

UiO • Det juridiske fakultet

Verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk for verdipapirforetak

Verdipapirforetakets plikter overfor ulike kundegrupper i perspektiv av investorbekyttelse

Kandidatnummer: 591

Leveringsfrist: 25.11.2014

Antall ord: 16 912



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Tema og problemstilling	1
1.2	Avgrensning	2
1.3	Fremstillingen videre	3
1.4	Rettskilder og metode	3
1.5	Historikk	5
2	VERDIPAPIRMARKEDER OG VERDIPAPIRFORETAKENES ROLLE	6
2.1	Temaet i perspektiv	6
2.2	Hva er et «verdipapirforetak»?	7
2.3	Hva er «investeringstjenester» og «finansielle instrumenter»?	8
2.4	Forholdet mellom verdipapirretten og andre rettsområder	9
3	FORMÅL OG HENSYN	10
3.1	Oversikt.....	10
3.2	Risikofaktorer som kan true investorvernet og markedets integritet	12
4	KUNDEKLASSIFISERING	13
4.1	Innledning	13
4.2	Avgrensning av kundegrupper	14
4.2.1	Innledning	14
4.2.2	Hvem er «profesjonell kunde»?.....	14
4.2.3	Hvem er «ikke-profesjonell kunde»?	16
4.2.4	Omklassifisering	16
4.3	Virkninger av kundeklassifisering	17
4.4	Sammenfatning	18
5	GOD FORRETNINGSSKIKK SOM RETTSLIG STANDARD	19
5.1	Oversikt.....	19
5.2	Hensynet til «kundenes interesser» og «markedets integritet»	21
5.3	God forretningsskikk og bransjepraksis.....	22

6	OPPLYSNINGSPLIKTENES MATERIELLE INNHOLD	23
6.1	Vphl. § 10-11 (2).....	23
6.1.1	Innledning	23
6.1.2	Når inntretr opplysningspliktene?	24
6.1.3	Informert investeringsbeslutning.....	24
6.1.4	Overfor hvilke kundegrupper gjelder opplysningspliktene?	32
6.2	Vphl § 10-11 (3) Krav til opplysningenes innhold	33
6.2.1	Innledning	33
6.2.2	Kvalitetskrav.....	33
6.2.3	Hva omfattes av ordlyden «all informasjon», og hvem?.....	34
6.2.4	Terskelen for «korrekt, klar og ikke villedende informasjon»	35
7	EGNETHETSVURDERING	38
7.1	Innledning	38
7.2	Kundegrupper unntatt fra egnethetstest	38
7.3	Egnethetstesten	39
7.3.1	Oversikt	39
7.3.2	<i>Når</i> skal egnethetstesten utføres?	40
7.3.3	Verdipapirforskriften § 10-16.....	41
8	HENSIKTMESSIGHETSVURDERING	44
8.1	Innledning	44
8.2	Hensiktsmessighetstesten.....	45
8.2.1	Innledning	45
8.2.2	Betydningen av kundens kunnskap og investeringserfaring	45
8.3	Unntak fra hensiktsmessighetstesten	46
8.3.1	Execution-only	46
8.3.2	Kundegrupper hvor hensiktsmessighetstest ikke er påkrevet.....	47
8.4	Finanstilsynets praksis	47
9	ANDRE INVESTORBESKYTTELSESGREGLER	49
9.1	Innledning	49
9.2	Vphl. § 10-12.	49

9.2.1	Oversikt	49
9.2.2	Resultat- eller innsatsforpliktelse?.....	50
9.2.3	Forholdet til vphl. § 10-11	51
9.3	Vphl. § 10-10	51
9.3.1	Oversikt	51
9.3.2	Forholdet til vphl. § 10-11	53
10	BETYDNINGEN AV VPHL. § 3-9 OM FORBUD MOT URIMELIGE FORRETNINGSMETODER.....	54
10.1	Innledning	54
10.2	Forholdet mellom vphl. § 3-9 og § 10-11	54
11	AVSLUTTENDE BEMERKNINGER.....	55

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Oppgavens overordnede tema er verdipapirhandelloven¹ (heretter «vphl») § 10-11 om kravet til god forretningsskikk for verdipapirforetak. Bestemmelsen oppstiller krav til verdipapirforetakenes virksomhet og en rekke plikter overfor foretakets kunder og potensielle kunder. Bestemmelsen innebærer en lovfesting av beskyttelse av investorer som benytter seg av verdipapirforetak.

Rettsområdet representerer et krysningspunkt mellom jus og økonomi. Dette rettsområdet har i den senere tid fått mye medieomtale, særlig grunnet ikke-profesjonelle investorers tapte investeringer på grunnlag av investeringsrådgivning.

Reglene om god forretningsskikk bygger på en forutsetning om at ulike kunder har behov for ulik grad av investorvern. Et verdipapirforetak kan yte de investeringstjenester² det har konsekvens³ til å yte, og verdipapirforetakets plikter varierer avhengig av hvilken tjeneste som ytes overfor hvilken type kunde. Det gjelder vesentlige unntak fra investorbeskyttelse når verdipapirforetak yter tjenester overfor profesjonelle kunder. I fremstillingen av vphl. § 10-11 har jeg derfor valgt å fokusere på *kundeklassifiseringsplikten* samt verdipapirforetakets *opplysnings- og rådgivningsplikter* overfor de ulike kundegruppene.

Sentrale rådgivningsplikter er kravet til *egnethetsvurdering* ved yting av investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, og kravet til *hensiktsmessighetsvurdering* som gjelder ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Problemstillingen er etter dette hvilke plikter verdipapirforetak pålegges overfor de ulike kundegruppene iht. vphl. § 10-11.

Avhandlingen tar sikte på å gi en fremstilling av verdipapirforetakets plikter overfor de ulike kundegruppene med vekt på de store linjer og hensyn. Jeg ønsker også å belyse sammenheng-

¹ Lov 29 juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

² Vphl. § 2-1

³ Vphl. § 9-1

en mellom reglene om god forretningsskikk i vphl. § 10-11 med reglene om beste resultat ved ordreformidling i § 10-12, reglene om interessekonflikter i § 10-10 og bestemmelsen om forbud mot urimelige forretningsmetoder i lovens § 3-9. Disse bestemmelsene står i naturlig sammenheng med kravet til god forretningsskikk og utfyller slik sett vphl. § 10-11.

