1 Verdipapirforetak

Verdipapirforetak er foretak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis, jfr. vphl. § 2-3. For å yte slike tjenester må foretaket ha konsesjon, jfr. vphl. § 9-1 (1).

Eksempler på slike foretak vil være bl.a. RS Platou Markets AS, Pareto Securities AS og Arctic Securities ASA.<sup>5</sup>

#### 1.3.2 Finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter er definert i verdipapirhandelloven § 2-2. Med finansielle instrumenter forstås omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater.

---

<sup>1</sup> Undersøkelsen knytter seg til solgte sammensatte produkter i det norske privatmarkedet fra 1997 og med forfall senest innen utgangen av 2008. Undersøkelsen knytter seg videre til historisk avkastning.

<sup>2</sup> Andersson 2009

<sup>3</sup> BKN 2009-1

<sup>4</sup> Både avtl. § 36 og vphl. 1997 § 9-2 ble brukt som begrunnelse. Bankklagenemnda kom til at forbrukeren hadde krav på å bli stilt som om investeringsavtalene og låneavtalen ikke var inngått.

<sup>5</sup> Kredittilsynet 2009

I vphl. § 2-2 andre ledd er omsettelige verdipapirer definert som de verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, herunder aksjer og verdipapirer som kan likestilles med aksjer, obligasjoner og gjeldsinstrumenter, depotbevis for de ovennevnte, og alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer, eller som gir rett til kontant oppgjør. Den viktigste kategorien er de omsettelige verdipapirene, hvor aksjer er den viktigste underkategorien. Oppregningen i vphl. § 2-2 andre ledd nr.1-3 er ikke uttømmende, jfr. ordet ”herunder”. Dette er også forutsatt i forarbeidene.<sup>6</sup> Aksjer er brukt som generelt begrep, og det må antas at aksjer, allmennaksjer og utenlandske aksjer er omfattet.<sup>7</sup> Når det gjelder aksjer er det ikke gitt at de er omsettelige.<sup>8</sup> Etter definisjonen i vphl. § 2-2 andre ledd er det ikke noe krav om at verdipapiret skal være omsettelig i det konkrete tilfellet. Bestemmelsen retter seg mot verdipapirer som etter sin art er omsettelige.<sup>9</sup>

I vphl. § 2-2 tredje og fjerde ledd blir verdipapirfundsandeler og pengemarkedsinstrumenter nærmere definert. Definisjonen av derivater følger av vphl. § 2-2 femte ledd nr. 1-5. Det fremgår av bestemmelsen hvilke typer derivater og lignende avtaler som skal regnes som finansielle instrumenter. Et derivat<sup>10</sup> er en avtale om en fremtidig transaksjon til en pris som bestemmes på avtaletidspunktet. Derivater er verdipapirer hvor avkastningen er avhengig av et underliggende aktivum. Ved et valutaderivat vil derfor avkastningen avhenge av utviklingen i valutamarkedet. Et derivat kan bl.a. være en opsjon til å kjøpe noe til en bestemt pris på et fremtidig tidspunkt,<sup>11</sup> for

---

<sup>6</sup> Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 419

<sup>7</sup> En aksje er en andel i et selskap hvor deltakerne ikke har noe personlig ansvar, helt eller udelt for selskapets forpliktelser, jfr. asl. § 1-1 andre ledd.

<sup>8</sup> Vedtektene kan begrense omsetteligheten til en aksje.

<sup>9</sup> Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 419

<sup>10</sup> Jusleksikon 2002 s. 55

<sup>11</sup> NOU 2006:3 s. 40

eksempel en rett til å kjøpe aksjer. Blant de ikke-profesjonelle kundene er derivater knyttet til en aksjeindeks utbredt.

Utenfor definisjonene i vphl. § 2-2 faller andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper. Forarbeidene legger til grunn at MiFID ikke omfatter slike andeler.<sup>12</sup>

### 1.3.2.1 Sammensatte produkter

Et sammensatt produkt består av en innskudds- eller obligasjonsdel og en derivatdel, jfr. forskrift om opplysningsplikt ved tilbud og kjøp av sammensatte produkter<sup>13</sup> § 2. Produktet omtales gjerne som et garantert spareprodukt, ettersom innskudds- eller obligasjonsdelen skal sikre at investoren får tilbake det investerte beløp (vanligvis eksklusiv kostnader) ved obligasjonens forfall. Der det sammensatte produktet består av en obligasjonsdel og en derivatdel, vil begge elementene være omfattet av definisjonen av finansielle instrumenter i vphl. § 2-2. Dette medfører at kravet til god forretningsskikk kommer direkte til anvendelse både på obligasjonsdelen og derivatdelen.

Der produktet består av en innskuddsdel og en derivatdel vil kun derivatdelen være et finansielt instrument. Et innskudd er ikke et omsettelig verdipapir, og derfor ikke et finansielt instrument, jfr. vphl. § 2-2 (1) nr. 1. Hvor finansinstitusjoner formidler eller selger sammensatte produkter med innskuddsdel, kommer forskrift om sammensatte produkter til anvendelse, jfr. forskriftens § 1. Forskriften er gitt med hjemmel i finansieringsvirksomhetsloven<sup>14</sup>. Finansinstitusjoner er definert i finansieringsvirksomhetsloven § 1-3 som selskap, institusjon eller annen institusjon som driver finansieringsvirksomhet. Finansieringsvirksomhet er definert i § 1-2 som å yte, formidle eller stille garanti for kreditt, eller på annen måte medvirke til finansiering av

---

<sup>12</sup> NOU 2006:3 s. 34

<sup>13</sup> Forskrift 25. september 2006 nr. 1317 gjelder ikke for verdipapirforetak, jfr. § 1 og Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-3.

<sup>14</sup> Lov 10. juni 1988 nr. 40



annen virksomhet enn sin egen. Forskrift om sammensatte produkter kommer til anvendelse bl.a. på banker og finansieringsforetak. Det følger av forskrift om sammensatte produkter § 1 fjerde ledd at verdipapirforskriften kapittel 10, med visse unntak, gjelder tilsvarende for finansinstitusjoner som tilbyr sammensatte produkter. Dette tyder på at kravet til god forretningsskikk gjelder for finansinstitusjoner, uavhengig av om det sammensatte produktet består av en innskuddsdel og en derivatdel, eller en obligasjonsdel og en derivatdel.

Hvor et verdipapirforetak selger et innskuddsbasert sammensatt produkt kommer i utgangspunktet verdipapirhandelloven, herunder kravet til god forretningsskikk, bare til anvendelse på derivatdelen. Kredittilsynet har i rundskriv 4/2008 lagt til grunn at sammensatte produkter med innskuddsdel og obligasjonsdel fortøner seg like for kundene, og i hovedsak utstedes av samme utstedere. Kredittilsynet legger derfor til grunn at det vil være uheldig med ulik regulering. Dette taler for at verdipapirhandelloven må gis analogisk anvendelse på innskuddsdelen.

### 1.3.3 Investerings tjenester

Investerings tjenester er definert i vphl. § 2-1. Det omfatter bl.a. mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med et finansielt instrument, utførelse av ordre på vegne av kunde, investeringsrådgivning og aktiv forvaltning.

Investeringsrådgivning er definert i vphl. § 2-4 (1). Investeringsrådgivning vil si personlig anbefaling til en kunde i forbindelse med transaksjoner med bestemte finansielle instrumenter, enten etter initiativ fra kunden eller verdipapirforetaket.

Investeringsrådgivning omfatter typisk situasjonen at marketsavdelingen i den lokale banken kontakter kunder, arrangerer et møte, og diskuterer med kunden om denne vil være interessert i ulike plasseringsformer.

Aktiv forvaltning skiller seg fra ordreformidling og utførelse. Ved aktiv forvaltning har verdipapirforetaket eller investeringsrådgiveren en løpende fullmakt til å foreta kjøp, salg

og andre transaksjoner med finansielle instrumenter på vegne av kunden.<sup>15</sup> Innenfor fullmakten er forvalteren gitt et vidt skjønn ved valg av investeringsprodukt, og tidspunktet for gjennomføring av den enkelte transaksjon. Ved aktiv forvaltning gjennomfører verdipapirforetaket en rekke transaksjoner på vegne av kunden, uten at kunden formelt treffer noen investeringsbeslutning før den enkelte transaksjon.

#### 1.3.4 Investor

Det følger av verdipapirforskriften av 29. juni 2007 nr. 876 § 10-1 at verdipapirforetaket skal foreta en klassifisering av sine kunder. Bakgrunnen for klassifiseringen er hvilken grad av investorbeskyttelse kunden kan regne med å få. Kundene skal deles inn i ikke-profesjonelle kunder, profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter. I det videre brukes betegnelsen investor eller kunde på den som foretar en investering.

##### 1.3.4.1 Kvalifisert motpart

Kvalifiserte motparter er definert i verdipapirhandelloven § 10-14 annet ledd. Dette omfatter bl.a. verdipapirforetak, verdipapirfond, kredittinstitusjoner og offentlige myndigheter. Ut ifra ordlyden i bestemmelsen skulle en tro at offentlige myndigheter også omfattet kommuner. Det følger imidlertid av forarbeidene<sup>16</sup> at departementet antar at kommuner ikke omfattes av alternativet ”offentlige myndigheter”.

##### 1.3.4.2 Profesjonell kunder

Profesjonelle kunder er definert i verdipapirforskriften § 10-2. Kategorien omfatter bl.a. kvalifiserte motparter som nevnt i vphl. § 10-14 annet ledd. Videre omfattes juridiske personer av en viss økonomisk størrelse, samt andre institusjonelle investorer hvor hovedvirksomheten består i å investere i finansielle instrumenter.

---

<sup>15</sup> Michaelsen 2007 note 10

<sup>16</sup> Jfr. Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 118

### 1.3.4.3 Ikke-profesjonell kunde

Kunder som verken klassifiseres som kvalifiserte motparter eller profesjonelle kunder, regnes som ikke-profesjonelle kunder. Kunder som regnes til denne kategori har krav på størst investorbekyttelse. Innenfor denne kategori finner man bl.a. den alminnelige småsparer uten nevneverdig kunnskap om finansmarkeder og investeringer. I denne oppgaven vil jeg fokusere på de ikke-profesjonelle kundene.

## 2 Rettskilder/Metode

### 2.1 Lover

I denne oppgaven vil jeg primært benytte meg av verdipapirhandelloven av 2007. Som følge av Bankklagenemndas uttalelse i BKN-2009-1 vil også avtaleloven § 36 og verdipapirhandelloven 1997 § 9-2 bli berørt.

### 2.2 EU-bakgrunn

Norsk rett følger med enkelte modifiseringer det dualistiske system.<sup>17</sup> Dette innebærer at man ser på den nasjonale rett og folkeretten som to atskilte systemer. For at en folkerettslig regel skal bli gjeldende nasjonal rett må den vedtas særskilt. Rettsakter fra EU må gjennomføres for at de skal få status som norsk rett.

#### 2.2.1 Markets in Financial Instruments Directive

I 1999 utarbeidet kommisjonen Financial Services Action Plan.<sup>18</sup> Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), rådsdirektiv 2004/39, er en del av EUs større arbeid med å skape et indre marked for finansielle tjenester i EU og EØS.<sup>19</sup> Direktivet retter seg ikke bare mot markedene for finansielle instrumenter, men også mot tilbyderne av investeringstjenester.<sup>20</sup> Direktivet tar sikte på å skape et mer harmonisert verdipapirmarked

---

<sup>17</sup> Krüger 2001 s. 90

<sup>18</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 153

<sup>19</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 153

<sup>20</sup> NOU 2006:3 pkt. 1.1.2

i Europa.<sup>21</sup> Direktivet opphever<sup>22</sup> bl.a. det tidligere Investment Services Directive<sup>23</sup> (ISD). Andre formål MiFID skal ivareta er økt konkurranse mellom tilbydere av investeringstjenester og å styrke investorbekyttelsen.<sup>24</sup> Egnethetstesten og hensiktsmessighetstesten er eksempler på regler som styrker investorbekyttelsen. Reglene skal bidra til at verdipapirforetakene kan tilpasse sine tjenester etter kundens behov.<sup>25</sup>

### 2.2.2 Gjennomføringen av Markets in Financial Instruments Directive

Gjennomføringen av MiFID er skjedd etter Lamfalussy-prosessen. Prosessen består av fire nivåer. MiFID er et rammedirektiv på nivå 1 vedtatt av Det europeiske råd og Europaparlamentet. På nivå 2 har EU-kommisjonen fastsatt utfyllende regler gjennom kommisjonsdirektivet<sup>26</sup> og kommisjonsforordningen<sup>27</sup>. Kommisjonsdirektivet og kommisjonsforordningen kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett.<sup>28</sup>

På nivå 3 skal et samarbeid mellom europeiske tilsynsmyndigheter sikre koordinert tolkning og håndhevelse. Arbeidet skjer i regi av CESR (Committee of European Securities Regulators) og Kredittilsynet er medlem av komiteen.<sup>29</sup> CESR har blant annet utarbeidet et dokument med spørsmål og svar<sup>30</sup> knyttet til MiFID. På nivå 4 skal EU-kommisjonen (for Norges del ESA) sikre at reglene gjennomføres og håndheves i medlemslandene. Dersom

---

<sup>21</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 153

<sup>22</sup> NOU 2006:3 pkt. 1.1.2

<sup>23</sup> Direktiv 1993/22/EEC

<sup>24</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 154

<sup>25</sup> Michaelsen 2007 note (\*)

<sup>26</sup> Direktiv 2006/73/EC

<sup>27</sup> Kommisjonsforordning 1287/2006

<sup>28</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 155

<sup>29</sup> NOU 2006:3 pkt. 1.1.3

<sup>30</sup> Your questions on MiFID

reglene ikke håndheves eller gjennomføres i medlemslandene, kan EF-domstolen (for Norges del EFTA-domstolen) forfølge brudd.<sup>31</sup>

Som følge av at det dualistiske system er MiFID, kommisjonsdirektivet og kommisjonsforordningen gjennomført i Norge gjennom verdipapirhandelloven, børsloven, verdipapirforskriften og børsforskriften. Det er disse lovene Stortinget har vedtatt, ikke direktivene og forordningen.<sup>32</sup> Likevel vil rettsaktene fra EU ha stor betydning som tolkningsfaktor.<sup>33</sup> De norske reglene baserer seg på regler fra EU. Det følger av forarbeidene<sup>34</sup> at departementet har lagt seg tett opp mot direktivets ordlyd for å avskjære tvil om hvorvidt Norge har gjennomført sine EØS-forpliktelser. Argumenter fra alle de ulike nivåene vil være relevante ved tolkningen av verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. Hvilken vekt MiFID skal tillegges avhenger av om direktivet er et minimumsdirektiv<sup>35</sup> eller totalharmoniseringsdirektiv<sup>36</sup>. Ved minimumsdirektiv kan medlemsstatene vedta eller opprettholde regler som stiller borgerne bedre enn det EU-direktivet gjør. Et totalharmoniseringsdirektiv tillater ikke rettsregler som ikke kan utledes fra direktivet. Hvilken status MiFID har drøftes i kapittel 3.2.

### 2.3 Forskrifter

Den viktigste forskriften er verdipapirforskriften av 29. juni 2007 nr. 876.

Verdipapirforskriften gjennomfører nivå 2-regler i norsk rett.<sup>37</sup> Det foreligger et høringsnotat utarbeidet av en arbeidsgruppe bestående av Kredittilsynet, FNH, Oslo Børs, Norges Fondsmeglerforbund og Finansdepartementet, publisert på Finansdepartementets

---

<sup>31</sup> Ekland 2009 s. 184

<sup>32</sup> Jfr. Grl. § 76

<sup>33</sup> Rt. 2000 s. 1811 (1826)

<sup>34</sup> Jfr. ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 32

<sup>35</sup> Se Høvik 2006 s. 27

<sup>36</sup> Se Høvik 2006 s. 27

<sup>37</sup> Høringsnotat 2007

internettside. Også forarbeider til forskrifter kan ha betydning som rettskildefaktor. Forarbeider til forskrifter blir ofte ikke publisert, og dermed svekkes deres rettskildemessige vekt betydelig. Høringsnotatet er i dette tilfellet publisert på Finansdepartementets internettside. Så lenge høringsnotatet ikke gir anvisning på en løsning i strid med forskriftens ordlyd, må det være tillatt å legge vekt på argumenter fra høringsnotatet.

## 2.4 Forarbeider

Forarbeidene til verdipapirhandelloven er NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud, NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter, Ot.prp. nr. 34 2006-2007 og Innst. O. nr. 70 2006-2007. Hvilken vekt som skal tillegges argumenter fra forarbeidene vil bl.a. avhenge av lovens alder. Hvor loven er ung vil ikke rettspraksis ha rukket å fastlegge forståelsen av de ulike bestemmelsene i loven. Verdipapirhandelloven er relativt ny og dette taler for at forarbeidene til verdipapirhandelloven bør tillegges betydelig vekt. I motsatt retning trekker lovens EØS-rettslige bakgrunn. Høyesterett har i Rt. 2000 s. 1811 lagt til grunn at presumpsjonsprinsippet også gjelder i forhold til EØS-avtalen. MiFID ble besluttet innlemmet i EØS-avtalen av EØS-komiteen 29. April 2005<sup>38</sup>. Stortinget godkjente beslutningen 4. april 2006<sup>39</sup>. MiFID utgjør følgelig en del av EØS-avtalen.