1.2 Avgrensning

Det er flere av reglene i verdipapirhandelloven som tjener til beskyttelse av investorene.⁴ Avhandlingen begrenser seg til en fremstilling av regler som står i kapittel 10 del II om investorbeskyttelse, og hovedsakelig vphl. § 10-11 om kravet til god forretningsskikk for verdipapirforetak.

Jeg vil fokusere på bestemmelsens første til sjette ledd fordi disse hjemler verdipapirforetakets sentrale plikter. Det avgrenses mot bestemmelsens øvrige ledd som hjemler mer en type ordensregler som krav om kunderegister, sluttseddel, opplysninger om Verdipapirforetakenes sikringsfond, og krav om ytelse av investeringstjenester fra fast forretningssted. Disse utgjør viktige plikter, men gir ikke anvisning på særlig skjønsmessige vurderinger. I korthet vil jeg også nevne vphl. § 10-10 og § 10-12, da disse investorbeskyttelsesreglene står i naturlig sammenheng med vphl. § 10-11, samt vphl. § 3-9.

Det avgrenses mot de øvrige bestemmelsene om investorbeskyttelse i vphl. kapittel 10 del II, de generelle virksomhetsregler i vphl. kapittel 9 og mot tilsynsregimet i kapittel 15 og 16 som også har en side mot hensynet til investorbeskyttelse. Videre avgrenses det mot virkninger av brudd på vphl. § 10-11 og andre nevnte investorbeskyttelsesregler, og brudd på avtalen med kunden, som vil kunne utløse både offentligrettslige og privatrettslige sanksjoner. Verdipapirforetakets brudd på § 10-11 kan utløse offentligrettslige sanksjoner som i mildeste grad gir kritikk fra tilsynsmyndighetene og krav om retting av de kritikkverdige forhold eller atferd og tap av konsesjon og/eller straff som strengeste type sanksjon. Privatrettslige sanksjoner kan være tilsidesettelse av avtalen jf. avtaleloven § 36, eller erstatningskrav for økonomisk tap etter det ulovfestede profesjonsansvar. Endelig avgrenses det mot å vurdere om det bør stilles

⁴ Se f.eks. atferdsreglene i vphl. kap. 3

krav til den konkrete utformingen av ulike finansielle produkter som tilbys sett i sammenheng med kravet om god forretningsskikk.⁵

1.3 Fremstillingen videre

Før jeg går inn på oppgavens hoveddel om verdipapirforetakenes plikter overfor sine kunder etter vphl. § 10-11, vil jeg i kapittel 2 plassere temaet i et markedsmessig perspektiv med en kort gjennomgang av verdipapirforetakenes rolle og funksjon. Deretter gis i kapittel 3 en innledende beskrivelse av formål og hensyn bak vphl. § 10-11. Kapittel 4 gjelder kundeklassifisering, og behandles tidlig fordi dette danner grunnlag for omfanget av verdipapirforetakets plikter. God forretningsskikk som rettslig standard behandles i relasjon til opplysningspliktene i kapittel 5. Opplysningspliktene og de nærmere krav til opplysningene behandles i kapittel 6. Kapittel 7 og 8 omhandler henholdsvis egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen. I kapittel 9 heves blikket for å se på sammenhengen mellom vphl. § 10-11 og regelen i § 10-10 om interessekonflikter og regelen i § 10-12 om beste resultat ved ordreformidling. Avslutningsvis nevnes vphl. § 3-9 da også denne omfatter god forretningsskikk. Til slutt vil jeg knytte noen kommentarer og avsluttende bemerkninger til avhandlingens tema.

1.4 Rettskilder og metode

Verdipapirretten preges av omfangsrik lovgivning, og verdipapirforetak er mer detaljregulert enn mye annen næringsvirksomhet.⁶ Særegent for verdipapirretten er den store påvirkningen av EU-lovgivning, da Norge er folkerettslig forpliktet til å gjennomføre sentral EU-lovgivning på verdipapirrettens område, jf. EØS-avtalen artikkel 7.⁷ Norsk verdipapirlovgivning er derfor i stor grad overensstemmende med EU-retten.

Verdipapirhandeloven av 2007 kapittel 10 del II om investorbekyttelse er den sentrale rettskilde. Markets in Financial Instruments Directive⁸ (heretter «MiFID») er gjennomført i norsk

⁵ Ekeland (2009) s. 182

⁶ Om rettskildesituasjonen, Myklebust (2011) s.192

⁷ Inntatt i EØS-loven av 1992.

⁸ Direktiv 2004/39/EF. Erstatte ISD direktiv 93/22/EØF om investeringstjenester på verdipapirirområdet jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s.18. MiFID er som ett av flere finansdirektiver resultat av EUs finansielle handlingsplan FSAP.

rett gjennom verdipapirhandelloven og børsloven. Vphl. kapittel 10 del II om investorbekyttelse gjennomfører MiFID artikkel 18 til 24. Herunder gjennomfører vphl. § 10-11 MiFID artikkel 19⁹. En rekke MiFID-bestemmelser krever fullharmonisering, og ifølge forarbeidene kreves som hovedregel fullharmonisering¹⁰ på områder som dekkes av gjennomføringsdirektivet jf. gjennomføringsdirektivets artikkel 4.¹¹ Gjennomføringsdirektivet (Kommissjonsdirektiv 2006/73 EF)¹² artikkelene 26-45 er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften¹³ (heretter vpf.) § 10-1 til § 10-30. Vpf. utfyller vphl., herunder § 10-11 jf. § 10-11 (12).

Forarbeidene til Verdipapirhandelloven er først og fremst NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007). Lovens forarbeider er viktige rettskildefaktorer ved tolkning og utfylling av lovens bestemmelser. Forarbeidene til verdipapirhandelloven har desto større betydning da det ikke foreligger mye rettspraksis om vphl. § 10-11.

Rettspraksis utgjør en begrenset del av rettskildebildet. Imidlertid er dommene om strukturerte spareprodukter relevante for denne avhandlingen, herunder Rt.2012 s.1926 (Lognvik), Rt. 2013 s.1926 (Fokus Bank) og Rt.2013 s.388 (Røeggen). Reglene om god forretningsskikk i dagens verdipapirhandellov er mer detaljerte enn i den gamle god-forretningsskikkbestemmelsen § 9-2 i loven av 1997, men rettspraksis fra den gamle loven er fortsatt en relevant rettskilde, og der bestemmelsene er like, blir eldre rettspraksis vektlagt av domstolene også ved tolkningen av den nye loven.¹⁴

⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) kapittel 33 s.436

¹⁰ Direktiver som krever fullharmonisering må som utgangspunkt gjennomføres fullt ut i norsk rett.

¹¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 3.3 s.31

¹² MiFID er et rammedirektiv vedtatt på øverste nivå 1, som gir regelverkskompetanse til instansene på nivå 2. På nivå 2 har EU-kommisjonen og verdipapirkomiteén vedtatt gjennomføringsdirektivet og gjennomføringsforordningen, med utfyllende regler til rammedirektivet. Gjennomføringsdirektivet er gjennomført i norsk rett gjennom verdipapirforskriften og børsforskriften. Gjennomføringsforordningen må jf. EØS-avtalen artikkel 7 bokstav a gjennomføres «som sådan» i norsk rett.

¹³ FOR-2007-06-29-876

¹⁴ Myklebust (2011) s. 237 og Rt.2012 s.1926 avsnitt 49 jf. Rt.2013 s.388 avsnitt 124.

Forvaltnings- og bransjepraksis i form av avgjørelser fra Finanstilsynet, Finansklagenemnda¹⁵, Børsklagenemnda, og Norges Fondsmeglerforbunds Etisk Råd vektlegges av domstolene i den grad innholdet er relevant. Norges Fondsmeglerforbund opererer med etiske normer, hvis innhold omhandler temaene i lovens god-forretningsskikk-regler. Fordi det er sparsomt med rettspraksis om de konkrete problemstillingene som kan dukke opp blir for øvrig Finanstilsynets uttalelser tillagt stor vekt av domstolene.

Juridisk teori belyser til dels i stor grad kravene til verdipapirforetaks virksomhet og god forretningsskikk. Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett* (2008) og Trude Myklebust, *Innføring i finansmarkedsrett* (2011) dekker temaet, sammen med andre enkeltstående artikler.

1.5 Historikk

Dagens verdipapirhandellov er resultat av en omfattende revisjon av verdipapirhandellovverket i nyere tid og det har siden 1980-tallet vært høy lovgivningsaktivitet på verdipapirområdet. Vphl. av 1985 inneholdt en bestemmelse om god meglerskikk i § 18, i tillegg til en § 5 om god forretningsskikk¹⁶ (som senere ble til § 3-9). På midten av 90-tallet ble loven endret for å gjennomføre ISD, og en bestemmelse om god forretningsskikk ble inntatt i § 5-2 (vide-reføring av § 18).¹⁷ 1985-loven ble senere avløst av ny verdipapirhandellov i 1997 der bestemmelsen om god forretningsskikk kom inn som § 9-2 og gjennomførte *ISD art.11*. Loven av 1997 innebar en tilpasning til EF-direktiver som følge av Norges EØS-medlemskap, og innførte bl.a. begrepene «verdipapirforetak», «finansielle instrumenter» og «investeringstjenester» som også i dag er helt sentrale begreper.

EU-kommisjonen kunngjorde i 1999 «the Financial Services Action Plan», FSAP, en handlingsplan for finansielle tjenester. Handlingsplanen innebar 42 tiltak med det formål å fremme et indre europeisk marked for kapital og finansielle tjenester.¹⁸ MiFID¹⁹ er «hjørnesteinen» i

¹⁵ Et tvisteløsningsorgan, bransjebasert og utenrettslig. Nemnda skal behandle tvister mellom finansforetak og deres kunder innen bank, forsikring, finans og verdipapirfond.

¹⁶ Ot.prp. nr. 15 (1995-1996) punkt 4.1.1

¹⁷ Ot.prp. nr. 15 (1995-1996) punkt 4.3.2 og NOU 1996:2 kapittel 6

¹⁸ For å sikre en effektiv gjennomføring av FSAP ble lovgivningsprosessen i EU forenklet til å gjennomføres etter Lamfalussy-prosedyren: en forenkling av regelverksprosessen i EU på finansmarkedsområdet beståen-

EUs handlingsplan FSAP, og fastsetter regler for markedsplassene for verdipapirhandel og verdipapirforetakene som mellommenn. Norsk børs- og verdipapirhandellovgivning måtte revideres som følge av nye finansmarkedsdirektiver i FSAP. Verdipapirhandelloven av 2007 og Børsloven av 2007 ble resultatet av den omfattende lovrevisjonen for å sikre oppfyllelse av nye EU-reguleringer som ledd i EUs handlingsplan for finansielle tjenester. Nå står MiFID II for tur.

2 Verdipapirmarkeder og verdipapirforetakenes rolle

2.1 Temaet i perspektiv

Verdipapirhandel har i historisk perspektiv økt frem til i dag, utenom visse nedturer. Både krakket i 1987, dot.com-boblen som sprakk i 2000 og finanskrisen som oppsto rundt 2007 er hendelser som har innvirket negativt på verdipapirmarkedet.²⁰

Noen av verdipapirmarkedets aktører har overskudd av kapital, andre trenger kapital. Det finansielle system skal tilrettelegge nettopp for kanalisering av kapital til investeringer. Det finansielle system består av finansinstitusjoner²¹ og andre finansielle mellommenn, finansmarkeder, finansiell infrastruktur og institusjonelt rammeverk.²² *Verdipapirforetak* er finansielle mellommenn som medvirker ved «direkte finansiering».²³

Finansmarkedet består av ulike markeder for ulike finansielle instrumenter. Hovedskillet går mellom egenkapitalmarkedet og fremmedkapitalmarkedet. Aksjemarkedet inngår i egenkapi-

de av fire nivåer. Øverste nivå består av et rammedirektiv vedtatt av Rådet og Europaparlamentet. På et lavere nivå 2 vedtar EU-kommisjonen og den europeiske verdipapirkomité mer detaljerte regler som utfyller rammedirektivet. Rammedirektivet gir regelverkskompetanse til EU-kommisjonen og den europeiske verdipapirkomité.

¹⁹ Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, regulerer de som yter investeringstjenester og markedene for finansielle instrumenter.

²⁰ Historisk utvikling, se Myklebust (2011) s. 182 flg.