Presumpsjonsprinsippet går ut på at norsk rett formodes å være i overensstemmelse med folkeretten.<sup>40</sup> Prinsippet vil ha stor betydning ved valg av tolkningsalternativ.<sup>41</sup> Det vil påvirke slutningen og vekten av de argumenter som kan utledes fra de ulike rettskildefaktorene. Dersom en uttalelse i forarbeidene kan forstås på flere måter, bør den forståelse som er i samsvar med EØS-retten legges til grunn. Et eksempel på dette finner vi i Rt. 1997 s. 1954. En klar uttalelse i forarbeidene ble satt til side på bakgrunn av EF-domstolens praksis. Presumpsjonsprinsippet tilsier at forarbeidene til verdipapirhandelloven

---

<sup>38</sup> Stortinget 2006

<sup>39</sup> Stortinget 2006

<sup>40</sup> Jusleksikon 2002 s. 227

<sup>41</sup> EØS-rett 2003 s. 362

har mindre betydning enn forarbeider til lover uten EØS-rettslig bakgrunn. Prinsippet tilsier videre at forarbeidene til verdipapirhandelloven bør tillegges mindre vekt enn forarbeidene til andre lover av samme alder.

## 2.5 Rettspraksis

Det finnes generelt lite rettspraksis på verdipapirrettens område sammenlignet med andre rettsområder. I forhold til verdipapirhandelloven av 2007 kan dette skyldes at loven er relativt ny. Også opprettelsen av Bankklagenemnda spiller inn på omfanget av rettspraksis. Et annet moment som kan ha betydning er at verdipapirhandelloven gjelder ved handel i finansielle instrumenter. Disse er ofte kurssensitive. Et omfattende saksanlegg for norske domstoler vil lett ta tid, og de finansielle instrumentene vil kunne svinge i verdi. Dette kan gi partene et incentiv til å komme til en minnelig løsning.

## 2.6 Forvaltningspraksis

I medhold av vphl. § 15-1 andre ledd er Kredittilsynet gitt myndighet til å føre tilsyn med verdipapirforetakenes virksomhet og overholdelse av verdipapirlovgivningen.

Kredittilsynet utfører stedlig tilsyn hos verdipapirforetakene for å undersøke om de overholder verdipapirlovgivningen. Kredittilsynets lovforståelse kommer bl.a. til uttrykk i brev, rundskriv og presseskriv. Disse publiseres på Kredittilsynets internettside. I utgangspunktet er det domstolene, med Høyesterett i spissen, som fastsetter rekkevidden av de ulike lovbestemmelsene.

Kredittilsynets tolkninger vil antakeligvis bli tillagt betydelig vekt av verdipapirforetakene. Dette har sin bakgrunn i at Kredittilsynet etter vphl. § 9-4 (1) er gitt myndighet til bl.a. å tilbakekalle et verdipapirforetaks tillatelse til å yte investeringstjenester, helt eller delvis endre tillatelsen, eller stille vilkår for tillatelsen. Dette tilsier at verdipapirforetakene vil tilstrebe å følge den lovtolkning Kredittilsynet legger til grunn.

Kredittilsynets vedtak kan påklages til Finansdepartementet, jfr. fvl. § 28 Hvis Finansdepartementet etter klage overprøver Kredittilsynets tolkning, må Finansdepartementets forståelse legges til grunn.

## 2.7 Bankklagenemndas praksis

Bankklagenemnda<sup>42</sup> er en klagenemnd for bank, finans og verdipapirfond. Etter hovedavtalens<sup>43</sup> § 2-2 har nemnda kompetanse til å behandle klager mot et verdipapirforetak når tvisten gjelder investeringsrådgivning. Bankklagenemnda behandler kun klager fra forbrukere. Kun ikke-profesjonelle kunder som er forbrukere vil kunne få sin sak behandlet ved Bankklagenemnda. Det følger av hovedavtalens § 2-3 at nemndas uttalelser kun er rådgivende. Videre følger det av bestemmelsen at dersom verdipapirforetaket ikke ønsker å følge uttalelsen, må de gi Bankklagenemndas sekretariat en skriftlig begrunnet tilbakemelding innen 3 uker. Bankklagenemndas behandling er skriftlig, jfr. hovedavtalens kapittel 4. Dette, sammenholdt med at uttalelsene kun er rådgivende, kan være med på å svekke den rettskildemessige vekten til uttalelsene. I 2008 ble imidlertid alle uttalelsene som gikk mot institusjonene fulgt.<sup>44</sup>

I Rt. 1984 s. 248 uttaler Høyesterett seg om praksis fra Næringslivets Konkurransesvalg. Konkurransesvalgets uttalelser er i utgangspunktet rådgivende. Høyesterett uttaler enstemmig på side 258 at

*”De responsa som avgis av et organ som Næringslivets konkurransevalg binder ikke domstolene, selv om jeg er enig i at det ofte vil være naturlig å tillegge dem betydelig vekt.”*

Hagstrøm<sup>45</sup> antar at domstolene vil forholde seg til Bankklagenemndas uttalelser på samme måte som uttalelser fra næringslivets konkurransevalg. Videre har

---

<sup>42</sup> Bankklagenemnda ble etablert av Finansnæringens Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen i Norge, Finansieringsselskapenes Forening, Verdipapirfondenes Forening og Forbrukerrådet.

<sup>43</sup> Vedtektene er godkjent ved kongelig resolusjon av 19. mai 2000.

<sup>44</sup> Årsberetning 2008

<sup>45</sup> Hagstrøm 2004 s. 58



Banklovkommisjonen<sup>46</sup> uttalt at: ”Nemnda har vært tilført ressurser som har gjort den i stand til å behandle innkomne klager på en effektiv og forsvarlig måte.” Uttalelsene fra Høyesterett, Banklovkommisjonen og Hagstrøm tyder på at det generelt bør legges betydelig vekt på Bankklagenemndas uttalelser.

Hvor Bankklagenemndas uttalelser er omstridte, og blir brakt inn for domstolene, vil uttalelsene ha liten vekt som selvstendig rettskildefaktor. Dette tilsier at uttalelsen i BKN 2009-1 antakeligvis ikke bør tillegges mye vekt. Uttalelsen kan imidlertid inneholde vurderinger og argumenter som kan ha en viss betydning ved forståelsen av reglene i verdipapirhandelloven.

## 2.8 Norges fondsmeglerforbund

Norges Fondsmeglerforbund er en landsomfattende næringslivsorganisasjon for verdipapirforetak. Forbundet har per i dag<sup>47</sup> 37 medlemmer. Forbundet utarbeider bl.a. bransjestandarder og bransjeanbefalinger samt etiske normer. Norges Fondsmeglerforbund har i tillegg opprettet et etisk råd som skal behandle klagesaker mot medlemmer fra kunder eller andre verdipapirforetak.<sup>48</sup> Praksis fra Norges Fondsmeglerforbund kan belyse bransjepraksisen knyttet til verdipapirforetak. I tillegg vil bransjeanbefalinger fra Norges Fondsmeglerforbund kunne gi en indikasjon på hva som utgjør bransjestandarden på verdipapiriområdet. Praksis og bransjestandarder vil være en relevant rettskildefaktor<sup>49</sup> bl.a. ved fastleggelsen av innholdet av kravet til god forretningsskikk.

---

<sup>46</sup> NOU 1994:19 Finansavtaler og finansoppdrag s.100

<sup>47</sup> Medlemsliste 2009

<sup>48</sup> Se behandlingsregler for saker i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer § 2-4

<sup>49</sup> Eckhoff 2000 s. 23

### 3 Er det anledning til å ha nasjonale regler som avviker fra MiFID

#### 3.1 Innledning

I dette kapittelet vil jeg først undersøke om MiFID og kommisjonsdirektivet utgjør fullharmoniserte regler. Dersom MiFID og kommisjonsdirektivet utgjør fullharmoniserte regler, kan Norge i utgangspunktet ikke opprettholde regler som avviker fra direktivene. Deretter vil jeg undersøke om reglene om god forretningsskikk er uttømmende angitt i norsk rett.

#### 3.2 Åpner MiFID og kommisjonsdirektivet for å stille ytterligere krav enn de som følger av direktivene

Verdipapirhandelloven § 10-11 har sin bakgrunn i MiFID art. 19. Ved bruk av ordene ”in particular”<sup>50</sup> i MiFID art. 19 første ledd gir bestemmelsen uttrykk for at den ikke er ment å være uttømmende. Dette støttes også av at MiFID er et rammedirektiv som forutsetter gjennomføring av ytterligere rettsregler.<sup>51</sup>

I forarbeidene uttaler departementet at

*”På områder som omfattes av gjennomføringsdirektivet, kan det som hovedregel antas at en befinner seg på et fullharmonisert område.”*<sup>52</sup>

Dette støttes også av at kommisjonsdirektivet art. 4 oppstiller prosedyrer for hvordan medlemsstatene i visse tilfeller kan opprettholde regler som går lenger enn direktivet krever. Prinsippet omtales gjerne som forbudet mot ”goldplating”.<sup>53</sup> Også CESR legger til grunn at områder som reguleres av kommisjonsdirektivet innebærer fullharmoniserte

---

<sup>50</sup> Ot. prp. nr. 34 pkt. 7.3.2

<sup>51</sup> Jfr. Lamfalussy-prosessen

<sup>52</sup> I denne oppgaven er gjennomføringsdirektivet betegnet kommisjonsdirektivet.

<sup>53</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 161

regler.<sup>54</sup> Kommisjonsdirektivet gir i art. 26-45 regler om hvordan MiFID art. 19 skal gjennomføres. Dette tyder på at reglene om god forretningsskikk i MiFID og kommisjonsdirektivet samlet sett må anses som fullharmoniserte regler.<sup>55</sup> På områder som ikke reguleres av EU-reglene er det tillatt med avvikende nasjonale regler.<sup>56</sup>

### 3.2.1 Er reglene om god forretningsskikk i norsk rett uttømmende

Det følger av kommisjonsdirektivet art. 4 at medlemsstatene på visse vilkår kan opprettholde avvikende regler på områder som omfattes av kommisjonsdirektivet, dersom de prosedyrer art. 4 foreskriver benyttes. I forhold til reglene om god forretningsskikk har Norge ikke meddelt ESA om strengere regler. EU-reglene om god forretningsskikk må derfor antakeligvis anses uttømmende angitt gjennom MiFID og kommisjonsdirektivet.

Spørsmålet blir om kravet til innholdet i god forretningsskikk i vphl. § 10-11 første ledd er uttømmende angitt i de utfyllende reglene i vphl. § 10-11 andre til tolvte ledd og verdipapirforskriften, eller om det i nasjonal rett kan oppstilles mer absolutte regler enn direktivbestemmelsene legger opp til. Det forhold at det er snakk om en omfattende detaljregulering taler for at standarden god forretningsskikk er uttømmende angitt gjennom vphl. § 10-11 og reglene i verdipapirforskriften. Hensynet til harmonisering og like konkurranseregler trekker i samme retning.<sup>57</sup>

Uttalelser i forarbeidene trekker imidlertid i motsatt retning. Departementet uttaler i Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 104 at

---

<sup>54</sup> Jfr. Your questions on MiFID question 144

<sup>55</sup> Ekland 2009 s. 189

<sup>56</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 160

<sup>57</sup> Ekland 2009 s. 190

*”Generelt vil departementet bemerke at de mer presise angivelsene i direktivet og gjennomføringsreglene, ikke kan ansees som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden ”god forretningsskikk”.”*

Departementet legger altså til grunn at innholdet i kravet til god forretningsskikk ikke er uttømmende angitt. I spesialmotivene<sup>58</sup> til § 10-11 uttaler departementet at kravet til god forretningsskikk må utdypes og konkretiseres i bestemmelsen, men at bestemmelsen ikke uttømmende angir hva som ligger i standarden. I departementets avslag på klage fra Caveo<sup>59</sup> legges det til grunn at innholdet i kravet til god forretningsskikk må utdypes, konkretiseres og tolkes i lys av de øvrige bestemmelsene i paragrafen.

I forarbeidene uttales det på generelt grunnlag at der hvor direktivet angir prinsipper verdipapirforetakene må forholde seg til, er reglene ment å være uttømmende. Verdipapirforetakene vil gjennom utøvelsen av eget skjønn ha ansvaret for at prinsippene gjennomføres i eget foretak.<sup>60</sup> Det sies ikke noe eksplisitt om hvilke prinsipper det siktes til. Reglene om investorbeskyttelse står sentralt ved utformingen av verdipapirhandelloven, og det må kunne legges til grunn at god forretningsskikk er et av prinsippene hvor verdipapirforetaket har en skjønnsmargin.

Dette tilsier at det ikke er tillatt med strengere nasjonale regler enn det som følger av MiFID og kommisjonsdirektivet, jfr. forbudet mot goldplating. Det er i utgangspunktet opp til verdipapirforetakene å anvende skjønn når de praktiserer god forretningsskikk i eget foretak. Dette er i tråd med direktivet hvor tanken er at verdipapirforetakene selv skal beholde ansvaret for å overholde reglene gjennom utøvelse av skjønn.<sup>61</sup> Så langt synes det ikke å foreligge noen motstrid mellom de norske gjennomføringsreglene og direktivene.

---

<sup>58</sup> Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 436

<sup>59</sup> Finansdepartementet 2009 b

<sup>60</sup> Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 32

<sup>61</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 162

Kredittilsynet fører som tilsynsmyndighet kontroll med at foretakenes praktisering av god forretningsskikk er forsvarlig og i henhold til lovens krav. EU-kommisjonen forutsetter at tilsynsmyndighetene skal gi verdipapirforetakene veiledning knyttet til overholdelse av verdipapirlovgivningen.<sup>62</sup> Kredittilsynet har anledning til å ilegge sanksjoner dersom foretakenes praksis ikke overholder de generelle skjønnsmessige reglene.<sup>63</sup> Mydske og Tyrhaug<sup>64</sup> er enig i at Kredittilsynet har anledning til å reagere. De er derimot kritiske hvor tilsynsmyndighetene gir bindende utfyllende regler. Problemet er at Kredittilsynet gjennom sin tilsynsmyndighet kan komme til å oppstille retningslinjer som pålegger verdipapirforetakene ytterligere krav ved at skjønnnet låses. Dette vil kunne være i strid med forbudet mot goldplating.

Gjennom stedlige tilsyn og i konkrete klagesaker, kan det, som følge av at Kredittilsynet er tilsynsmyndighet, utvikle seg en form for praksis for hvordan foretakene skal praktisere god forretningsskikk. En slik praksis kan også utarbeides gjennom generelle retningslinjer. Hensynet til forutberegnelighet for verdipapirforetakene tilsier at en slik praksis kan aksepteres uten at dette innebærer ytterligere krav til verdipapirforetakene enn det som er tillatt etter MiFID og kommisjonsdirektivet. Reglene om god forretningsskikk er skjønnsmessige og også Kredittilsynet vil ha en viss skjønnsmargin ved håndhevelse av reglene. Dersom Kredittilsynet gjennom sin praktisering utvikler retningslinjer som fungerer som absolutte minstekrav, som ikke kan fravikes i det konkrete enkelttilfellet, vil dette kunne være i strid mot forbudet mot goldplating.<sup>65</sup> Et av formålene med EØS-avtalen er å sikre rettshomogenitet i medlemsstatene. Også dette hensynet taler for at retningslinjer som innebærer absolutte minstekrav ikke kan aksepteres da dette vil kunne medføre særskilte nasjonale reguleringer.

---

<sup>62</sup> Background Note pkt. 2.1

<sup>63</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 162

<sup>64</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 162

<sup>65</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 162

Retningslinjer som er ment som, og for verdipapirforetakene fremstår som, en generell instruks for utøvelsen av skjønnet, vil antakeligvis være i strid med forbudet mot goldplating.<sup>66</sup> Ikke-bindende retningslinjer med anbefalinger vil antakeligvis kunne godtas, forutsatt at det ikke fremstår som en generell instruks for utøvelsen av skjønnet.

Domstolene er ikke bundet av forvaltningens forståelse av innholdet i ”god forretningsskikk”. Det er praksis fra domstolene med Høyesterett i siste instans som gir uttrykk for gjeldende rett.<sup>67</sup> Likevel er det rimelig å anta at domstolene kan komme til å legge vekt på praksis fra Kredittilsynet og Finansdepartementet ved fastleggelsen av innholdet i kravet til ”god forretningsskikk”. Utgangspunktet er uansett at domstolene ikke er bundet av forvaltningens lovforståelse. Ved tvil om forståelsen av en bestemmelse med bakgrunn i et direktiv, kan domstolene innhente en rådgivende uttalelse fra EFTA-domstolen.<sup>68</sup>

### 3.2.2 Konklusjon

Konklusjonen blir, slik jeg ser det, at det ikke er tillatt med strengere nasjonale regler enn det som følger av direktivene. Videre vil det heller ikke være anledning til å låse skjønnet nasjonalt, for eksempel gjennom bindende retningslinjer. Det er i utgangspunktet verdipapirforetakene som må sørge for at kravet til god forretningsskikk ivaretas i eget foretak. Kredittilsynet kan gi verdipapirforetakene veiledning, men må påse at veiledningen ikke fratar eller låser verdipapirforetakenes skjønn.

---

<sup>66</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 168

<sup>67</sup> Grl. § 88

<sup>68</sup> Hjemmelen for å innhente en slik uttalelse er domsstolloven § 51 a. Etter ODA (Avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkningsorgan og en Domstol) art. 34 kan EFTA-domstolen gi en uttalelse i en verserende sak. Norske domstoler har ingen absolutt plikt til å innhente slike uttalelser.

## 4 Verdipapirforetakenes opplysningsplikt

### 4.1 Innledning

I dette kapittelet vil jeg ta for meg verdipapirforetakenes opplysningsplikt overfor kunder og potensielle kunder.

Det følger av vphl. § 10-11 (2) at verdipapirforetakene har en omfattende opplysningsplikt overfor sine kunder og potensielle kunder. Opplysningsplikten er en del av kravet til god forretningsskikk, og bidrar til å ivareta kundens interesser. Bakgrunnen for opplysningsplikten er at kunden skal kunne foreta en veloverveid investeringsbeslutning, basert på korrekte opplysninger og informasjon kunden er i stand til å forstå. Opplysninger om risiko, omkostninger og gebyrer står sentralt. Fremstillingen tar ikke sikte på å gi en uttømmende redegjørelse for verdipapirforetakenes opplysningsplikt. I dette kapittelet vil jeg først ta for meg de generelle kravene som stilles til opplysningene. Deretter vil jeg drøfte hvilke krav som stilles til de konkrete opplysningene, bl.a. at opplysningene er relevante og i en forståelig form. Deretter vil jeg ta for meg krav til opplysninger om finansielle instrumenter og investeringsstrategier, samt krav til opplysninger om omkostninger og gebyrer. Til slutt vil jeg undersøke hvilke krav som stilles til opplysninger om forventet avkastning.

### 4.2 Generelle krav til opplysningene

Vphl. § 10-11 tredje ledd oppstiller en rekke generelle krav til opplysningene. Det følger av bestemmelsen at:

*”Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan.”*

Bestemmelsen oppstiller ikke bare krav til at opplysningene faktisk er gitt. Det stilles i tillegg krav til kvaliteten av opplysningene.

#### 4.2.1 All informasjon

Det følger av vphl. § 10-11 tredje ledd at kravene knytter seg til ”all informasjon”. Etter en naturlig språklig forståelse av begrepet omfatter ”all informasjon” bl.a.

investeringsanalyser, investeringsråd, faktiske opplysninger, verdipapirforetakenes risikoklassifisering av produkter, ukens anbefalte portefølje<sup>69</sup>, opplysninger i tegningsmaterialet, standardvilkår osv. Det lar seg ikke uttømmende angi alle de opplysninger som går ut fra et verdipapirforetak. Jeg anser heller ikke dette hensiktsmessig.

Også opplysninger i markedsføring omfattes. Bestemmelsen krever at markedsføringsinformasjon tydelig skal angis som sådan. Ved at det tydelig angis hva som er markedsføringsmateriale vil kunden selv kunne foreta en avveining<sup>70</sup> av hvilken betydning han vil tillegge opplysningene ved sin investeringsbeslutning.

#### 4.2.2 Opplysningene skal være korrekte, klare og ikke villedende

Verdipapirforetaket skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. I dette ligger det et krav til kvaliteten på de opplysninger foretaket gir. Problemet blir å avgjøre når opplysningene er villedende, ukorrekte eller uklare.

Et eksempel på uklar og villedende informasjon finner vi i en sak<sup>71</sup> fra Norges Fondsmeglerforbund fra 2008. Klager hadde investert i aksjeindeksobligasjonen Warren Wicklund Artemis III 2005-2011. Investeringsbeløpet pluss 5 % avkastning var garantert ved forfall. Det fremgikk uttrykkelig av investorpresentasjonen at garantien kun gjaldt ved forfall, ikke førtidig innløsning. Innklagede hadde i e-post til klager bl.a. bekreftet følgende:

---

<sup>69</sup> Anbefalte aksjer uke 42

<sup>70</sup> Michaelsen 2007 note 270

<sup>71</sup> Norges Fondsmeglerforbund klagesak 2007 /11



*”Garantien i Artemis III er gyldig i hele investeringens levetid, som er maksimalt 5,5 år og lukkes senest 3. juni 2011.”*

Videre bekreftet innklagede:

*”Jeg bekrefter herved følgende:*

*Garantien på det eventuelle lånebeløp du velger å gå inn med i Artemis III, gjelder med umiddelbar virkning f.o.m. den dagen investeringen blir satt.*

*Vårt mål er å ta fra hverandre, løse opp, strukturen i løpet av 3 år, gitt at Japan har utviklet seg slik vi tror. Du har da ingen videre renteforpliktelser overfor dette produktet. Obligasjonens maksimale lengde er satt 5,5 år og lukkes senest den 3. juni 2011. Etter denne tid oppløses obligasjonen uansett verdi i markedet”*

Etisk råd kom til at opplysningene i e-postene var uklare og villedende. E-postene var formulert på en slik måte at de var egnet til å villedde klager til å tro at innklagede bekreftet at investeringen hadde rett til full tilbakebetaling (investeringsbeløpet pluss 5 % avkastning) i hele løpetiden. Avgjørelsen knytter seg til verdipapirhandelloven 1997 § 9-2. Det samme ville imidlertid bli resultatet etter verdipapirhandelloven 2007 § 10-11 tredje ledd.

I RG 2004 s. 1464 var A tiltalt for grove overtredelser av bestemmelser om å utføre virksomheten i tråd med kravet til god forretningsskikk, jfr. verdipapirhandelloven 1997 § 9-2. A var daglig leder i et verdipapirforetak som gjennom forvalteravtale foresto forvaltningen av ca. 270 millioner kroner for Halden Kommunale Pensjonskasse. Tiltalte ble frifunnet for tiltalen om grovt brudd på god forretningsskikk. Flertallet la til grunn at A hadde begått grove overtredelser av kravet til god forretningsskikk. Mindretallet legger også til grunn at A handlet i strid med god forretningsskikk, men karakteriserer ikke overtredelsene som grove.

A hadde utarbeidet et investeringsprodukt som lignet på et strukturert produkt. Produktet A hadde utarbeidet innebar at det ikke var noen uløselig binding mellom rentedelen og obligasjonen. Utsteder av obligasjonen var kun ansvarlig for den nominelle hovedstolen. Rentedelen ble forvaltet av A ved å investere i finansielle instrumenter med høy risiko.

Lagmannsretten kom til at A ga uriktig og villedende informasjon om eksponeringen og den risiko den innebar. A utarbeidet månedlige rapporter til Halden Kommunale pensjonskasse. I rapportene hadde A sammenlignet investeringsproduktet med ordinære aksjeindeksobligasjoner, til tross for at produktene fremsto som ulike. Produktet utarbeidet av A hadde en høyere risiko enn en ordinær aksjeindeksobligasjon ved at hovedstolen ikke var sikret. A hadde ikke klargjort forskjellene for Halden Kommunale Pensjonskasse. Lagmannsretten uttaler videre at:

*”Det gis ingen opplysninger om de konkrete investeringer som var foretatt med rentedelen, og det er ikke spesielt opplysende når det er ført opp en markedskurs på obligasjonene der rentedelen og utviklingen av denne er søkt innarbeidet. ... På dette punkt er rapporteringen så vidt misvisende og uklar at forholdet må anses for å være i strid med god forretningsskikk.”*

Lagmannsretten legger vekt på at A gjennom rapporteringen har gitt misvisende opplysninger. Forskjellen mellom ordinære aksjeindeksobligasjoner, og investeringsproduktet utarbeidet av A, var ikke forklart for kunden. Kunden var ikke klar over hvilke investeringer A hadde foretatt med rentedelen, og heller ikke hvilken risiko investeringen innebar. Dommen viser at risiko og de finansielle instrumenters karakteristika er en viktig del av verdipapirforetakenes opplysningsplikter. Dersom kunden ikke får opplysninger om disse forhold, vil han i realiteten ikke settes i stand til å forstå sin investering.

#### 4.2.2.1 Konklusjon

Hvorvidt opplysningene er uklare, ukorrekte og villedende må avgjøres konkret i det enkelte tilfellet. Praksis fra Norges Fondsmeglerforbund tyder på at opplysninger gitt av

verdipapirforetaket som står i motsetning til andre opplysninger gitt av foretaket, vil innebære at opplysningene er villedende og antakeligvis også ukorrekte. Dette følger også av en naturlig språklig forståelse av bestemmelsen. Videre tyder rettspraksis på at opplysningene vil være uklare dersom de ikke tydeliggjør risikoen, kostnadene og egenskapene knyttet til de finansielle instrumentene.

### 4.3 Kvalitative krav til opplysningene

Et sentralt trekk ved opplysningsplikten er at investorene skal forstå hva investeringstjenesten og de finansielle instrumentene er, samt risikoen forbundet med disse. Gjennom forståelse vil investorene i større grad kunne foreta en informert beslutning om å investere. Kunden skal gis opplysninger bl.a. om verdipapirforetaket og deres tjenester, finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter, samt opplysninger om omkostninger og gebyrer. Det er gitt utfyllende regler i verdipapirforskriften om hvilke typer opplysninger verdipapirforetaket plikter å gi. I denne oppgaven vil jeg kun ta for meg opplysningsplikten i forhold til omkostninger og gebyrer, samt finansielle instrumenter og investeringsstrategi.

#### 4.3.1 Relevante opplysninger

Verdipapirforetaket plikter kun å gi ”relevante opplysninger”, jfr. vphl. § 10-11 andre ledd. Hvilke opplysninger som vil være relevante vil avhenge bl.a. av kundens erfaringsgrunnlag, kompleksiteten til det finansielle instrumentet og hvem av partene som tar initiativ til investeringen. Verdipapirhandelloven 1997 § 9-2 nr. 5 benyttet uttrykket ”*nødvendige opplysninger*”. Sammenholdt med verdipapirhandelloven 1997 § 9-2 nr. 4 lå det i dette et krav om å opplyse om hvilke økonomiske implikasjoner en investering har.<sup>72</sup> At opplysningene skulle være nødvendige innebar at opplysningene måtte være av vesentlig betydning for kundens investeringsbeslutning, men det var ikke noe krav om at de måtte være avgjørende.<sup>73</sup>

---

<sup>72</sup> Bechmann 2002 s. 686

<sup>73</sup> Bechmann 2002 s. 690

I etisk råds klagesak 7/1999 hadde klager kjøpt tegningsretter gjennom innklagedes nettbaserte system. Klager tegnet seg ikke for aksjer i henhold til tegningsrettighetene. Klager hevdet at dette skyldtes feilinformasjon og svakheter ved systemet. Etisk råd bemerket at det ikke var holdepunkter i verdipapirhandelloven for å kreve at verdipapirforetaket opplyser kunden om at kjøp av tegningsrettigheter ikke innebærer en tegning. Slike opplysninger vil ikke være ”nødvendige opplysninger” i relasjon til verdipapirhandelloven 1997 § 9-2 nr. 5.

Språklig sett, synes ”relevante opplysninger” å være et strengere krav enn ”nødvendige opplysninger”. Videre innebærer verdipapirhandelloven 2007 sammen med verdipapirforskriften en mer detaljert regulering enn det som gjaldt etter verdipapirhandelloven 1997. Verdipapirforetakenes omsorgsplikter overfor sine kunder har antakelig blitt flere og mer omfattende etter vedtakelsen av verdipapirhandelloven 2007.<sup>74</sup> Hvilke opplysninger som vil være relevante, beror på en helhetsvurdering. Som følge av at verdipapirforetakets omsorgsplikter er blitt mer omfattende, må det kunne legges til grunn at kunden i alle fall har krav på opplysninger som vil være sentrale ved avgjørelsen om å investere. Hensynet til beskyttelse av investorene taler for at kundene har krav på opplysninger også utover dette. Opplysninger av betydning for avkastningen eller knyttet til risikoen ved investeringen må generelt kunne sies å være relevante.

#### 4.3.2 Forståelig form

Det følger av vphl. § 10-11 andre ledd at verdipapirforetakene skal gi opplysninger i en ”forståelig form”. At formen skal være forståelig vil ha betydning hvor verdipapirforetaket har kunder i alle de ulike kundekategoriene. Dette innebærer at opplysningene må utformes slik at den ikke-profesjonelle kunden settes i stand til å forstå arten av, og risikoen ved de finansielle instrumenter og investeringstjenester ut i fra sin bakgrunnskunnskap.<sup>75</sup> Hvor foretaket kun har utpreget profesjonelle kunder vil foretakene i liten grad behøve å tilpasse

---

<sup>74</sup> Michaelsen 2007 note 268

<sup>75</sup> Michaelsen 2007 note 268

informasjonen, idet de profesjonelle kundenes forståelse av finansmarkedet antakeligvis setter dem i stand til å vurdere informasjonen selv.<sup>76</sup>

Plikten til å gi ”relevante opplysninger” i en ”forståelig form”, slik at kunden kan forstå risikoen ved det finansielle instrumentet og investeringstjenesten, gir uttrykk for at opplysningsplikten er relativ, jfr. vphl. § 10-11 annet ledd. Kundens bakgrunnskunnskap vil spille inn på hvilke opplysninger verdipapirforetaket plikter å gi. Det er den enkelte kundes interesser som skal ivaretas. Dette tilsier at det ikke er nødvendig å overøse kundene med informasjon som ikke vil være relevant for dem.

#### 4.3.3 Opplysninger om finansielle instrumenter og investeringsstrategier

Det følger av verdipapirhandelloven § 10-11 andre ledd nr. 2 at verdipapirforetaket skal gi kunden opplysninger om finansielle instrumenter og investeringsstrategi, herunder veiledning og advarsel om risikoen forbundet med disse. Formålet med bestemmelsen er å sette kunden i stand til å forstå investeringen. Den veiledning og advarsel kunden skal få er ikke noen form for investeringsrådgivning, jfr. vphl. § 2-4 første ledd. Kunden har følgelig ikke krav på noen personlige anbefalinger eller råd. Advarsler og veiledning etter vphl. § 10-11 andre ledd kan skje i standardisert form, rettet mot en større krets med kunder. Personlig veiledning og advarsler skjer gjennom egnethetstesten og hensiktsmessighetstesten som retter seg mot den enkelte kunde, jfr. drøftelsen i kapittel 5.

Hvor omfattende opplysninger vphl. § 10-11 andre ledd nr. 2 krever vil avhenge av kompleksiteten til de finansielle instrumentene og investeringsstrategien, kundens bakgrunnskunnskap og kundens profesjonalitet.

For de ikke-profesjonelle kundene kreves det i alle fall at kunden får informasjon om et finansielt instruments karakteristika. For at kunden skal kunne forstå investeringens økonomiske implikasjoner er det nødvendig at kunden forstår hvordan det finansielle

---

<sup>76</sup> Michaelsen 2007 note 268

instrumentet fungerer. Avgjørelsen i etisk råds klagesak 7/1999 viser imidlertid at verdipapirforetak kan legge til grunn at enkelte grunnleggende forhold er kjent for kunden. Desto mer komplekse produkter kunden ønsker å investere i, desto mer omfattende blir verdipapirforetakenes opplysningsplikt.

Etisk råds klagesak 11/2007 er nevnt tidligere. Ved at kunden feilaktig fikk inntrykk av at han kunne innløse investeringen i hele løpetiden å motta investert beløp + 5 % fikk kunden et feilaktig inntrykk av risikoen ved investeringen. At det må informeres om risikoen ved investeringen er en sentral del av kundebeskyttelsen.

Rt. 2003 s. 400 gjaldt et erstatningskrav fra en kunde mot et fondsmeglerforetak etter tap ved transaksjoner i obligasjonsmarkedet. Kunden ble tilkjent erstatning. Høyesterett kom til at fondsmeglerforetaket var å bebreide for uaktsom informasjon og rådgivning. I avsnitt 42 av dommen heter det:

*”Skal Fearnley bebreides for uaktsom informasjon eller rådgivning, må det etter mitt syn være fordi transaksjonene ikke burde vært foretatt for en kunde som tunnelselskapet, som ikke var en langsiktig investor, uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar, og uansett ville ha dem utført. Om Fearnleys handlemåte kan betegnes som erstatningsbetingende uaktsom, avhenger da blant annet av hvilket initiativ som ble tatt fra hver av sidene, hvilken innsikt Fearnley kunne legge til grunn at tunnelselskapet hadde, og i hvilken grad Fearnley ga informasjon og råd til tunnelselskapet som var tilpasset selskapets kompetanse.”*

Høyesterett legger videre vekt på at transaksjonen avvek betydelig fra tunnelselskapets opprinnelige forsiktige investeringsstrategi. I forbindelse med refinansieringen av selskapets obligasjonslån ble det foretatt plasseringer med høyere risiko enn tidligere forutsatt. Høyesterett la til grunn at fondsmeglerforetaket burde sikret seg skriftlig dokumentasjon som viste at tunnelselskapet var klart inneforstått med transaksjonene og risikoen de innebar.