²¹ For eksempel banker og finansieringsselskaper.

²² Det finansielle system, se Myklebust (2011) s.21 flg.

²³ Dvs. finansiering som ikke skjer via banker eller andre finansinstitusjoner.

talmarkedet, mens obligasjonsmarkedet er en del av fremmedkapitalmarkedet. Både aksjer og obligasjoner er verdipapirer, og inngår i definisjonen av «finansielle instrumenter» jf. § 2-2 (1)²⁴.

Finansiering via verdipapirmarkedet er praktisk viktig for selskaper som trenger å innhente ny kapital, enten i form av egenkapital eller fremmedkapital, eller begge deler. Mest praktisk for å innhente egenkapital er det å utstede aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter.²⁵ For å innhente fremmedkapital er det vanlig å utstede obligasjoner. Næringslivet er avhengig av tilgang på ny kapital for å kunne investere i egen drift eller finansiere prosjekter, og verdipapirmarkedet spiller en viktig rolle som finansieringskanal. Verdipapirforetak kan her utøve mellommannsrollen, og tilrettelegge for innhenting av kapital. For øvrig utgjør verdipapirsentraler, oppgjørssentraler og betalingssystemer finansiell infrastruktur som muliggjør oppgjør, rettsvern og betaling ved gjennomføring av transaksjoner.

2.2 Hva er et «verdipapirforetak»?

Verdipapirforetak defineres i vphl. § 2-3 (1):

«Med verdipapirforetak menes foretak som yter en eller flere investeringstjenester som definert i § 2-1 på forretningsmessig basis».

Verdipapirforetak som yter investeringstjenester på «forretningsmessig basis» plikter å ha *tillatelse* til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester jf. vphl. § 9-1 (1). Med forretningsmessig basis menes at det drives virksomhet mot vederlag. Vederlagsfrie investeringstjenester rammes følgelig ikke av konsesjonskravet.²⁶ Hvis investeringstjenester ytes vederlagsfritt i nær sammenheng med andre tjenester som det tas betalt for, vil imidlertid konsesjonsplikt kunne inntre.²⁷

²⁴ Definisjonen av «finansielle instrumenter» i § 2-2(1) omfatter foruten omsettelige verdipapirer også verdipapirfundsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater.

²⁵ En sparebank er for eks. normalt ikke organisert som allmennaksjeselskap med aksjer, men kan utstede egenkapitalbevis som også kan børsnoteres.

²⁶ Bergo (2014) s. 147 og Myklebust (2011) s. 219

²⁷ Bergo (2014) s. 147

Verdipapirforetak opptrer som *mellommenn* i verdipapirtransaksjoner og øvrig handel i finansielle instrumenter. Mellommannsrollen ved annenhåndsomsetning²⁸ av finansielle instrumenter utgjør en sentral oppgave for å koble kunder med sammenfallende kjøps- og salgsinteresser. Verdipapirforetak kan også handle for egen regning og opptre som prisstiller²⁹, tilrettelegge emisjoner³⁰ jf. § 2-1 (1) nr.6, og utarbeide analyser av markedet og ulike selskaper for å kunne gi kjøps- eller salgsanbefalinger til kunder og potensielle kunder. Verdipapirforetakenes rådgivning er dog underlagt strenge krav i § 10-11, og grensen mellom personlige anbefalinger og generelle kjøpsanbefalinger har betydning for omfanget av verdipapirforetakets plikter overfor kunden.

2.3 Hva er «investeringstjenester» og «finansielle instrumenter»?

Investeringstjenester ytes i relasjon til *finansielle instrumenter*. Investeringstjenester er definert i vphl. § 2-1 (1) nr. 1 til 7, og omfatter:

- mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter jf. nr. 1,
- utførelse av ordre på vegne av kunde jf. nr. 2,
- omsetning av finansielle instrumenter for egen regning jf. nr. 3,
- aktiv forvaltning av investorers portefølje jf. nr. 4,
- investeringsrådgivning jf. nr. 5,
- plassering av for eksempel emisjoner jf. nr. 6 og
- drift av multilateral handelsfasilitet jf. nr. 7.

I vphl. § 2-2 (1) nr.1-4 defineres finansielle instrumenter som omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Hver type defineres nærmere i § 2-2 (2) til (5).

²⁸ I annenhåndsmarkedet handles allerede utstedte verdipapirer, i motsetning til førstehåndsmarkedet der det utstedes nye aksjer og/eller finansielle instrumenter ved emisjon.

²⁹ Definisjon, vphl. § 2-4 (2).

³⁰ Emisjon betyr utstedelse av verdipapirer, for eksempel aksjer eller obligasjoner. Praktisk er aksjeemisjon, der aksjekapitalen i et aksjeselskap blir forhøyet ved utstedelse av nye aksjer i selskapet, kapitalforhøyelse. Oslo Børs. *Minileksikon*.

2.4 Forholdet mellom verdipapirretten og andre rettsområder

Handel med verdipapirer reguleres i tillegg til verdipapirretten av alminnelig privatrett. Avtalerett og kjøpsrett påvirker avtaleforholdet mellom partene ved kjøp og salg av verdipapirer, men også for eksempel panterett, selskapsrett, aksjeloven og allmennaksjeloven har en side mot verdipapirhandel. Aksjer i allmennaksjeselskaper er omsettelige verdipapirer som utgjør en sentral rolle i verdipapirmarkedet. Ved emisjoner og annenhåndsomsetning av aksjer vil allmennaksjelovens regler bl.a. regulere forholdet mellom selskapet som utsteder aksjer og aksjonærene på den ene siden, og forholdet mellom selskapets organer på den andre siden. Utstedelse av og handel med verdipapirer vil dermed påvirkes av flere rettsområder.