Høyesterett fravek den oppfatning de hadde lagt til grunn i Rt. 2000 s. 679. Høyesterett uttaler at kundens kunnskaper og erfaringsgrunnlag ikke kan redusere kravet til bankens aktsomhet. I Rt. 2003 s. 400 er det et sentralt poeng at transaksjonene ikke burde vært foretatt overfor en kunde som tunnelselskapet. Høyesterett fraviker her den oppfatning de 3 år tidligere hadde lagt til grunn. Dommen viser bl.a. at profesjonsansvaret vil kunne variere ettersom hvem kunden er.

Videre går Høyesterett langt i å oppstille en streng aktsomhetsplikt for verdipapirforetak. Disse må forsikre seg om at kunden har forstått risikoen. Verdipapirforetaket må gi kunden informasjon om risikoen knyttet til investeringen. Informasjonen må tilpasses kundens bakgrunnskunnskaper, slik at kunden settes i stand til å forstå hva det investeres i, og risikoen investeringen innebærer. Hensynet om beskyttelse av investorene må veie tungt overfor de ikke-profesjonelle kundene.

#### 4.3.4 Opplysninger om omkostninger og gebyrer

Det følger av vphl. § 10-11 annet ledd nr. 4 at verdipapirforetakene skal opplyse om omkostninger og gebyrer. Omkostninger og gebyrer spiller en viktig rolle i forhold til kundens ønske om å oppnå en viss avkastning. Sett at kunden investerer NOK 100,- og ønsker 5 % avkastning på investeringen (ønsker altså å få tilbake NOK 105,-). Kunden betaler 2 % av investert beløp i omkostninger og gebyrer ved investeringen. Dette innebærer at kunden i stedet for 5 % avkastning trenger 7,14 % avkastning for å nå sitt avkastningsmål. Omkostningene medfører at investeringen må gi nesten 43 % høyere avkastning, enn om investeringen kunne foretas uten omkostninger og gebyrer. Ved at kunden, før investeringen foretas, er kjent med kostnadene forbundet med investeringen, vil grunnlaget for investeringsbeslutningen bli riktigere. Ved lånefinansierte investeringer er dette spesielt viktig. Avkastningen må i slike tilfeller overstige både rentekostnadene og kostnadene ved låneopptaket og investeringen før investeringen genererer avkastning.

Det er gitt nærmere regler om opplysningsplikten for omkostninger og gebyrer i verdipapirforskriften § 10-15. Det følger av litra a at dersom det ikke lar seg gjøre å angi

kostnadene presist, skal grunnlaget for beregningen opplyses. Dette vil bl.a. være særskilt aktuelt ved aktiv forvaltning hvor det ved inngåelsen av avtale om aktiv forvaltning ikke er gitt hvor mange transaksjoner som vil gjennomføres. Hvor kostnadene ikke presist kan angis, må det kunne kreves at kundene gis opplysninger om hvordan kostnadene beregnes på en måte de forstår. For opplysninger om forventet avkastning innebærer verdipapirforskriften § 10-9 femte ledd litra c at kostnadenes innvirkning på avkastningsmulighetene skal angis. Herunder kan det stilles spørsmål ved om kostnadene skal angis som en prosentsats av investert eller eksponert beløp. I Kredittilsynets klagesak mot Totalvekst ASA<sup>77</sup> la Kredittilsynet til grunn at informasjonen om omkostninger og gebyrer var egnet til å villedde kunden. Dette skyldtes at Totalvekst ASA opplyste kostnadene som prosent av eksponert beløp, og ikke som prosent av det beløp kunden faktisk hadde investert.

Spesielt ved investeringer i warrents<sup>78</sup> vil dette medføre at omkostningene fremstår som vesentlig lavere enn dersom omkostningene hadde vært beregnet i prosent av investert beløp. Konklusjonen blir at kostnadene i utgangspunktet må angis som prosent av investert beløp.

---

<sup>77</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.6

<sup>78</sup> Warrents er et investeringsprodukt som gir stor eksponering i ulike markeder med liten kapitalinnsats. Typisk vil en eksponering på 100 kroner i et underliggende marked koste mellom 10 og 20 kroner i premie. Dersom det underliggende markedet stiger mer enn premiebeløpet i løpet av warrentens løpetid, vil investor få en avkastning som overstiger oppgangen i markedet. For at investor skal oppnå positiv avkastning må underliggende marked stige mer enn premiebeløpet i løpet av løpetiden. Dersom indeksen faller eller går i 0 taper investor hele premiebeløpet. Investeringer i warrents er således investeringer med stor risiko. Forklaringen er gitt av rådgiver i DnB Nor 7. oktober 2009.



#### 4.3.5 Opplysninger om forventet avkastning

I dette punktet vil jeg ta for meg problemstillingen om hvorvidt verdipapirforetakene har plikt til å opplyse om den forventede avkastning<sup>79</sup> ved en investering, samt noe om kravene til opplysningene.

BKN-2009-001 viser at det kan være betydelig usikkerhet knyttet til hvordan den forventede avkastningen skal beregnes. I Bankklagenemndas uttalelse av 20. januar 2009 hadde de sakkyndige<sup>80</sup> kommet til ulike resultater i forhold til hvilken forventet avkastning de sammensatte produktene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006 hadde på investeringstidspunktet. At 3 ulike sakkyndige kunne komme til at investeringen på investeringstidspunktet hadde ulik forventet avkastning illustrerer problemet godt. Når sakkyndige med utpreget kompetanse innen finans ikke er enige om hvordan forventet avkastning skal beregnes, eller hvilke forutsetninger en slik beregning bygger på, sier det seg selv at den ikke-profesjonelle kunden lett vil få problemer med å forstå hvilken vekt han skal tillegge en avkastningsprognose ved sin investeringsbeslutning.

Tegningsinnbydelser og annet informasjonsmaterieil om produktet vil lett kunne være omfattende og innviklet for den ikke-profesjonelle kunden. Tabeller hvor forventet avkastning presenteres vil således være lettere å forholde seg til. Det må kunne legges til grunn at ikke-profesjonelle kunder i stor grad tillegger beregninger av fremtidig avkastning stor vekt ved sin investeringsbeslutning.

Det foreligger ingen forbud mot å benytte beregninger av forventet avkastning i materiale til investorer. Av rundskriv 15/2006 fremgår det at Kredittilsynet legger til grunn at forventet avkastning skal fremgå av informasjon til kunden. Uttalelsen er fra før

---

<sup>79</sup> Både begrepet forventet avkastning og fremtidig avkastning uttrykker hvilken avkastning investeringen antas å gi på et senere tidspunkt. Begrepene vil bli brukt om hverandre i denne oppgaven.

<sup>80</sup> Bankklagenemndas sakkyndige var professor Tore Johnsen ved NHH. Klager støttet seg til synet til Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline, mens innklagede støttet seg til beregninger fra DnB Nor Markets.

verdipapirhandelloven 2007. Videre følger det av forskrift om sammensatte produkter § 6 at det skal opplyses om forventet avkastning. I kap 1.3.2.1 la jeg til grunn at reguleringen av sammensatte produkter burde være lik uavhengig av hvordan produktet var satt sammen. Reguleringen bør også være lik uavhengig av hvem som tilbyr det sammensatte produktet, og alle tilbydere av sammensatte produkter bør gi opplysninger om forventet avkastning.

Opplysningene er imidlertid underlagt kravet i vphl. § 10-11 tredje ledd om at opplysningene skal være korrekte, klare og ikke villedende. I verdipapirforskriften § 10-9 femte ledd er det gitt nærmere regler hvor opplysninger om fremtidig avkastning er benyttet i markedsføringsmateriale. Dersom slike opplysninger benyttes i markedsføringsmateriale, oppstiller verdipapirforskriften § 10-9 femte ledd krav til kvaliteten på opplysningene, i tillegg til at kundene må advares om at anvisninger på fremtidig avkastning ikke kan anvendes som noen pålitelig indikator for fremtidig avkastning.

I Kredittilsynets<sup>81</sup> vedtak om å tilbakekalle konsesjonen til Totalvekst ASA fremgår det av eksempel 2 at foretaket hadde gitt opplysninger om forventet avkastning. Totalvekst hadde varslet kunden om at beregningen ikke var noen garanti for utviklingen, og dermed heller ingen garanti for fremtidig avkastning. Det var også varslet om at alle investeringer innebærer risiko for tap. Kredittilsynet påpekte at beregningen av forventet avkastning grovt undervurderte risikoen. Eksempelet var en del av Kredittilsynets vedtak om å tilbakekalle konsesjonen til Totalvekst ASA på grunn av grove overtredelser av kravet til god forretningsskikk. Etter vedtagelsen av verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, ville informasjonen i eksempelet antakeligvis ikke oppfylt kravet i verdipapirforskriften § 10-9 femte ledd litra b, om at *"informasjonen skal være basert på rimelige forutsetninger understøttet av objektive data."*

---

<sup>81</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.2

Hvor opplysningene ikke utgjør en del av markedsføringsmaterialet, gjelder kravet om at opplysningene skal være klare, korrekte og ikke villedende. En beregning av fremtidig avkastning vil alltid være usikker. Kravene må antakeligvis forstås slik at det kun kreves at beregningen er skjedd på en forsvarlig måte, og at informasjon om forventet avkastning presenteres på en måte som ikke er egnet til å villede kunden.

Det foreligger ingen standardisert eller omforent modell for å beregne forventet avkastning. De sakkyndiges utredninger i forbindelse med Bankklagenemndas avgjørelse av 20. januar 2009 viser at endringer av en eller flere av forutsetningene for beregningen vil spille en betydelig innvirkning på hvilken forventet avkastning investeringen vil ha. Uttalelsen viser også at det er behov for en standardisert modell for å beregne forventet avkastning. Dette vil kunne bidra til å øke investorbeskyttelsen, ved at kundene i større grad gis mulighet til å sammenligne ulike produkter. Det er klart at verdipapirforetakene ikke har noe ansvar for at den forventede avkastning inntreffer. Et slikt ansvar ville i realiteten innebære at verdipapirforetaket overtok risikoen ved investeringen. Den gjennomsnittlige ikke-profesjonelle kunde har antakeligvis ikke tilstrekkelig forutsetninger til å forstå modellen for beregning av forventet avkastning eller forutsetningene for denne. Dette taler for at verdipapirforetakene ikke har plikt til å opplyse om beregningsmåte. Ved opplysninger om forventet avkastning er hensynet til investorbeskyttelse antakeligvis godt nok ivare tatt gjennom vphl. § 10-11 og verdipapirforskriften § 10-9.

Verdipapirforetakene har antakeligvis ingen plikt til å opplyse om at det ikke finnes noen standardisert måte å beregne forventet avkastning. Riktignok ville slik informasjon antakeligvis kunne bidra til at enkelte av kundene tiller en avkastningsprognose mindre betydning. Det må imidlertid legges til grunn at kundene er godt nok beskyttet gjennom den advarsel verdipapirforskriften § 10-9 femte ledd litra d krever. Gjennom advarselen får kunden en sterk oppfordring om å ikke tillegge en avkastningsprognose for mye vekt ved investorbeslutningen.

#### 4.3.5.1 Konklusjon

Slik jeg ser det har verdipapirforetakene plikt til å opplyse om den forventede avkastningen av investeringen. Beregningen må være gjennomført på en forsvarlig måte, basert på objektive data. Det kan antakeligvis kreves at den forventede avkastningen må være basert på historisk avkastning.<sup>82</sup> Videre bør det kunne kreves at beregningen tar hensyn til kostnadene ved investeringen. Verdipapirforetakene har antakeligvis ingen plikt til å opplyse om at det ikke finnes noen standardisert modell for å beregne forventet avkastning.

#### 4.4 Når inntreer opplysningsplikten?

Det følger av vphl. § 10-11 annet ledd at de opplysninger verdipapirforetaket gir kunden skal sette denne i stand til å fatte en informert investorbetegnelse. Kunden må således få opplysningene før han investerer. Problemstillingen i dette punkt blir følgelig om kunden har krav på tid til å områ seg, og i tilfelle hvor lang tid. Reglene om opplysningsplikt er nærmere regulert i verdipapirforskriften. Det følger av verdipapirforskriften § 10-11 første ledd at verdipapirforetaket skal gi opplysninger om finansielle instrumenter og investeringsstrategier i god tid før investeringstjenesten ytes, jfr. verdipapirforskriften § 10-13. Kravet om ”god tid” innebærer at verdipapirforetakene ikke skal presse på for at kunden skal inngå avtale. Begrepet gir imidlertid ingen konkrete holdepunkter for på hvilket tidspunkt verdipapirforetakene må ha gitt kunden informasjon.

Tidspunktet for når opplysningsplikten inntreer vil bl.a. avhenge av kundens bakgrunnskunnskaper og erfaringsgrunnlag. Bakgrunnen for dette er at den ikke-profesjonelle kunde vil bruke lenger tid på å sette seg inn i informasjonsmateriell enn den profesjonelle kunde. Hvor verdipapirforetaket gir opplysninger til flere kundekategorier samlet, innebærer kravet til forståelighet at informasjonen må utformes slik at de ikke-profesjonelle kundene forstår ”... arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumenter...”.<sup>83</sup>

---

<sup>82</sup> Se Koekebakker 2006 s. 78

<sup>83</sup> Michaelsen 2007 note 268

Bankklagenemnda har i en rekke uttalelser lagt til grunn at forbrukerkunder har krav på tid til å områ seg. I BKN-2009-046 hadde banken gjentatte ganger henvendt seg til en kunde med tanke på investeringer. Bankens representant hadde oversendt klager et prospekt på mail. Klager leste ikke prospektet da klager ikke fant investeringen interessant. Etter et møte på 30 min ble plasseringsavtale inngått. Bankklagenemnda kom til at klager ikke hadde fått tilstrekkelig områlestid.

I BKN 2007-045 ble plasseringsavtale inngått på første møte. Investeringen gjaldt en lånefinansiert aksjeindeksobligasjon. Bankklagenemnda legger til grunn at kunden har krav på tid til områelse. Videre uttales det at: *”Når investeringen helt eller delvis skal finansieres ved låneopptak, antas kravet til informasjon og betenkningstid og skjerpes, særlig dersom det er tale om kompliserte produkter, selv om innskuddet garanteres tilbakebetalt ved bindingstidens utløp.”*

Hvor lang tid kunden trenger for å forstå arten av og risikoen ved investeringen eller det finansielle instrument må vurderes konkret. Ved investering i komplekse produkter eller ved lånefinansiering av investeringen tilsier arten av produktet at kunden bør få mer tid til å områ seg enn ved plassering i for eksempel pengemarkedsfond. Ved komplekse investeringer synes praksis fra Bankklagenemnda å legge til grunn at investeringsavtale i utgangspunktet ikke kan inngås ved første møte mellom banken og kunden. Videre vil det være av betydning om det er kunden eller verdipapirforetaket som har tatt initiativet til investeringen, jfr. praksis fra Bankklagenemnda. Hvor verdipapirforetaket henvender seg til kunden vil han antakeligvis ha krav på mer tid til å vurdere investeringen.

## **5 Verdipapirforetakets rådgivningsplikt**

### **5.1 Innledning**

I dette kapittelet vil jeg behandle verdipapirforetakenes rådgivningsplikt.

Verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde og femte ledd oppstiller krav om at det skal utføres en egnethetsvurdering eller hensiktsmessighetsvurdering. Mens opplysningsplikten skulle

sette kunden i stand til å vurdere investeringen, skal egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen sette verdipapirforetaket i stand til å vurdere investeringen for den aktuelle kunden.

## 5.2 Egnethetstesten

En viktig del av investorbeskyttelsen er den såkalte egnethetstesten, jfr. vphl. § 10-11 fjerde ledd. Bestemmelsens virkeområde er hvor verdipapirforetaket yter investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. Bestemmelsen pålegger etter sin ordlyd verdipapirforetakene en absolutt plikt til å innhente opplysninger om kundens kunnskap om, og erfaring fra, det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, jfr. ordene ”skal innhente”. Dette skal sette verdipapirforetaket i stand til å gi kunden råd om den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende. I dette ligger det at verdipapirforetaket ikke skal gi kunden uegnede råd.

Gjennomføringen av egnethetstesten er nærmere regulert i verdipapirforskriften § 10-16. Dersom verdipapirforetaket ikke mottar de nødvendige opplysninger av kunden, følger det av verdipapirforskriften § 10-16 fjerde ledd at verdipapirforetaket ikke skal yte aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning. Dette innebærer at egnethetstesten må foretas før verdipapirforetaket kan yte tjenestene aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning. Ved aktiv forvaltning må egnethetstesten være utført før den enkelte transaksjon gjennomføres. Ved investeringsrådgivning må egnethetstesten gjennomføres før hver enkelt investeringsanbefaling. Dette vil kunne være ressurskrevende for verdipapirforetaket.

Verdipapirforetakets plikt til å innhente informasjon er begrenset til de opplysninger som er nødvendige for å foreta en egnethetsvurdering. Ved investeringsrådgivning er det kunden som fatter investeringsbeslutningen før hver enkelt investering. Hvor verdipapirforetaket yter aktiv forvaltning er det i større grad opp til verdipapirforetaket å vurdere hvilke transaksjoner kunden ville ha ønsket gjennomført. Verdipapirforetaket har fullmakt til å foreta transaksjoner uten at kunden forut for den enkelte transaksjon treffer en investeringsbeslutning. Ved aktiv forvaltning har kunden i større grad overlatt til

verdipapirforetaket å ivareta kundens interesser. Dette tilsier at kravet til innhenting av informasjon er strengere ved tjenesten aktiv forvaltning enn ved investeringsrådgivning.

Verdipapirforskriften § 10-16 første ledd oppstiller 3 kumulative vilkår som må være oppfylt før verdipapirforetaket kan yte aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning. Før en transaksjon kan gjennomføres må verdipapirforetaket ha innhentet opplysninger slik at de kan vurdere om transaksjonen:

- ”(a) er i samsvar med kundens investeringsformål,*
- (b) er slik at kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen, og*
- (c) er slik at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å håndtere risikoen.”*

De tre vilkårene vil bli behandlet i egne underpunkter nedenfor.

### 5.2.1 Kundens investeringsformål

Det følger av verdipapirforskriften § 10-16 første ledd litra a at de enkelte transaksjonene må være i samsvar med kundens investeringsformål. I tredje ledd er det gitt utfyllende regler om hva som ligger i begrepet investeringsformål. Opplysningene om kundens investeringsformål må inneholde informasjon om:

- ”... investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen.”*

Investeringshorisonten knytter seg til tiden kunden ønsker å være eksponert mot investeringen. Kunden kan for eksempel ha en kort tidshorisont dersom investerte midler innen kort tid skal benyttes til et annet formål. I BKN-2008-069 hadde kunden en investeringshorisont på litt over ett år. Dette må regnes som en kort investeringshorisont.

Risikovillighet og risikoprofil er to relativt sett like begreper. Etter en naturlig språklig forståelse av begrepene knytter risikovilligheten seg til den risiko investor ønsker å ta,

mens risikoprofil knytter seg til sammensetningen av en portefølje.<sup>84</sup> Det er vanlig at risikoprofilen uttrykkes på en skala. I DnB Nor benytter man seg av en skala fra 1-10 hvor 1 representerer lav risiko, mens 10 representerer høy risiko. Strengt tatt finnes det et alternativ som ikke medfører risiko, nemlig bankinnskudd.<sup>85</sup> Et bankinnskudd er imidlertid ikke noe finansielt instrument jfr. vphl. § 2-4 første ledd, og faller følgelig utenfor virkeområde til bestemmelsen i verdipapirforskriften § 10-16, jfr. vphl. § 10-11 fjerde ledd. Sammensetningen av porteføljen vil ha betydning for risikoprofilen. En portefølje bestående av et par større aksjeposter vil lett kunne ha høyere risikoprofil enn en portefølje bestående av en rekke mindre aksjeposter.

Kundens målsetting med investeringen har nær sammenheng med kundens investeringshorisont, risikoprofil og risikovillighet. Kundens målsetting med investeringen kan for eksempel være sparing i en 20 års periode med tanke på å ha oppsparte midler ved pensjonsalder, eller sparing i en 10 års periode for å opparbeide egenkapital til kjøp av bolig. Kundens konkrete målsetning med investeringen gir imidlertid få holdepunkter for å vurdere om investeringen er egnet for kunden. Det sentrale blir derfor å klarlegge hvilken avkastning kunden ønsker i løpet av en gitt periode, samt hvilken risiko kunden er villig til å ta for å oppnå avkastning.<sup>86</sup> Det er ikke uvanlig at en kunde ønsker høy avkastning, men lav risiko. I utgangspunktet er dette to størrelser som ikke lar seg forene med hverandre.

---

<sup>84</sup> Samtale med rådgiver DnB Nor Bank ASA 7. oktober 2009

<sup>85</sup> Dette er strengt tatt ikke helt presist. Et bankinnskudd kan representere en risiko dersom banken går konkurs. Etter lov om sikringsordninger for banker, forsikringsselskaperes garantiordninger og offentlig administrasjon m.v. av finansinstitusjoner § 2-5 er innskyters innskudd på inntil 2 millioner i en medlemsinstitusjon garantert av Bankenes sikringsfond. Ved en konkurs vil inntil 2 millioner inklusive renter være sikret, men beløp utover dette vil gå tapt. Følgelig er det ikke helt presist å si at bankinnskudd er uten risiko.

<sup>86</sup> Samtale med rådgiver DnB Nor 7. oktober 2009



I Rt. 2000 s. 679 hadde kunden plassert midler på konto med særvilkår. Kunden ønsket høyere avkastning enn ved innskudd på konto, men samme sikkerhet. Det ble plassert penger i Investa-gjeldsbrev helt uten sikkerhet. Kundens ønske om samme sikkerhet, men høyere avkastning, lot seg ikke forene. Høyesterett uttaler<sup>87</sup> at banken har ansvaret for at kunden forstår risikoen ved investeringen. Selv om dommen er fra før verdipapirhandelloven 2007 vil den likevel ha en viss betydning. Etter verdipapirforskriften § 10-16 første og tredje ledd skal transaksjonen bl.a. vurderes opp mot kundens investeringsmål og risikovillighet.

Ettersom verdipapirforetaket skal vurdere transaksjonen opp mot bl.a. kundens investeringsformål, vil verdipapirforetaket ha plikt til å informere kunden om at høy avkastning ikke lar seg kombinere med lav risiko. Løsningen vil rent praktisk ofte bli at kunden endrer sin målsetting om avkastning, eller øker sin risikovillighet. Opplysninger om kundens investeringsformål vil gi et bilde av kundens forutsetninger og forventninger til investeringen. Opplysningene utgjør en viktig del av vurderingen av om transaksjonen er egnet for kunden.

### 5.2.2 Om kunden finansielt er i stand til å håndtere risikoen

Det følger av verdipapirforskriften § 10-16 første ledd litra b at verdipapirforetaket må vurdere om kunden finansielt er i stand til å håndtere risikoen ved den påtenkte transaksjon. I praksis blir vurderingen oftest gjennomført av investeringsrådgiveren. Opplysningene om kundens finansielle stilling skal, så langt det er relevant, inneholde informasjon om inntektsforhold, aktiva<sup>88</sup>, herunder likvide aktive, investeringer, faste eiendommer og normale finansielle forpliktelser. Ordlyden indikerer at det ikke er noen absolutt plikt til å hente inn alle de opplysninger bestemmelsen nevner. CESR har også lagt til grunn at denne plikten ikke er absolutt.<sup>89</sup> Hvilke opplysninger som vil være relevante vil avhenge av

---

<sup>87</sup> Rt. 2000 s. 679 på s. 688

<sup>88</sup> Aktiva og passiva er uttrykk hentet fra regnskapsføring. Aktiva er eiendeler, mens passiva er gjeldsposter.

<sup>89</sup> Your questions on MiFID question 175

hvilken investeringstjeneste som anbefales. Investeringens kompleksitet, likviditet og de finansielle forpliktelser investeringen medfører, vil være forhold som kan påvirke hvilke opplysninger som vil være relevante. Ved mindre egenkapitalfinansierte investeringer i pengemarkedsfond vil det antakeligvis ikke være like strengt krav til å innhente opplysninger som ved investering i derivater eller warrents.

Opplysningene verdipapirforetaket innhenter skal sette investeringsrådgiveren i stand til å vurdere om kunden har den finansielle stilling til å håndtere risikoen den foreslåtte investeringen innebærer. Inntektsforhold og likvide aktiva vil spille en betydelig rolle ved vurderingen av kundens finansielle stilling. Kundens inntektsforhold sier noe om hvilke finansielle forpliktelser kunden kan håndtere. Dette er spesielt av stor betydning ved lånefinansierte transaksjoner.<sup>90</sup> Likvide aktiva<sup>91</sup> knytter seg til formuesgoder som lett lar seg realisere. Dette har betydning for om kunden finansielt er i stand til å håndtere risikoen ved investeringen. Dersom kundens livssituasjon raskt endres, skal kunden optimalt sett ha tilstrekkelig overskuddslikviditet til å slippe å realisere en investering på et ugunstig tidspunkt. Hvis kundens livssituasjon endres, vil kunder med likvide aktiva ha mulighet til realisere eller bruke av disse. Dette kan gi dem en mulighet til å realisere investeringen på et mer gunstig tidspunkt.

Hvilke opplysninger om kundens finansielle stilling som vil være relevant å innhente må vurderes i det konkrete tilfellet. Dette vil bl.a. avhenge av det finansielle instrumentets kompleksitet, investeringens risiko og de finansielle forpliktelser investeringen innebærer.

---

<sup>90</sup> Med lånefinansierte transaksjoner menes transaksjoner finansiert helt eller delvis ved opptak av lån.

Motstykket er de fullt ut egenkapitalfinansierte transaksjonene, hvor investor har den totale sum investeringen krever i rede penger.

<sup>91</sup> Formuesgodets likviditet avhenger av hvor raskt formuesgodet kan gjøres om til rede penger. Innestående på en bankkonto er et eksempel på et likvid formuesgode, mens fast eiendom regnes som et illikvid formuesgode.

### 5.2.3 Om kunden har den nødvendige kunnskap og erfaring til å håndtere risikoen

Det siste vilkåret knytter seg til kundens kunnskap og erfaring. Verdipapirforetaket må vurdere om kunden har den nødvendige kunnskap og erfaring til å håndtere risikoen ved den aktuelle transaksjonen. Det nærmere innholdet av begrepet "kunnskap og erfaringer" er presisert i verdipapirforskriften § 10-18 første ledd litra a til c. Opplysningene skal kun innhentes så langt det er relevant i forhold til kundeklassifiseringen. For det første skal det innhentes opplysninger om de typer tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter kunden har kunnskap om, jfr. litra a. Bestemmelsen sier ikke noe om hvor strengt begrepet "kunnskap" skal forstås. Det er antakeligvis ikke tilstrekkelig at kunden har hørt om det aktuelle finansielle instrument, men ikke kjenner instrumentet for øvrig. For at kunden skal kunne sies å ha "kunnskap" om et finansielt instrument, bør det kreves at kunden kjenner de vesentligste karakteristika ved det finansielle instrumentet. Opplysningene om kundens kunnskap er en del av vurderingen av om kunden har den nødvendige kunnskap og erfaring til å håndtere risikoen. Kundens forståelse av risikoen er helt sentralt for om investeringstjenesten kan ytes.<sup>92</sup>

Videre skal det innhentes informasjon om kundens investeringserfaring, dersom kunden har noen, jfr. verdipapirforskriften § 10-18 første ledd litra b. Tidligere transaksjoner kan gi et bilde av hvilke finansielle instrumenter kunden føler seg komfortabel med, samt har de nødvendige kunnskaper om.

Til slutt skal det innhentes opplysninger om kundens arbeidserfaring og utdanning jfr. litra c. Kunder utdannet innen finans eller med betydelige kunnskaper innen finans vil lettere være i stand til å forstå risikoen ved den aktuelle transaksjonen. Det enkelte finansielle instrument kan også gi indikasjoner på hvilken erfaring og kunnskap kunden må besitte for å kunne håndtere risikoen. Dersom det er snakk om komplekse produkter som for eksempel derivater, må det antakeligvis kreves at kunden har bedre kunnskap enn ved transaksjoner knyttet til helt ordinære fonds eller aksjer opptatt til handel på Oslo børs.

---

<sup>92</sup> Your questions on MiFID question 1.2

Kredittilsynet har i rundskriv 4/2008 lagt til grunn at ikke-profesjonelle kunder i utgangspunktet ikke vil ha den nødvendige erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter. Rundskrivet kan ikke forstås som et absolutt forbud mot å tilby ikke-profesjonelle kunder sammensatte produkter. Dette ville være i strid med kommisjonsdirektivet art. 4. Dersom foretaket etter en forsvarlig gjennomført egnethetsvurdering kommer til at det sammensatte produktet er egnet for kunden, kan foretaket anbefale produktet. Et sammensatt produkt vil imidlertid, spesielt hvis det lånefinansieres, kunne være i strid med kundens investeringsformål. Dette kommer jeg nærmer tilbake til under kapittel 6 i oppgaven.

I praksis<sup>93</sup> gjennomføres undersøkelsene av kundens ”kunnskap og erfaring” ofte ved at investeringsrådgiveren stiller kunden en rekke spørsmål. For det første er det vanlig å kartlegge kundens kunnskap og erfaring i forhold til finansielle instrumenter. Vanlige spørsmål er om kunden kjenner til de ulike finansielle instrumentene og deres karakteristika, og om kunden har investert i noen av de finansielle instrumentene de siste 3 årene. I DnB Nor stilles det i tillegg flere spørsmål knyttet til hvordan kunden vil agere i ulike gitte situasjoner, for eksempel hvis du eier aksjer eller aksjefond og aksjemarkedet faller en viss prosent på kort tid, hvor lenge vil du være villig til å la de investerte midlene falle i verdi før du vil endre plasseringene, arbeidserfaring og utdanning. Kundens kunnskap og erfaring vil bidra til å kartlegge hvilke finansielle instrumenter som vil være egnet for kunden. Erfaring fra tidligere investeringer kan vise hvilke finansielle instrumenter kunden er komfortabel og kjent med.

Innhentede opplysninger kan i utgangspunktet legges til grunn, jfr. verdipapirforskriften § 10-18 tredje ledd. Dette gjelder imidlertid ikke hvor verdipapirforetaket vet eller burde vite at opplysningene er foreldede, unøyaktige eller ufullstendige. Verken verdipapirhandelloven eller verdipapirforskriften inneholder regler om når opplysningene

---

<sup>93</sup> Samtale med rådgiver DnB Nor Bank ASA 7. oktober 2009

må oppdateres. Dette er overlatt til verdipapirforetakets skjønn å vurdere. Opplysninger om kundens finansielle stilling vil antakeligvis måtte oppdateres med jevne mellomrom. Finansielle instrumenter svinger i verdi, og den investering kundens økonomi tålte for et år siden er det ikke sikkert kunden har økonomi til å gjennomføre i dag.

#### 5.2.4 Utfallet av egnethetsvurderingen

Egnethetsvurderingen skal sette verdipapirforetaket i stand til å anbefale kunden den investeringstjeneste og de finansielle instrumentene som egner seg for kunden. Vphl. § 10-11 fjerde ledd siste punktum gir uttrykk for at verdipapirforetakene ikke kan gi uegnede råd.<sup>94</sup> Det følger av verdipapirforskriften § 10-16 fjerde ledd at dersom verdipapirforetaket ikke får de opplysninger vphl. § 10-11 fjerde ledd krever, skal ikke foretaket yte investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. CESR har lagt samme forståelse til grunn.<sup>95</sup>

### 5.3 Hensiktsmessighetstesten

Av vphl. § 10-11 femte ledd fremgår den såkalte hensiktsmessighetstesten. Bestemmelsens anvendelsesområde er ved andre investeringstjenester enn aktiv forvaltning og investeringsrådgivning. Også hensiktsmessighetstesten er et ledd i beskyttelsen av investorene. Ordlyden i bestemmelsen tyder på at plikten til å innhente informasjon ikke er absolutt. Mens det ved egnethetsvurderingen er benyttet ordene ”skal innhente”, er det ved hensiktsmessighetstesten benyttet ordene ”søke å innhente.” Av femte ledd siste setning følger det at verdipapirforetaket ”plikter å innhente” opplysninger, men at kunden kan unnlate å gi opplysninger. Dette tyder på at plikten til å innhente opplysninger ikke er absolutt.

Vphl. § 10-11 femte ledd gjennomfører MiFID art. 19 femte ledd. I den engelske utgaven av MiFID heter det at verdipapirforetakene skal ”ask the client or potential client to provide information.” Når det gjelder egnethetstesten benytter MiFID uttrykket ”obtain”.

---

<sup>94</sup> Michaelsen 2007 note 272

<sup>95</sup> Your questions on MiFID question 1.2

Advokatforeningen bemerket i forarbeidene<sup>96</sup> at den norske ordlyden ikke fanget opp nyansene i direktivets ordlyd. Det tyder på at det ikke foreligger noen absolutt plikt til å innhente opplysninger. Vphl. § 10-11 femte ledd sier ikke noe om hvilken aktivitetsplikt verdipapirforetakene har i forbindelse med innhenting av opplysninger.