Relasjonen mellom et verdipapirforetak og en kunde er et avtalerettslig forhold mellom to parter. Den i utgangspunktet offentligrettslige verdipapirhandelloven griper imidlertid inn i dette privatrettslige forholdet med bl.a. krav om god forretningsskikk. Kundeforholdet bygger på en privat avtale og denne reguleres av avtaleretten. Formfrihetsprinsippet³¹ er utgangspunktet i norsk rett, og en muntlig avtale er i prinsippet like bindende som en skriftlig. Om det er inngått avtale og hvilke rettigheter og plikter som følger av avtalen, må avgjøres på bakgrunn av alminnelige avtalerettslige tolkningsprinsipper. Generelt kreves ingen skriftlig avtale for at et kundeforhold er oppstått, men notoritetshensyn tilsier skriftlighetskrav. Kundeforhold kan generelt reguleres av både standardavtaler og individuelt utformede avtaler. Avtaleloven § 36 var vurderingstema i Rt.2013 s.388 (Røeggen) der Høyesterett uttalte:

«Det som er i strid med god forretningsskikk, vil i regelen også være urimelig.»³²

Slik kan den rettslige standarden god forretningsskikk ha direkte betydning ved avtalerevisjon. På bakgrunn av dette ser man at avtaleretten setter rammer for avtalens tilblivelse, innholdet og eventuell avtalerevisjon. Avtaleforholdet må oppfylle de offentligrettslige regler og krav til verdipapirforetakets utførelse av tjenester, da foretakene ellers risikerer å miste konsekvensen jf. vphl. § 9-4.

³¹ NL 5-1-1 og for eksempel UNIDROITS «Principles of International Commercial Contracts» art. 1.2

³² Rt.2013 s.388 avsnitt 52.

3 Formål og hensyn

3.1 Oversikt

På et overordnet plan er det vanlig å angi to hovedformål med reguleringen av det finansielle systemet, herunder verdipapirmarkedet. De overordnede formål er *finansiell stabilitet* og *effektive og velfungerende markeder*.³³

Finansiell stabilitet er definert i finansieringsvirksomhetsloven § 1-1 (1) annet punktum:

«Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust nok til å motta innskudd og andre tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten, formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en tilfredsstillende måte».³⁴

Finansiell stabilitet er derimot strengere definert i NOU 2000:9 Konkurransesflater i finansnæringen, s.36. Her er det vist til fravær av finansiell krise. Spesielt for finansmarkedene er deres iboende risiko for at en lokal eller regional krise kan spre seg og utløse en større finanskriser, og den iboende risikoen gjenspeiler lovverkets formål om finansiell stabilitet.³⁵

Hensynet til *effektive og velfungerende markeder* er det andre hovedformålet bak reguleringen av finansmarkedsområdet. Det er av stor *samfunnsøkonomisk interesse* at verdipapirmarkedet er velfungerende, da det er en sentral kapitalkilde for næringslivet og et sted å plassere penger for investorer. Hensynet til velfungerende markeder relaterer seg derfor særlig til reguleringen av de som legger til rette for verdipapirhandel, som utstedere, investorer og mellommenn (verdipapirforetak), markedsplassenes og oppgjørssystemenes funksjoner.

Effektivitetshensynet relaterer seg til at verdipapirmarkedets funksjoner kan utføres raskt og rimelig, og samspillet mellom informasjon i markedet og prisfastsettelse.

³³ Myklebust (2011) kapittel 3.1

³⁴ Bestemmelsen er ganske ny, endret ved lov 14.juni 2013 nr.34 (i.kr. 1.juli 2013 iflg. res. 14.juni 2013 nr.620).

³⁵ Myklebust (2011) s. 47

En avgjørende faktor for et velfungerende marked er at brukerne har *tillit* til verdipapirmarkedets funksjoner og aktører. Derfor er hensynet til *investorbeskyttelse* ikke bare viktig overfor den enkelte, men også på et overordnet plan for å fremme og sikre deltakelse i verdipapirmarkedet. Verdipapirmarkedet er for øvrig en parallell finansieringskanal til finansinstitusjoner og kan slik innvirke på finansiell stabilitet. Hensynet til velfungerende og effektive markeder står følgelig i en vekselvirkning med hensynet til finansiell stabilitet, samt investorbeskyttelse og betydningen av tillit til systemet.

Om formålet bak MiFID er det i verdipapirhandelens forarbeider uttalt:

«Hovedformålet med MiFID er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet».³⁶

Det kommer til uttrykk i MiFIDs fortale artikkel 2 at investorbeskyttelse er et viktig formål i og med at flere investorer er blitt aktive i verdipapirmarkedet og at disse tilbys stadig mer komplekse tjenester og instrumenter. Videre uttales i forarbeidene at det er et mål at transaksjoner på tvers av medlemsstaters landegrenser skal være like effektive som når partene og infrastrukturene er fra samme medlemsstat. Investorbeskyttelsesregler, herunder vphl. § 10-11, skal i samspill med bl.a. regler som skal øke gjennomsiktigheten i verdipapirmarkedet bidra til å realisere MiFIDs formål.

Verdipapirhandelens formålsparagraf § 1-1 lyder:

«Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter».

Definisjonen er lik som i verdipapirhandelloven av 1997. Ordlyden «sikker» dreier seg hovedsakelig om oppgjørsfunksjonene ved verdipapirhandel³⁷. Loven søker å gi sikkerhet for at verdipapirer blir betalt og levert slik partene har avtalt.³⁸ Ordlyden «ordnet» dreier seg om

³⁶ NOU 2006: 3 s.14 og Ot.prp. nr.34 (2006-2007) punkt 2.2

³⁷ NOU 1996:2 punkt 2.1 siste avsnitt

³⁸ Bechmann mfl. (2002) s. 25-26. Om forståelsen av § 1-1.

funksjonene på markedsplassen der verdipapirer omsettes, dvs. hvordan markedsplassen fungerer. Ifølge forarbeidene betyr «ordnet» også at verdipapirhandelen må tilfredsstille alminnelige rettferdighetsnormer.³⁹ Ordlyden «effektiv» handler om forholdet mellom markedets funksjon og prisene. Ifølge forarbeidene fungerer verdipapirmarkedet effektivt når «prisene» i markedet reflekterer den «underliggende realøkonomiske verdi» bak det enkelte verdipapir.⁴⁰

Når verdipapirmarkedet virker i tråd med formålet om en «sikker, ordnet og effektiv» handel vil dette vekke *tillit* til verdipapirmarkedet og aktørene, noe som er nødvendig for at investorer og utstedere skal ønske å delta i verdipapirmarkedet og bidra til et velfungerende marked. Disse hensynene må huskes når vi senere skal se på vphl. § 10-11.