Verdipapirforetakene må i alle fall forsøke<sup>97</sup> å innhente opplysningene. Direktivet tyder på at det er tilstrekkelig å kun be kunden om å få de påkrevde opplysninger. ”Søke å innhente” i den norske oversettelsen tyder etter sin ordlyd på en større plikt til aktivt å innhente opplysninger enn til kun å be kunden om opplysninger. Hensynet til beskyttelsen av investor tilsier det samme. Bestemmelsen må imidlertid tolkes på bakgrunn av de øvrige bestemmelsene i vphl. § 10-11 og på bakgrunn av MiFID. Den engelskspråklige versjonen av MiFID tilsier at det er tilstrekkelig å be kunden om opplysninger. Dette må tillegges avgjørende vekt ved tolkningen av den norske bestemmelsen. Konklusjonen blir at det er tilstrekkelig for verdipapirforetakene å be kunden om opplysninger om kunnskap og erfaring på det aktuelle investeringsområdet. Det er imidlertid påkrevet at man faktisk ber kunden om de nevnte opplysninger.

Hensiktmessighetstesten er mindre omfattende enn egnethetsvurderingen.<sup>98</sup> Det er kun opplysninger om kundens erfaringer og kunnskap som skal innhentes.

Hensiktmessighetsvurderingen tar ikke hensyn til kundens formål med investeringen eller om investeringen er hensiktsmessig i forhold til kundens finansielle stilling. Hvorvidt kunden finansielt er i stand til å håndtere de finansielle forpliktelsene investeringen innebærer, er i disse tilfellene opp til investor å vurdere.

Opplysningene som innhentes skal gjøre verdipapirforetaket i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller investeringsproduktet er hensiktsmessig for kunden. Som et ledd i hensiktmessighetstesten må verdipapirforetaket vurdere om kundens

---

<sup>96</sup> Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 104

<sup>97</sup> Michaelsen 2007 note 275

<sup>98</sup> Michaelsen 2007 note 274

erfaring og kunnskap tilsier at kunden forstår risikoen ved tjenesten eller produktet, jfr. verdipapirforskriften § 10-17. Ved vurderingen av om kunden har den nødvendige kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det påtenkte produkt eller tjeneste vises det til oppgavens pkt. 5.2.3.

### 5.3.1 Utfallet av hensiktmessighetsvurderingen

I motsetning til ved egnethetsvurderingen er ikke hensiktmessighetsvurderingen noe absolutt vilkår for å yte den aktuelle investeringstjenesten eller investeringsproduktet, jfr. vphl. § 10-11 femte ledd tredje og fjerde setning. Verdipapirforetaket er ikke gitt myndighet til å forhindre en kunde fra å foreta en investering foretaket vurderer som ikke hensiktsmessig for kunden. Kunden må imidlertid være klart inneforstått med risikoen, og akseptere denne.<sup>99</sup>

Om verdipapirforetaket mottar opplysninger om kundens erfaring og kunnskap, og finner at tjenesten eller produktet ikke er hensiktsmessig for kunden, skal verdipapirforetaket advare kunden om dette. Dersom kunden ikke gir opplysninger, eller opplysningene er ufullstendige, skal foretaket advare kunden om at foretaket ikke har hatt mulighet til å vurdere hensiktsmessigheten av den påtenkte investeringstjeneste eller investeringsprodukt. Verdipapirforetakene besitter betydelig kunnskap om investeringstjenesten og investeringsproduktet, og vil således ha et godt grunnlag for å vurdere om kunden evner å forstå virkningene og risikoen av den foreslåtte investeringen.<sup>100</sup> Hvis kunden ikke gir verdipapirforetaket informasjon, eller verdipapirforetaket kommer til at investeringen ikke er hensiktsmessig, kan ikke verdipapirforetaket utføre transaksjonen uten at kunden uttrykkelig aksepterer risikoen ved transaksjonen.

---

<sup>99</sup> Hymer 2008 s. 210

<sup>100</sup> Se Hymer 2008 s. 209

### 5.3.2 Unntak fra hensiktmessighetstesten ved mottak, formidling og utførelse av ordre

Ved investeringstjenestene mottak, formidling og utførelse av ordre, følger det av vphl. § 10-11 sjette ledd at verdipapirforetaket i visse tilfelle ikke behøver å gjennomføre en hensiktmessighetstest. Dette har sammenheng med vilkåret i punkt 2. Tjenesten må ytes på kundens initiativ. Hvor det er kunden som kontakter verdipapirforetaket for å få utført en av de ovennevnte transaksjoner bygger ikke kunden på råd eller veiledning fra verdipapirforetaket. Kunden kan følgelig heller ikke ha noen begrunnet forventning om beskyttelse fra verdipapirforetaket.<sup>101</sup> Et neste vilkår er at tjenesten knytter seg til de finansielle instrumenter omfattet av punkt 1:

*”... aksjer opptatt til handel på et regulert marked eller et tilsvarende marked i annet land, pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter uten derivatelementer, UCITS eller andre ikke-komplekse finansielle instrumenter.”*

Både sammensatte produkter og warrents vil være komplekse finansielle instrumenter i relasjon til bestemmelsen. Ikke-komplekse finansielle instrumenter er definert i verdipapirforskriften § 10-19. De ikke-komplekse finansielle instrumentene kjennetegnes bl.a. ved at de er likvide og ikke innebærer kostnader utover anskaffelseskostnaden. I tillegg må det foreligge offentlig tilgjengelig opplysninger om instrumentets karakteristika, som en gjennomsnittlig ikke-profesjonell kunde kan forstå, slik at kunden kan foreta en velinformert investeringsbeslutning.

I tillegg kreves det etter tredje punkt at kunden klart må underrettes om at verdipapirforetaket ikke plikter å vurdere hensiktmessigheten av den forestående transaksjonen eller tjenesten, samt at kunden ikke nyter den beskyttelse en hensiktmessighetsvurdering innebærer. Advarselen kan gis i standardisert format, og i

---

<sup>101</sup> Se Hymer 2008 s. 211



praksis inntas gjerne slike advarsler i foretakets alminnelige forretningsvilkår.<sup>102</sup> Dersom vilkårene er oppfylt kan foretaket utføre investeringstjenesten uten at hensiktsmessighetstesten er utført eller forsøkt utført.

## **6 Krav til det enkelte produkt**

### **6.1 Innledning**

Hittil har jeg sett på verdipapirforetakenes opplysningsplikt og rådgivningsplikt. Begge disse pliktene følger direkte av verdipapirhandelloven. I dette kapitlet vil jeg undersøke om det med hjemmel i verdipapirhandelloven § 10-11 kan stilles krav til det enkelte produkt. Slike krav følger ikke direkte av verdipapirhandelloven § 10-11 som i utgangspunktet retter seg mot verdipapirforetakenes opptreden. Problemstillingen blir følgelig om det med utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 10-11 kan stilles krav til det enkelte produkt. Dersom det kan oppstilles krav til det enkelte produkt, vil dette i utgangspunktet gjelde alle typer produkter som faller inn under lovens virkeområde. Jeg har imidlertid valgt å fokusere på sammensatte produkter. Bakgrunnen for dette er at slike produkter er viet atskillig interesse i media den siste tiden. Bankklagenemnda har avgitt en uttalelse av 20. januar 2009 knyttet til et lånefinansiert sammensatt produkt. DnB Nor Bank ASA varslet allerede samme dag at de ikke ville følge avgjørelsen.<sup>103</sup> 2. juni 2009 tok forbrukeren ut stevning<sup>104</sup> mot DnB Nor Bank ASA. I tillegg har advokatfirmaet Ræder på vegne av klienter tatt ut et gruppesøksmål og forbereder flere gruppesøksmål i forbindelse med salg av flere sammensatte produkter.

---

<sup>102</sup> Michaelsen 2007 note 279

<sup>103</sup> Lange 2009

<sup>104</sup> Elden 2009

## 6.2 Generelt om kravet til god forretningsskikk

Verdipapirhandelloven § 10-11 oppstiller krav til verdipapirforetakets virksomhet. Bestemmelsen gjelder etter sin ordlyd all virksomhet verdipapirforetaket utøver.<sup>105</sup> Dette tyder på at bestemmelsen kommer til anvendelse også i andre situasjoner enn når verdipapirforetakene utøver investeringstjenester. Bestemmelsen oppstiller et krav om at virksomheten skal utøves i samsvar med den rettslige standarden ”god forretningsskikk”. Innholdet i standarden er delvis presisert i vphl. § 10-11 samt i verdipapirforskriften kapittel 10. Samlet utgjør reglene et utførlig sett med plikter verdipapirforetakene må forholde seg til. Det må imidlertid antas at kravet til god forretningsskikk også vil kunne ha selvstendig betydning. Dette synes forutsatt i fortalen til kommisjonsdirektivet avsnitt 81.

Verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk gjennomfører MiFID art. 19 og kommisjonsdirektivet art 26-45. Ordlyden i vphl. § 10-11 avviker fra ordlyden i MiFID. I den engelske versjonen benyttes ”*honestly, fairly and professionally*”. I den danske versjonen brukes ”*ærligt, redeligt og professionelt*”, mens den tyske benytter ”*ehrlich, redlich und professionell*”. Både verdipapirhandelloven av 1985<sup>106</sup> og verdipapirhandelloven av 1997<sup>107</sup> hadde bestemmelser om god forretningsskikk. Uttrykket er følgelig godt innarbeidet i norsk rett. Det følger av forarbeidene at uttrykket ”god forretningsskikk” er ment å dekke MiFID art. 19.<sup>108</sup>

Vphl. § 10-11 inneholder ikke bare krav til hvordan verdipapirforetaket skal opptre overfor sine kunder. Verdipapirforetaket skal i tillegg påse at markedets integritet ivaretas på beste måte. Virksomheten må utøves på en måte som ivaretar tilliten i markedet.<sup>109</sup> Et av

---

<sup>105</sup> Slik også Bergo 2008 s. 157

<sup>106</sup> Lov av 14. juni 1985 nr. 61 opphevet

<sup>107</sup> Lov av 29. juni 1997 nr. 75 opphevet

<sup>108</sup> Ot.prp. nr. 34 2006-2007

<sup>109</sup> Bergo 2008 s. 156

formålene med MiFID er å styrke investorbeskyttelsen. Dette innebærer en lojalitetsplikt overfor verdipapirforetakets kunder, men også overfor verdipapirmarkedet generelt.<sup>110</sup> Hensynet til markedets integritet fremgår ikke av MiFID, og må antas å være en etterlevning fra verdipapirhandelloven 1997. Dette taler for at hensynet ikke kan tillegges særlig vekt.

Det følger av vphl. § 10-11 (1) andre setning at verdipapirforetaket skal ivareta kundens interesse på beste måte. Dette er et sentralt hensyn bak reglene i vphl. § 10-11, og vil ha betydning ved forståelsen av de øvrige delene av bestemmelsen.

Verken MiFID eller det norske begrepet ”god forretningsskikk” gir noen konkrete holdepunkter for hvordan verdipapirforetakene skal opptre.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 10-11 oppstiller ingen uttrykkelige krav til de finansielle instrumentene. Dersom et slikt krav kan utledes av bestemmelsen må det skje gjennom en tolkning av uttrykket god forretningsskikk. Dersom MiFID og kommisjonsdirektivet oppstiller krav til totalharmonisering når det gjelder kravene til god forretningsskikk, medfører dette at Norge i utgangspunktet ikke kan vedta eller opprettholde strengere regler enn det som følger av direktivene.

Kredittilsynet har i klagesak mot Caveo og Totalvekst lagt til grunn at man ut fra kravet til god forretningsskikk kan utlede 3 generelle normer. For det første skal verdipapirforetaket tilby det beste av sammenlignbare produkter.<sup>111</sup> For det andre kan ikke kostnadsstrukturen i produktet redusere avkastningspotensialet vesentlig.<sup>112</sup> For det tredje må det være et rimelig forhold mellom andelen innbetalt beløp som tilfaller verdipapirforetaket og den merverdi foretaket tilfører.<sup>113</sup> Finansdepartementet har som klageinstans modifisert

---

<sup>110</sup> Finansdepartementet 2009 b

<sup>111</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.5.2

<sup>112</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.5.3

<sup>113</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.5.4

Kredittilsynets tolkning noe.<sup>114</sup> Jeg kommer tilbake til både Kredittilsynets tolkning samt Finansdepartementets presisering under punkt 6.3.1.

### 6.2.1 Har produktkrav støtte i rettskildene

Med produktkrav menes i denne oppgaven objektive krav til det finansielle instrument. At slike krav vil være objektive innebærer at de gjelder uavhengig av rådgivningssituasjonen i det konkrete tilfellet. Dersom det er hjemmel for å oppstille produktkrav vil de som nevnt gjelde i forhold til alle finansielle instrumenter.

Verken verdipapirhandelloven § 10-11 eller verdipapirforskriften retter seg mot produktene konkret. Slike krav kan ikke utledes av ordlyden i vphl. § 10-11 eller kapittel 10 i verdipapirforskriften. Det er imidlertid flere bestemmelser i vphl. § 10-11 som indirekte kan tale for at det kan oppstilles krav til det enkelte produkt.

#### 6.2.1.1 God forretningsskikk

Kravet til god forretningsskikk er en rettslig standard for hvordan verdipapirforetakene skal opptre. Det er overlatt til foretakenes skjønn å sørge for at kravet overholdes i eget foretak. Selv om god forretningsskikk i utgangspunktet retter seg mot foretakets opptreden, kan det hevdes at kravet indirekte stiller et krav til de konkrete produktene. Kravet til god forretningsskikk setter en grense for foretakets opptreden.<sup>115</sup> I BKN-2009-1 hadde klager investert i aksjeindeksobligasjonene DnB Nor Sektor 2000/2006 og DnB Nor Global 2000/2006. Investeringene var fullt ut lånefinansiert. Bankklagenemnda kom med 3 mot 2 stemmer til at klager hadde krav på å bli stilt som om investeringsavtalene og låneavtalen ikke var inngått. Flertallet kom til at:

*”... banken ikke har oppfylt sin bevisbyrde ved å godtgjøre at produktet med den tilbudte lånefinansiering hadde en tilstrekkelig høy, forventet produktavkastning.”*

---

<sup>114</sup> Finansdepartementet 2009 b

<sup>115</sup> Ekland 2008 s. 192

Videre uttalte Bankklagenemnda følgende:

*”Hvis produktet ikke har en forventet positiv produktavkastning med lånefinansiering, innebærer det at forbrukerne inviteres til å gå inn i investeringer som må ventes å bli tapsbringende; med de beløp det her er tale om kan noe slikt ikke være i samsvar med god bankskikk. Det bemerkes at banken heller ikke kan oppfattes å være av denne mening.”*

Uttalelsen tyder på at det etter Bankklagenemndas vurdering må kunne stilles visse minstekrav til de enkelte produktene. Den siste uttalelsen i det siterte avsnitt tyder på at også banken er av denne oppfatning. Dette må kunne tillegges noe vekt, ettersom verdipapirforetakene i utgangspunktet er ansvarlige for å sørge for at egen virksomhet utøves i samsvar med god forretningsskikk.

Når det gjaldt spørsmålet om kravet til god bankskikk innebar at den forventede avkastning måtte være positiv, synes det ikke å være dissens. Uttalelsen knytter seg til verdipapirhandelloven 1997 § 9-2 og avtaleloven § 36. Gjennom MiFID er det skjedd omfattende endringer på verdipapirrettens område. Avtaleloven § 36 er imidlertid ikke endret. Dersom det med hjemmel i avtl. § 36 kan stilles krav til det enkelte produkt, taler lex-specialis prinsippet for at krav til det enkelte produkt også må kunne oppstilles med hjemmel i verdipapirhandelloven som spesiallov. I og med at uttalelsen er brakt inn for domstolen vil den antakeligvis ikke kunne tillegges like mye vekt som uttalelser fra Bankklagenemnda generelt. En viss vekt må imidlertid uttalelsen kunne tillegges. Uenigheten mellom forbrukeren og DnB Nor synes primært å knytte seg til hvordan den forventede avkastning skal beregnes, og ikke om det kan stilles krav om forventet positiv avkastning.

Kredittilsynets vedtak i sakene mot Caveo og Totalvekst viser at Kredittilsynet også er av den oppfatning at det kan stilles krav til det enkelte produkt. Selv om Finansdepartementet modifiserte Kredittilsynets forståelse noe, avviser de ikke at det kan oppstilles krav til det

enkelte produkt generelt. Finansdepartementets vedtak i klagesakene viser også at det i alle fall indirekte kan stilles krav til det enkelte produkt. Dette taler for at det ikke er tillatt for foretaket å tilby ethvert produkt uavhengig av hvor dårlig produktet er. Salg av produkter med for eksempel meget høye kostnader vil videre kunne være en indikasjon på at andre regler i vphl. § 10-11 er brutt, for eksempel at produktet ikke er egnet for kunden, eller ikke er i kundens interesse.