3.2 Risikofaktorer som kan true investorvernet og markedets integritet

Prinsipal-agent-problemer og *informasjonsasymmetrier* er kjente begreper fra økonomisk teori. Disse begrepene uttrykker faktiske omstendigheter som er med og begrunner reguleringsbehovet.⁴¹

Med prinsipal-agent-problemer menes at det foreligger en interessekonflikt mellom to avtaleparter i en situasjon der en agent utfører oppgaver/fatter beslutninger for en prinsipal (oppdragsgiver). Dersom agenten innehar mer eller bedre informasjon enn prinsipalen, oppstår en skjevhet i partenes kunnskap som betegnes informasjonsasymmetri. Problemet er at agenten kan bruke informasjonen han har til å ivareta egeninteresser på bekostning av prinsipalens interesser. Problemer med informasjonsasymmetri kan svekke aktørenes tillit til markedet og innvirke negativt på markedets funksjon som effektiv kapitalkilde.⁴²

Interessekonflikter kan oppstå og er spesielt regulert i vphl. § 10-10, men § 10-11 oppstiller et overordnet krav om god forretningsskikk for å sikre at kundens interesser settes foran verdi-

³⁹ NOU 1996:2 s.20 og Bechmann mfl. (2002) s.25

⁴⁰ NOU 1996:2 punkt 2.1

⁴¹ Myklebust (2011) s.56

⁴² Myklebust (2011) s. 32 og 190

papirforetakets egne. I forhold til verdipapirforetakenes opplysningsplikter jf. § 10-11 kan det å holde tilbake eller kamuflere relevante opplysninger i en ikke forståelig fremstilling, true kundens interesser og samtidig svekke tilliten til markedet og dets omdømme.

4 Kundeklassifisering

4.1 Innledning

Iht. vpf. § 10-1 plikter verdipapirforetak å klassifisere sine kunder. Kundene skal kategoriseres som ikke-profesjonelle, profesjonelle eller kvalifiserte motparter jf. vpf. § 10-1 (1) bokstaver a til c.

Verdipapirforetaket plikter å gi kundene skriftlig informasjon om *hvilken* kategori de tilhører, om *adgangen* til å be om en annen kategorisering og om hvilken betydning kategoriseringen har for *graden* av investorbeskyttelse jf. vpf. § 10-1 (2). En kunde kan omklassifiseres opp fra ikke-profesjonell til profesjonell hvis han oppfyller vilkårene knyttet til formue og erfaring i vphl. § 10-4. Motsatt kan en kunde omklassifiseres nedover til ikke-profesjonell på verdipapirforetakets eget initiativ eller når kunden ber om det etter verdipapirforetakets samtykke og skriftlig avtale jf. vphl. § 10-1 (4).⁴³ I finanstilsynets rundskriv presiseres at «standardklassifiseringen» er ikke-profesjonell.⁴⁴

Hvorfor klassifisering av kunder? MiFID bygger på en forutsetning om at ulike kundegrupper har ulike behov for investorbeskyttelse.⁴⁵ Lovverket opererer derfor med kundeklassifisering som et premiss for utøvelsen av god forretningsskikk jf. § 10-11 (4) og (5). Vphl. § 10-14 forutsetter kundekategorisering, da regelen uttrykkelig gjelder unntak overfor kvalifiserte motparter.

⁴³ Tyrhaug og Mydske (2008) s.166

⁴⁴ Finanstilsynets rundskriv 4/2008

⁴⁵ Se MiFIDs fortale artikkel 31 og Tyrhaug og Mydske (2008) s.165-166

4.2 Avgrensning av kundegrupper

4.2.1 Innledning

Både privatpersoner, selskaper, andre foretak eller offentlige myndigheter kan være kunder.⁴⁶ Spørsmålet som foretaket må ta stilling til er hvilken kategori kunden tilhører.

Hvem som er «kunde» er som utgangspunkt den som legger inn «ordre» i et verdipapirforetak jf. investeringstjenestene i vphl. § 2-1 (1) nr.1 til 5 og 7. Spørsmålet kan stille seg annerledes ved tilrettelegging av emisjon⁴⁷, jf. § 2-1 (1) nr.6. Ifølge Bergo⁴⁸ er det tradisjonelle utgangspunkt at utstederselskapet er oppdragsgiver for verdipapirforetaket, og at kjøperne av utsteders verdipapirer er å anse som kunder av verdipapirforetaket hvis det er verdipapirforetaket som tegner aksjene og selger dem. Bergo fremhever at den «norske modellen» er annerledes ved at investorene normalt vil tegne seg direkte i selskapets emisjon, mens tilrettelegger ikke har ansvar for betaling i emisjonen. Følgelig synes investorene ikke å være kunder av tilrettelegger/verdipapirforetaket. Bergo fremholder at investor derimot ansees som kunde av tilrettelegger hvis tilrettelegger også er tegningssted. Poenget er at det da skjer en ordreformidling av tegnerens ordre fra tilrettelegger til utsteder, jf. § 2-1 (1) nr.1. Når verdipapirforetaket yter tilrettelegging av emisjon, jf. vphl. § 2-1 første ledd nr.6, kommer ingen unntak fra vphl. § 10-11 til anvendelse.

4.2.2 Hvem er «profesjonell kunde»?

Vpf. § 10-2 definerer hvem som er «profesjonelle» kunder i relasjon til «alle investeringstjenester og finansielle instrumenter». Profesjonelle kunder omfatter «alminnelig» profesjonelle og kvalifiserte motparter som en undergruppe av særlig profesjonelle. Vpf. § 10-3 definerer hvem som er kvalifiserte motparter. I likhet med profesjonelle kunder anses kvalifiserte motparter som profesjonelle i forhold til alle investeringstjenester og finansielle instrumenter.⁴⁹

⁴⁶ Engh (2009) s.19

⁴⁷ Emisjon innebærer nytegning av aksjer eller tegning av obligasjonslån, eller utvidelse av aksjekapitalen ved å utstede nye aksjer. Ved offentlig emisjon kan enhver delta, mens en rettet emisjon henvender seg mot utvalgte investorer. Oslobors.no (minileksikon) 11.11.2014

⁴⁸ Bergo (2014) s. 171

⁴⁹ Bergo (2014) s.170

Ifølge vpf. § 10-2 bokstav a skal kvalifiserte motparter som nevnt i vphl. § 10-14 annet ledd regnes som profesjonelle kunder. Dette gjelder blant annet verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forsikringsselskap og offentlige myndigheter. Kvalifiserte motparter er ifølge forarbeidene særlig profesjonelle investorer som «ikke engang behøver den beskyttelse rammedirektivets generelle investorbeskyttelsesregler gir».⁵⁰

Videre er «juridisk person» som oppfyller *minimum to av tre krav* til virksomhetsstørrelse å anse som profesjonell jf. vpf. § 10-2 bokstav b. Etter vpf. § 10-3 skal slike *også* regnes som kvalifisert motpart i tillegg til de allerede kvalifiserte motpartene jf. vphl. § 10-14 annet ledd. Følgelig må det antas at profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter i all hovedsak er større foretak eller offentlige myndigheter, og at privatpersoner i all hovedsak inngår i kategorien ikke-profesjonelle kunder.