#### 6.2.1.2 Kundenes interesser

Det følger av vphl. § 10-11 første ledd at verdipapirforetakene skal ivareta kundenes interesser på beste måte. Bestemmelsen gir klart uttrykk for at hensynet til beskyttelse av investorene er viktig. Dersom verdipapirforetaket gjennomfører en transaksjon med et produkt som er for dårlig, vil ikke dette være i kundenes interesse, og følgelig i strid med vphl. § 10-11 første ledd. Kundenes interesser vil imidlertid variere fra kunde til kunde. Den enkelte kunde vil ha ulik investeringshorisont, investeringsmål og finansiell stilling. Hvorvidt et finansielt instrument eller en investeringstjeneste er i den enkelte kundens interesse, vil følgelig måtte avgjøres i det konkrete tilfelle ut fra den aktuelle kundes interesse. Dette taler for at det ikke kan utledes noen generelle minstekrav til produktene ut fra kundenes interesse. Dersom det finnes et produkt som er så dårlig at det ikke vil være i noen kundes interesse å investere i det, kan det tenkes at kundenes interesse kan tilsi at det kan stilles generelle krav til det enkelte produkt.

#### 6.2.1.3 Krav om at investeringen skal være egnet eller hensiktsmessig

I kapittel 5 tok jeg for meg egnethetsvurderingen og hensiktsmessighetsvurderingen. For vurderingenes virkeområde og nærmere gjennomføring vises det til kapittel 5. I dette punktet vil jeg drøfte hvorvidt kravet om at investeringen skal kunne være egnet eller hensiktsmessig for kunden innebærer krav til det enkelte produkt. Både reglene om egnethet og hensiktsmessighet utgjør en viktig del av investorbeskyttelsen. Verken egnethetstesten eller hensiktsmessighetstesten oppstiller etter sin ordlyd uttrykkelige krav til det enkelte produkt. Det må imidlertid kunne hevdes at både vphl. § 10-11 fjerde og femte ledd indirekte gir støtte for at det må stilles krav til det enkelte produkt.

Finansdepartementet vedtak i klagesakene mot Caveo og Totalvekst gir også støtte for at

egnethetsvurderingen innebærer krav til det enkelte produkt. Produkter som er for dårlige vil verken være egnet eller hensiktsmessig for kunden.

For at en investering skal være egnet for kunden, må investeringen være egnet til å fremme kundens formål med investeringen. Dersom produktets karakteristika innebærer at produktet ikke er egnet til å fremme noen kunders investeringsmål, innebærer egnethetsvurderingen at verdipapirforetaket ikke kan anbefale det finansielle instrument.<sup>116</sup> Dette taler for at det må kunne stilles visse minstekrav til produktet.

Det samme kan i og for seg anføres når det gjelder hensiktsmessighetstesten. Denne innebærer imidlertid en mindre omfattende vurdering enn egnethetstesten. Hensiktsmessighetstesten tar ikke hensyn til kundens investeringsmål. Videre innebærer ikke hensiktsmessighetstesten noen absolutt plikt til å innhente informasjon, jfr. ordene ”skal innhente” og ”søke å innhente” i vphl. § 10-11 fjerde og femte ledd. Ettersom verdipapirforetakenes plikter hvor hensiktsmessighetstesten kommer til anvendelse er mindre enn hvor egnethetstesten kommer til anvendelse, taler dette for at det også må stilles mindre omfattende krav til produktet.<sup>117</sup> Dette støttes også av at foretaket yter konkrete råd i de tilfeller hvor det er påkrevd med egnethetstest og at kunden følgelig kan forvente mer av produktene enn hvor kunden selv har funnet et finansielt instrument vedkommende vil investere i.

I motsatt retning trekker det at verdipapirforetakene som nevnt i punkt 5.2.2 foran ikke alltid er forpliktet til å forsøke å gjennomføre en hensiktsmessighetstest. Dette gjelder kun ved formidling av ikke-komplekse finansielle instrumenter på kundens initiativ, hvor verdipapirforetaket i tillegg advarer kunden om at de ikke har plikt til å gjennomføre hensiktsmessighetstest. I disse tilfellene er verdipapirforetakenes rådgivningsplikt omtrent fraværende. Dette taler for at der hvor det skal gjennomføres en hensiktsmessighetstest

---

<sup>116</sup> Ekland 2008 s. 195

<sup>117</sup> Ekland 2008 s. 196

stilles det også visse krav til produktene. Ordlyden i vphl. § 10-11 (5) gir en viss støtte for dette syn. Det vil ikke være hensiktsmessig for kunden å investere i produkter som er dårlige.

#### 6.2.1.4 Konklusjon

Det kan antakeligvis utledes generelle krav til produktene fra prinsippet om god forretningsskikk.<sup>118</sup> Dette støttes av at kravet om at et finansielt instrument eller en investeringstjeneste skal være egnet eller hensiktsmessig for kunden, i alle fall indirekte, innebærer at det stilles krav til produktene. Hvorvidt man konkluderer med at produktkrav har støtte i den selvstendige betydningen av kravet til god forretningsskikk, eller i de mer spesielle bestemmelsene i vphl. § 10-11 har kun teoretisk betydning, og vil ikke forfølges nærmere i denne oppgaven. Også praksis fra Bankklagenemnda, Kredittilsynet og Finansdepartementet gir en viss støtte for at det kan oppstilles krav til det enkelte produkt.

### 6.3 Hvilke produktkrav kan eventuelt oppstilles

I punktet over konkluderte jeg med at det antakeligvis kunne oppstilles krav til det enkelte produkt. I dette punktet vil jeg med utgangspunkt i forvaltningspraksis og BKN-2009-1 undersøke hvilke krav som eventuelt kan eller ikke kan oppstilles til det enkelte produkt.

#### 6.3.1 Nærmere om forvaltningspraksis

Kredittilsynet har i klagesak mot Caveo og Totalvekst lagt til grunn at man ut fra kravet til god forretningsskikk kan utlede 3 generelle normer. Normene er tolkningsresultater som Kredittilsynet begrunner både i det generelle kravet til god forretningsskikk og de spesielle kravene som følger av de øvrige reglene i vphl. § 10-11. For det første skal verdipapirforetaket tilby det beste av sammenlignbare produkter.<sup>119</sup> For det andre kan ikke kostnadsstrukturen i produktet redusere avkastningspotensialet vesentlig.<sup>120</sup> For det tredje må det være et rimelig forhold mellom andelen innbetalt beløp som tilfaller

---

<sup>118</sup> Slik også Ekland 2008 s. 196

<sup>119</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.5.2

<sup>120</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.5.3



verdipapirforetaket og den merverdi foretaket tilfører.<sup>121</sup> I Finansdepartementets behandling av klagen fra Totalvekst og Caveo modifierer Finansdepartementet Kredittilsynets forståelse noe. Vedtakene vil likevel kunne bidra til å si noe om hvilke krav som eventuelt kan stilles til de enkelte produktene.

#### 6.3.1.1 Det beste av sammenlignbare produkter

Kredittilsynet har lagt til grunn at det ut fra kravet til god forretningsskikk kan utledes en norm om at verdipapirforetaket har plikt til å tilby det beste av sammenlignbare produkter. Etter Kredittilsynets oppfatning må sammenligningen ta utgangspunkt i sentrale egenskaper ved produktene som risiko, forventet avkastning og likviditet. Finansdepartementet legger til grunn at det ikke er mulig å utlede et slikt krav fra ”god forretningsskikk”.<sup>122</sup> Mydske og Tyrhaug mener normen innebærer ulovlig goldplating.<sup>123</sup> MiFID art. 19 fjerde ledd krever at:

*”... to enable the firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him.”*

MiFID krever altså ikke mer enn at produktet skal være “egnet” for kunden. Normen kan etter mitt skjønn ikke opprettholdes uten at man benytter de prosedyrer kommisjonsdirektivet art. 4 foreskriver. Det kan ikke stilles krav om at kunden skal tilbys det beste av sammenlignbare produkter.

#### 6.3.1.2 Kostnadsstrukturen kan ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig

Kredittilsynets andre norm gikk ut på at kostnadsstrukturen i produktet ikke kan redusere avkastningspotensialet vesentlig. Finansdepartementet legger til grunn at normen kun

---

<sup>121</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.5.4

<sup>122</sup> Finansdepartementet 2009 b pkt. 6.1

<sup>123</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 173

innebærer en presisering av det som allerede følger av egnethetstesten.<sup>124</sup> For at et produkt skal være egnet for kunden, må produktet bl.a. være egnet til å realisere kundens formål med investeringen, herunder være egnet til å kunne nå kundens avkastningsmål.

I denne oppgaven vil jeg forutsette at investorene opptrer rasjonelt.<sup>125</sup><sup>126</sup> Man må kunne legge til grunn at en enhver rasjonell investor, uavhengig av hvilken kategori han plasseres i, vil ha positiv avkastning som målsetning med investeringen.

Det kan imidlertid stilles spørsmålstegn ved om denne målsetningen kan hevdes så bastant. Det internasjonale finansmarkedet opplevde fra høsten 2008 av en kraftig nedgang, populært betegnet finanskrisen. Det kan være mange ulike årsaker til den kraftige nedgangen, og det vil helt sikkert bli lansert ulike teorier i tiden fremover. Flere har fremhevet konkursen i Lehman Brothers, og problemer knyttet til amerikanske subprime-lån som en utløsende årsak.<sup>127</sup> Finanskrisen spilte også inn på investorers målsetning med investeringer. Under finanskrisen ble amerikanske statsobligasjoner omsatt med negativ rente i annenhåndsmarkedet.<sup>128</sup> Dette vil si at investorer lånte for eksempel 100 000 USD til den amerikanske stat med en løpetid på fire uker og 0,0 % rente. Deretter solgte investor nr. 1 lånet til investor nr. 2 med en negativ rente på 0,1 %. I klartekst betyr dette at investor nr. 2 betalte 100 000 USD i dag for å få igjen 99 000 USD når obligasjonen forfalt. Dette strider mot forutsetningen om positiv avkastning ettersom 1 kr i dag er verdt mer enn 1 kr i fremtiden.

---

<sup>124</sup> Finansdepartementet 2009 b pkt. 6.1

<sup>125</sup> Eide 2008 s. 27

<sup>126</sup> Rasjonell adferd er et begrep som ofte benyttes i samfunnsøkonomien og rettsøkonomien. Rasjonell adferd innebærer at den enkelte sammenligner sine handlingsalternativer før vedkommende velger det alternativ som etter vedkommendes oppfatning best samsvarer med egne ønsker og oppfatninger.

<sup>127</sup> Vikås 2008

<sup>128</sup> Slettan 2008

Til tross for dette synes forutsetningen om positiv avkastning å være en egnet forutsetning om investors målsetning med investeringen. Det var relativt liten omsetning av amerikanske statsobligasjoner med negativ rente. At det forekom slike omsetninger kan skyldes at enkelte investorer var i en akutt likviditetskrise. Finanskrisen snudde finansmarkedene på hodet, og uroen i markedene medførte at investors behov for trygghet overskygget ønsket om avkastning.

Etter dette legger jeg til grunn at kundens formål med en investering er å oppnå avkastning. Dersom kostnadsstrukturen i produktet reduserer avkastningspotensialet vesentlig vil antakeligvis ikke investeringen være egnet for kunden. Produktets kostnader vil her stå i motsetning til kundens ønske om avkastning.

Det kan antakeligvis ikke oppstilles noe absolutt krav om at en investering ikke er egnet for kunden hvis kostnadsstrukturen reduserer avkastningspotensialet vesentlig. En avkastning på NOK 100,- har NOK 50,- i kostnader. Avkastningspotensialet er NOK 100,-. Dette innebærer at investeringen antas å gi en avkastning på NOK 100,- eller 200 % av investert beløp. Kostnadene ved investeringen reduserer imidlertid avkastningspotensialet med NOK 50,- eller 50 %. Det er ingen tvil om at kostnadene reduserer avkastningspotensialet vesentlig. På grunn av investeringens høye avkastningspotensial er det imidlertid ikke sikkert at investeringen ikke vil være egnet for kunden. Dette er imidlertid kun et tenkt eksempel. Jeg er ikke kjent med produkter med disse egenskaper. Dersom et slikt produkt finnes kan det godt tenkes at risikoen i produktet medfører at investeringen ikke er egnet for kunden. For å oppnå en avkastning på 200 % av investert beløp vil det måtte kreves at investor tar en betydelig risiko. Dette kan medføre at investeringen ikke er egnet for kunden på grunn av den høye risikoen. Dersom et produkt ikke er egnet for kunden skal ikke verdipapirforetaket gjennomføre den påtenkte transaksjon. Selv om det ikke kan oppstilles som noen absolutt regel at investeringen er uegnet for kunden hvor avkastningspotensialet reduseres vesentlig, må det i alle fall kunne oppstilles som den klare hovedregel.

Egnethetsvurderingen følger av MiFID art. 19 fjerde ledd og normen må anses for å være overensstemmende med våre EØS-rettslige forpliktelser. Det er følgelig ikke noe i veien for at normen opprettholdes, selv om det samme i og for seg følger av egnethetsvurderingen. Etter dette kan det antakeligvis oppstilles et krav til produktene om at kostnadsstrukturen ikke må redusere avkastningspotensialet vesentlig.

### 6.3.1.3 Rimelig forhold mellom andelen innbetalt beløp som tilfaller verdipapirforetaket og den merverdi foretaket tilfører

Den siste normen Kredittilsynet oppstiller er at det skal være rimelig forhold mellom andelen innbetalt beløp som tilfaller verdipapirforetaket og den merverdi foretaket tilfører. Verken MiFID eller kommisjonsdirektivet inneholder regler som direkte regulerer størrelsen på verdipapirforetakets vederlag, eller som stiller krav til forholdet mellom vederlaget og den merverdi foretaket tilfører. Som beskrevet i pkt. 4.3.4 omfattes opplysninger om omkostninger og gebyrer av verdipapirforetakenes opplysningsplikt, og foretakets vederlag skal særskilt angis, jfr. verdipapirforskriften § 10-15. Som allerede nevnt er det uttalt i forarbeidene at på områder som omfattes av kommisjonsdirektivet anses for å være fullharmoniserte. Dette taler for at det ikke kan stilles begrensninger knyttet til verdipapirforetakenes vederlag. Mydske og Tyrhaug er enig i dette og hevder at en slik norm vil innebære ulovlig goldplating.<sup>129</sup> Kundens interesser er ivaretatt gjennom opplysningsplikten. Dette taler for at begrensninger av gebyrets størrelse innebærer ulovlig goldplating. Dette støttes også av at EU-kommisjonen har uttalt at verdipapirforetakene kan sette gebyrene slik de ønsker så lenge kunden er informert om dette på korrekt måte.<sup>130</sup>

Konklusjonen blir at heller ikke Kredittilsynets tredje norm kan opprettholdes uten at man benytter de prosedyrer kommisjonsdirektivet art. 4 foreskriver. Hvor vederlaget til verdipapirforetaket blir for høyt, kan det imidlertid rammes av kravet om at kostnadene ikke skal redusere avkastningspotensialet vesentlig.

---

<sup>129</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 174

<sup>130</sup> Mydske og Tyrhaug 2008 s. 174

### 6.3.2 Kravet om forventet positiv avkastning

Som nevnt i punkt 6.2.1.1 synes Bankklagenemnda i BKN-2009-1 å ha lagt til grunn at det kan oppstilles et krav om at den forventede avkastning må være positiv. Bankklagenemnda legger til grunn at det vil være i strid med god bankskikk å selge produkter til kunden som forventes å bli tapsbringende. For å finne den forventede avkastningen av en investering må man først finne de ulike utfallene investeringen kan gi og kombinere disse med sannsynligheten for at de ulike utfallene inntreffer.<sup>131</sup> Den forventede avkastning blir derfor en form for gjennomsnittsavkastning vektet etter sannsynligheten for at den gitte avkastningen inntreffer. Dersom en investering har en forventet negativ avkastning innebærer dette at kunden investerer i et produkt som statistisk sett ventes å bli tapsbringende for kunden.<sup>132</sup> Hvorvidt en investering har forventet positiv avkastning må vurderes på investeringstidspunktet. Som i punkt 6.3.1.2 legger jeg til grunn at kundens formål med investeringen er å oppnå avkastning. Det kan tenkes at kunden vil være interessert i et produkt som har negativ forventet avkastning, men hvor det foreligger en mulighet for en betydelig avkastning.<sup>133</sup> Dersom slike produkter eksisterer må det antakeligvis gjøres unntak for disse. Den klare hovedregel må være at kundens formål med investeringen er å oppnå positiv avkastning.<sup>134</sup>

Ved aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning følger det av verdipapirforskriften § 10-16 første ledd at hver enkelt transaksjon må være i samsvar med kundens investeringsmål. Dersom man først legger til grunn at kundens investeringsmål er å oppnå positiv avkastning innebærer dette at ethvert produkt som har en forventet negativ avkastning ikke vil være

---

<sup>131</sup> Koekebakker 2006 s. 76

<sup>132</sup> BKN 2009-1

<sup>133</sup> Jeg kan ikke helt se hvilke produkter som vil oppfylle et slikt kriterium. Lotto vil være et eksempel hvor den forventede avkastning vil være negativ, men hvor kunden likevel vil kunne være interessert fordi betydelig gevinst teoretisk sett kan oppnås med liten kapitalinnsats.