At kunder som kvalifiserer for å være profesjonell kunde etter vpf. § 10-2 bokstav b også skal anses som kvalifisert motpart, er ikke umiddelbart lett å forstå. Hva gjenstår da av forskjellen mellom «alminnelig» profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter? Kundegruppen «andre institusjonelle investorer» hvis «hovedvirksomhet» er å investere i finansielle instrumenter, herunder spesialforetak for verdipapirisering, er «profesjonelle» kunder etter vpf. § 10-2 bokstav c. Forskriften oppstiller ingen regel om at disse samtidig er kvalifisert motpart, slik det altså gjøres i vpf. § 10-3 overfor de profesjonelle som nevnt i vpf. § 10-2 bokstav b. Etter dette er «andre institusjonelle investorer» den eneste gruppen profesjonelle som ikke også er kvalifisert motpart. «Andre institusjonelle investorer» omfatter ikke privatpersoner, men det er for øvrig uklart hvem som omfattes.⁵¹

Hvilken kundegruppe en kommune tilhører var tema i Terra-saken.⁵² Finanstilsynet konkluderte med at en kommune verken var kvalifisert motpart som «offentlige myndigheter» jf.

⁵⁰ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 7.1

⁵¹ Bergo (2014) s.170

⁵² Terra-saken kom opp i 2007 og er en av de mest omtalte finansskandalene på 2000-tallet. Terra Securities ASA solgte finansielle høyrisiko-produkter til norske kommuner, som også ble anbefalt å ta opp lån med sikkerhet i fremtidige kraftinntekter, og investere lånebeløpene i amerikanske strukturerte kredittprodukter. Kommunene led betydelige økonomiske tap, og hevdet at de ble lurt. Kredittilsynet ga Terra forhåndsvarsel

vphl. § 10-14 (2) nr. 8, eller profesjonell kunde jf. vpf. § 10-2 bokstav b, fordi beløpskravene ikke var oppfylt. Ifølge forarbeidene⁵³ antas det at offentlige myndigheter ikke skal omfatte kommuner, men at kommuner i visse tilfeller kan anses som profesjonelle i henhold til vpf. § 10-2. Finanstilsynet har også lagt til grunn at kommuner og fylkeskommuner ikke er «offentlig myndighet».⁵⁴ Imidlertid kan ikke-profesjonelle kunder be om å behandles som profesjonell dersom minst to av tre vilkår knyttet til investeringserfaring, porteføljebeløp og finanskunnskap jf. vpf. § 10-4 er oppfylt.

4.2.3 Hvem er «ikke-profesjonell kunde»?

Ikke-profesjonelle kunder er negativt definert, og omfatter kundene som ikke anses profesjonelle jf. vpf. § 10-2. Kundegruppen vil for det første bestå av privatpersoner, enten disse er svært velstående og/eller erfarne eller ikke. For det andre omfattes selskaper og foretak som ikke oppfyller kravene til størrelse og balansesum. Mange av disse selskapene er i praksis eiet av privatpersoner og/eller er familieselskaper som driver med investeringer. Men selskapene kan naturligvis også være selskaper som inngår i f.eks. et industrikonsern der man har skilt ut investeringsaktiviteten i et eget investeringsselskap. Et eksempel fra rettspraksis på ikke-profesjonell investor er privatpersonen Røeggen jf. Rt.2013 s.388.

4.2.4 Omklassifisering

Det åpnes i vpf. § 10-1 (3) for at en kvalifisert motpart kan klassifiseres som profesjonell kunde og for at en profesjonell kunde eller en kvalifisert motpart kan behandles som en ikke-profesjonell.

Initiativet til omklassifisering må skje på verdipapirforetakets «eget initiativ» eller etter «anmodning fra en kunde». Ved omklassifisering må det inngås skriftlig avtale som spesifiserer om avtalen gjelder på generell basis eller i forhold til konkrete transaksjoner, investeringstjenester⁵⁵ eller produkttyper.

om tilbakekall av konsesjon som verdipapirforetak pga. brudd på god forretningsskikk-reglene i vphl. av 1997, hvorpå Terra åpnet konkurs. Saken er ennå ikke avgjort hva gjelder erstatning og ansvar.

⁵³ Ot.prp. nr.34 (2006-2007) s.118

⁵⁴ Bergo (2014) s.170

⁵⁵ Jf. vphl. § 2-1.

Motsatt kan en ikke-profesjonell kunde «be om å bli behandlet som en profesjonell kunde» hvis nærmere vilkår angående investeringserfaring og formue er oppfylt, jf. vpf. § 10-4. Omklassifisering forutsetter at minst to av tre vilkår a-c er oppfylt. Kunden må ha foretatt «transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked gjennomsnittlig ti ganger pr. kvartal i de foregående fire kvartaler» og/eller ha en finansiell portefølje, herunder kontantbeholdning og finansielle instrumenter, som overstiger 500 000 euro, og/eller arbeide eventuelt ha arbeidet i finansiell sektor minst ett år i en stilling der kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester har vært påkrevd. Vpf. § 10-4 hjemler altså at en ikke-profesjonell kunde på visse vilkår kan gi avkall på investorbeskyttelse, og prosedyren følger av vpf. § 10-5. Lovverket tar på denne maten høyde for at ikke alle kunder passer inn i den standard for kategorisering som følger av vpf.