<sup>134</sup> Slik også Ekland 2008 s. 203

egnet for kunden. Verdipapirforetaket kan derfor ikke tilby produktet til kunden, jfr. prinsippet i vphl. § 10-11 fjerde ledd.

Hvor foretaket yter andre tjenester enn aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning kommer reglene om hensiktsmessighet til anvendelse. Som nevnt kreves det ikke at verdipapirforetaket vurderer investeringen i forhold til kundens investeringsmål. Når forutsetningen imidlertid er at enhver investor ønsker å oppnå avkastning, vil produkter som sannsynligvis ikke generere avkastning ikke være hensiktsmessige for kunden. Etter mitt skjønn åpner derfor også reglene om hensiktsmessighet for å stille krav om forventet positiv avkastning.<sup>135</sup>

### 6.3.3 Konklusjon

Hverken Kredittilsynets første eller tredje norm kan opprettholdes. Den andre normen kan opprettholdes i og med at den kun utgjør en presisering av kravet til egnethet.

Kredittilsynets praksis gir likevel holdepunkter for at det kan oppstilles krav til de ulike produktene. Fra Kredittilsynets andre norm og kravet til egnethet er det mulig å utlede et krav til produktene.

Slik jeg ser det kan det oppstilles krav til det enkelte produkt om at den forventede avkastning må være positiv, samt at kostnadsstrukturen ikke kan redusere avkastningspotensialet vesentlig. Det kan tenkes at det bør kunne oppstilles ytterligere krav til produktene, som for eksempel krav til risiko og likviditet. I denne oppgaven behandles kun kravet om forventet positiv avkastning og forholdet mellom kostnadsstrukturen og avkastningspotensialet. Avgrensningen er foretatt på bakgrunn av de spørsmål som var sentrale i BKN-2009-1.

---

<sup>135</sup> Slik også Ekland 2008 s. 198

## 6.4 Nærmere om kravet om at kostnadsstrukturen ikke kan redusere avkastningspotensialet vesentlig

I punkt 6.3.1.2 konkluderte jeg med at det med hjemmel i god forretningsskikk og kravet til egnethet kunne oppstilles et krav om at kostnadene ikke måtte redusere avkastningspotensialet vesentlig. Dette støttes også av Finansdepartementets avgjørelse i klagesakene mot Totalvekst ASA og Caveo ASA. Som beskrevet tidligere vil kostnadene ved investering stå i motsetning til ønsket om å oppnå avkastning. Eksempelet i pkt 6.3.1.2 viste at kostnadene reduserte avkastningspotensialet. Nedenfor vil jeg se på hvilke kostnader som påløper ved en investering i et sammensatt produkt og prøve å indikere når kostnadene blir for høye slik at investeringen er uegnet for kunden. Forbudet mot goldplating innebærer at det ikke kan fastsettes en konkret grense på en viss prosentsats. Den indikasjon jeg vil gi utgjør således ingen absolutt grense, men reflekterer kun når jeg mener kostnadene ved et produkt gjør det uegnet for kunden.

### 6.4.1 Kostnader ved en investering

I forbindelse med investering i et finansielt instrument vil det påløpe kostnader. Hva kostnadene dekker er egentlig ikke av betydning. Det viktige er om det er kunden som dekker kostnaden. Ved investeringer vil kunden vanligvis bli belastet med for eksempel tegningskostnader, provisjon, gebyrer og suksesshonorarer. Dersom investeringen lånefinansieres vil rentekostnadene på lånet også utgjøre en kostnad for kunden. Slike kostnader bør medregnes ved vurdering av kostnadenes størrelse. Kostnadene bidrar til å redusere avkastningspotensialet. Ved vurderingen av om kostnadene innebærer at avkastningspotensialet reduseres vesentlig bør alle kostnader som belastes kunden regnes med. Ved investering i DnB Nor Eiendom US 2008/2011<sup>136</sup> som er et bankinnskudd med eiendomsavkastning belastes kunden kostnader tilsvarende 2,21 % av investert beløp.

### 6.4.2 Kostnadenes størrelse

Kredittilsynets vedtak i klagesaken mot Totalvekst og Caveo gir visse indikasjoner på når kostnadene vil være for høye. Kredittilsynet viser i eksemplene i vedtaket at kostnadene

---

<sup>136</sup> Jfr. Prospekt 2008

utgjorde henholdsvis 37,5 % <sup>137</sup> og 31,75 % <sup>138</sup>. Kredittilsynet la til grunn at det var klar sannsynlighetsovervekt for at Totalvekst og Caveo ikke hadde tilbudt kundene det beste av sammenlignbare produkter. Finansdepartementet var enig i at produkter med slik kostnadsstruktur ikke var i kundens interesser og uttalte videre at avkastningspotensialet ved slike investeringer vil være vesentlig svekket<sup>139</sup>.

At kostnadene ved investeringen må redusere avkastningspotensialet ”vesentlig” innebærer at man må over en viss grense før kostnadene er for høye. Hvor grensen går vil være vanskelig å angi konkret. Ved at det er forholdet mellom kostnadene og avkastningspotensialet som er vurderingstemaet innebærer dette at grensen vil avhenge av hvilket produkt kunden investerer i. Produkter med høyt avkastningspotensial tåler antakeligvis høyere kostnadsbelastning enn produkter med beskjedent avkastningspotensial. Eksemplene fra klagesaken mot Totalvekst og Caveo tyder på at kostnader på over 30 % medfører at avkastningspotensialet reduseres vesentlig og at investeringen følgelig ikke er egnet for kunden. For at kostnader på 30 % skulle kunne aksepteres ville avkastningspotensialet på investeringen vært meget betydelig. Antakeligvis ville produkter som innebar at kostnader på 30 % ikke reduserte avkastningspotensialet vesentlig minne mer om gambling enn et investeringsprodukt.

## **7 Avsluttende merknader**

Verdipapirhandelloven inneholder en rekke regler som skal bidra til beskyttelse av kundene. Opplysningsplikten skal sikre at kunden forstår produktet og tjenesten. Gjennom forståelse av produktet og tjenesten vil kunden til en viss grad kunne beskytte seg selv mot uheldige investeringer. Videre vil egnethetstesten innebære at verdipapirforetaket skal foreta vurderinger av om investeringen er egnet for kunden. Ved andre tjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, innebærer hensiktsmessighetstesten at

---

<sup>137</sup> Kredittilsynet 2008 a pkt. 2.2

<sup>138</sup> Kredittilsynet 2008 b pkt. 2.2

<sup>139</sup> Finansdepartementet 2009 b pkt. 6.3



verdipapirforetaket skal vurdere om investeringen er hensiktsmessig for kunden. Egnethetsvurderingen og hensiktsmessighetsvurderingen synes å medføre at verdipapirforetakene til en viss grad skal beskytte kunden. Slik jeg ser det bør det kunne oppstilles krav om at produktene skal ha en forventet positiv avkastning. I tillegg bør det kunne oppstilles krav om at ikke kostnadene reduserer avkastningspotensialet vesentlig. Slike generelle krav til produktene vil bidra til å beskytte kundene ytterligere ved at produkter som er for dårlige ikke kan tilbys kunden.

## Litteraturliste

Bøker, artikler m.v.

- Anbefalte aksjer uke 42: DnB Nor Bank ASA. Ukens anbefalte aksjer.  
[https://www.dnbnor.no/markets/nyheter/091012\\_aa.html?WT.ac=desk\\_Ukens](https://www.dnbnor.no/markets/nyheter/091012_aa.html?WT.ac=desk_Ukens) anbefalte aksjer  
[Sisert 12. oktober 2009]
- Andersson 2009: Andersson, John E. Norsk regnesentral forteller halve historien.  
[http://forbrukerportalen.no/Artikler/2009/norsk\\_regnesentral\\_forteller\\_halve\\_historien](http://forbrukerportalen.no/Artikler/2009/norsk_regnesentral_forteller_halve_historien)  
[Sisert 5. oktober 2009]
- Behandlingsregler for saker i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer  
<http://www.nfmf.no/filestore/Behandlingsregler2002.pdf>  
[Sisert 15. september]
- Bergo 2008: Bergo, Knut. Børs- og Verdipapirrett. Oslo, 2008.
- Bechmann 2002: Verdipapirhandelloven kommentarutgave. Bechmann, Tor m.fl. Oslo, 2002.
- Christensen, Erling. Materialsamling i Børs- og Verdipapirrett. Oslo, 2008.
- Eckhoff 2000: Eckhoff, Torstein, ved Jan Helgesen. 5. utgave. Oslo, 2000.
- Eide 2008: Eide, Erling og Stavang, Endre. Rettsøkonomi. Oslo, 2008.

- Ekland 2008: Ekland, Lars. Oppstiller reglene om god forretningsskikk minstekrav til produktene? I: Tidsskrift for rettsvitenskap. 2009 nr. 1. S. 183-214. [Sisert 25. august 2009]
- Elden 2009: Elden, John Christian. Stevning [http://forbrukerportalen.no/filearchive/elden\\_siste\\_reggen\\_.pdf](http://forbrukerportalen.no/filearchive/elden_siste_reggen_.pdf) [Sisert 7. september 2009]
- EØS-rett 2003 EØS-rett. Sejersted, Fredrik m.fl. 2. utgave. Oslo, 2003.
- Hagstrøm 2004: Hagstrøm, Viggo. Obligasjonsrett. Oslo, 2004.
- Hovedavtale for Bankklagenemnda <http://www.bankklagenemnda.no/pdf/Hovedavtale%2020090101.pdf> [Sisert 15. september 2009]
- Hyder 2008: Hyder, Knut. Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk. I: Tidsskrift for rettsvitenskap. 2008 nr. 3. S: 183-216 [Sisert 25. august 2009]
- Høvik 2006: Høvik, Helge Gismarvik. Produktansvar i et EØS-rettslig perspektiv. I: Tidsskrift for erstatningsrett. 2006 nr. 1. S: 22-49. [Sisert 9. oktober 2009]

- Jusleksikon 2002: Jusleksikon. Gisle, Jon m.fl. 2. utgave. Drammen, 2002.
- Kredittilsynet 2009: Kredittilsynet. Konesjonsregister  
<http://register.kredittilsynet.no/default.aspx>  
[Sisert 10. september 2009]
- Krüger 2001: Krüger, Kai. Finanger dommen og den nye rettskildedefaktor: frykten. I: Jussens Venner. 2001. S: 89-105  
[Sisert 9. oktober 2009 ]
- Koekebakker 2006: Koekebakker, Steen og Zakamouline, Valeri. Forventet avkastning på aksjeindeks- obligasjoner. I: Praktisk økonomi og finans. 2006 nr. 4. S 75-88  
[Sisert 25. august 2009]
- Lange 2009: Lange, Jon- Andreas. Lånefinansierte strukturerte spareprodukter.  
[http://forbrukerportalen.no/filearchive/brev\\_dnb\\_nor.pdf](http://forbrukerportalen.no/filearchive/brev_dnb_nor.pdf)  
[sisert 7. september 2009]
- Medlemsliste 2009: Norges fondsmeglerforbund. Medlemsliste. 2009  
[Sisert 2. oktober 2009]
- Michaelsen 2007: Michaelsen, André. Kommentar til verdipapirhandelloven. I: Norsk lovkommentar nettversjon.  
[Sisert 10. oktober 2009]

- Mydske og Tyrhaug 2008: Mydske, Tore og Tyrhaug, Sverre, Gjennomføringen av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn. I: Tidsskrift for rettsvitenskap. 2008 nr. 3. S: 153-182  
[Sisert 25. august 2009]
- Prospekt 2008: DnB Nor Bank ASA  
[https://www.dnbnor.no/portalfront/nedlast/no/markets/ioprospekt\\_2008/0806\\_US\\_Eiendom0811.pdf](https://www.dnbnor.no/portalfront/nedlast/no/markets/ioprospekt_2008/0806_US_Eiendom0811.pdf)  
[Sisert 20. oktober 2009]
- Rapport fra Norsk regnesentral  
[http://www.nr.no/~anderslo/HistoriskAvkastningNR\\_FNH.pdf](http://www.nr.no/~anderslo/HistoriskAvkastningNR_FNH.pdf)
- Samtale med kunderådgiver DnB Nor Bank ASA per telefon 7. oktober 2009
- Slettan 2008: Slettan, Are. Uncle Sam låner gratis  
[http://areslettan.blogg.no/1230045520\\_uncle\\_sam\\_lner\\_gratis.html](http://areslettan.blogg.no/1230045520_uncle_sam_lner_gratis.html)  
[Sisert 27. august 2009]
- Vikås 2008: Vikås, Marianne. Økonomi viktigst for velgerne.  
<http://www.vg.no/nyheter/utenriks/presidentvalg-2008/artikkel.php?artid=522950>  
[Sisert 11. september 2009]
- Årsberetning 2008: Bankklagenemnda. Årsberetning for 2008  
<http://www.bankklagenemnda.no/pdf/Arsberetning%202008.PDF>  
[Sisert 11. september 2009]

## Norske lover og forskrifter

Kongeriget Norges Grundlov 17. mai 1814.

Lov om domstolene 13. august 1915 nr. 5.

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

Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker 10. februar 1967.

Lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr. 61. [Opphevet]

Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner 10. juni 1988 nr. 40.

Lov om verdipapirhandel 29. juni 1997 nr. 75 [Opphevet]

Lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75.

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

Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) 29. juni 2007 nr. 876.

## Internasjonale kilder

Direktiv 1993/82/EC: Investment Services directive (ISD)

Direktiv 2004/39/EC: Markets in Financial Instrument Directive (MiFID)

Direktiv 2006/73/EC:	Gjennomføringsdirektivet
Kommisjonsforordning 1287/2006	Gjennomføringsforordningen
Your questions on MiFID:	Committee of European Securities Regulators (CESR) <a href="http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf">http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf</a> [Sisert 24. september 2009]
Background Note:	Background Note on the Draft Implementing Directive <a href="http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote_en.pdf">http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote_en.pdf</a> [Sisert 16. november 2009]
Forarbeider, rundskriv m.v.	
NOU 1994: 19:	Finansavtaler og finansoppdrag
NOU 2006: 3:	Om markeder for finansielle instrumenter
Stortinget 2006:	<a href="http://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Saker/Sak/?p=33686">http://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Saker/Sak/?p=33686</a> [sisert 6. November 2009]
Ot.prp. nr. 34 2006-2007:	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og regulerte markeder (børsloven)

- Høringsnotat 2007: Arbeidsgruppe bestående av Kredittilsynet, FNH, Oslo Børs Norges Fondsmeglerforbund og Finansdepartementet  
[http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/kt\\_mifidfororkrift.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/kt_mifidfororkrift.pdf)
- Rundskriv 15/2006: Informasjon og retningslinjer ved salg av sammensatte produkter  
<http://www.kredittilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Rundskriv/2006/Informasjon-og-retningslinjer-ved-salg-av-sammensatte-produkter/>  
[sitert 7. oktober 2009]
- Rundskriv 4/2008 Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud og kjøp av sammensatte produkter.  
<http://www.kredittilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Rundskriv/2008/4-kvartal/Sammensatte-produkter--endringer-i-forskrift-om-opplysningsplikt-ved-tilbud-om-kjop-av-sammensatte-produkter/>  
[sitert 7. oktober 2009]
- Rettspraksis, uttalelser og vedtak
- Rt. 1984 s. 228
- Rt. 1997 s. 1954
- Rt. 2000 s. 679



Rt. 2000 s. 1811

Rt. 2003. S. 400

RG 2004 s. 1464

BKN 2007-045

BKN 2007-050

BKN 2008-069

BKN 2009-001

BKN 2009-046

NFMF klagesak 2007/11

Klagesak Warren Wicklund Asset Management ASA

<http://www.nfmf.no/filestore/2007-11.pdf>

[Sisert 11. september 2009]

MFMF klagesak 1999/7

Klagesak Christiania Bank og Kreditkasse ASA

<http://www.nfmf.no/filestore/1999-07.pdf>

[Sisert 11. september 2009]

Kredittilsynet 2008 a:

Vedtak om tilbakekall av tillatelse Totalvekst ASA

[http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd\\_pdf/01/05/Total065.pdf](http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Total065.pdf)

[Sisert 15. august 2009]

Kredittilsynet 2008 b:

Vedtak om tilbakekall av tillatelse Caveo ASA

[http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd\\_pdf/01/05/Caveo067.pdf](http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Caveo067.pdf)

[Sisert 25. august 2009]