4.3 Virkninger av kundeklassifisering

MiFID bygger på at ikke-profesjonelle investorer har størst behov for investorbeskyttelse. Vphl. og den utfyllende vpf. gjør derfor en rekke unntak fra investorbeskyttelsesregler overfor profesjonelle kunder, og særlig overfor kvalifiserte motparter som forutsettes å være så profesjonelle at de evner å ivareta egne interesser.

Overfor *profesjonelle* kunder er det *kun* gjort unntak fra investorbeskyttelsesregler i verdipapirforskriften i medhold av vpf. § 10-7 første ledd. Unntakene gjelder uavhengig av hvilken type investeringstjeneste verdipapirforetaket yter.⁵⁶

For *kvalifiserte motparter* gjelder mer omfattende unntak, da *både* verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften oppstiller unntak fra investorbeskyttelsesregler. Vphl. § 10-14 første ledd hjemler unntakene i loven, mens vpf. § 10-7 fjerde ledd hjemler unntak fra bestemmelser i forskriften.⁵⁷

Verdipapirhandelloven § 10-14 første ledd lyder:

⁵⁶ Se Myklebust (2011) s.242

⁵⁷ Se Myklebust (2011) s. 242-243.

«Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 3, kan bringe i stand eller inngå transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde de krav som stilles i § 10-11, § 10-12 eller § 10-13 første ledd i forbindelse med disse transaksjonene eller tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til disse transaksjonene.»

Etter ordlyden gjelder unntaket kun når verdipapirforetaket yter investeringstjenestene mottak og formidling av ordre på vegne av kunde, utførelse av ordre på vegne av kunde og omsetning av finansielle instrumenter for egen regning. Unntaket gjelder følgelig ikke for investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning jf. § 2-1 første ledd nr. 4 og 5. Etter ordlyden gjelder unntaket § 10-11, herunder § 10-11 første ledd første punktum om at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Ifølge Myklebust må § 10-11 første ledd suppleres av vphl. § 3-9 om forbud mot urimelige forretningsmetoder og regelen om god forretningsskikk i annet ledd.⁵⁸ Betydningen av § 3-9 i forhold til § 10-11 behandles i kapittel 10.2.

Ifølge vpf. § 10-7 fjerde ledd gjelder unntakene i forskriftens første ledd også overfor kvalifiserte motparter. Fjerde ledd oppstiller i tillegg en rekke forskriftsbestemmelser som ikke får anvendelse overfor kvalifiserte motparter når verdipapirforetaket yter investeringstjenestene jf. § 2-1 første ledd nr. 1 til 3. Dette gjelder blant annet vpf. § 10-17 om hensiktsmessighetstest og vpf. § 10-25 om beste resultat ved utførelse av ordre.

En kvalifisert motpart kan imidlertid jf. vphl. § 10-14 tredje ledd og vpf. § 10-7 fjerde ledd be om at de unntatte bestemmelser i henholdsvis loven og/eller forskriften likevel skal gjelde.

4.4 Sammenfatning

Verdipapirforetak skal klassifisere sine kunder som henholdsvis ikke-profesjonelle kunder, profesjonelle kunder, eller kvalifiserte motparter iht. vpf. § 10-1. Omfanget av verdipapirforetakets plikter etter vphl. § 10-11 beror på *hvilken* tjeneste som ytes overfor *hvilken* type kunde. Dette skyldes at profesjonelle kunder og særlig kvalifiserte motparter er unntatt fra en rek-

⁵⁸ Se Myklebust (2011) s.243.

ke investorbeskyttelsesregler jf. vphl. § 10-14 og vpf. § 10-7. Desto mer profesjonell, desto mindre investorbeskyttelse. Investorbeskyttelsesregler gjelder som utgangspunkt i sin helhet overfor ikke-profesjonelle. Kundeklassifiseringen er på denne måten avgjørende for omfanget av verdipapirforetakets plikter overfor de ulike kunder.

5 God forretningsskikk som rettslig standard

5.1 Oversikt

Ifølge vphl. § 10-11 første ledd første punktum skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med «god forretningsskikk». Ordlyden viser til god forretningsskikk som rettslig standard.⁵⁹

En rettslig standard kjennetegnes ved at den aktuelle rettsregel viser til en målestokk (vurderingsnorm) utenfor seg selv som avgjørende kriterium, gjerne en vurdering av moralsk eller sosial karakter. Den rettslige standarden god forretningsskikk er i høy grad skjønnsmessig (det er tale om et bestemt type lovskjønn) og det nærmere innholdet må fastlegges på bakgrunn av relevante rettskilder. En rettslig standard vil gjenspeile rettsoppfatninger i tiden av hva som oppfattes å være innenfor akseptert markedsatferd. Slik kan innholdet i god forretningsskikk utvikles over tid.⁶⁰

«God forretningsskikk» er ikke definert i loven, men utdypes i de øvrige leddene i vphl. § 10-11 og i vpf. kapittel 10. Hva som er god forretningsskikk må ses i lys av det næringsområdet vi er på. Innholdet i standarden bygger på en samlet skjønnsmessig vurdering av rettspraksis, lovens forarbeider, bransjepraksis og akseptert markedsatferd.

I forarbeidene er det uttalt at de presise angivelsene i direktivet og gjennomføringsreglene «ikke kan anses som en uttømmende angivelse» av innholdet i den rettslige standarden «god forretningsskikk». Videre uttales det at bestemmelsen også skal forstås slik i MiFID art.19 og i norsk rett.⁶¹ Forarbeidene kan imidlertid forstås slik at god forretningsskikk ikke er uttøm-

⁵⁹ Se Myklebust (2011) s.236

⁶⁰ Boe (2010) s.277 flg. og *Jusleksikon* (2007) s. 273

⁶¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) avsnitt 7.3.5 s. 104-105

mende på områder som ikke dekkes av direktivet og gjennomføringsreglene, pga. forbudet mot å opprettholde strengere nasjonale regler enn i direktivet.⁶² Vphl. § 10-11 bygger på et fullharmoniseringsdirektiv⁶³ som må gjennomføres i norsk rett i sin helhet, slik at det i utgangspunktet ikke er nasjonalt handlingsrom for strengere eller mildere tolkning.⁶⁴

Kravet om god forretningsskikk oppstiller en ramme for god markedsatferd i næringslivet og er ikke unikt for verdipapirhandel, men et gjennomgående tema i næringslivet der ulike næringer vil ha sine særtrekk.⁶⁵ Kunden vil generelt ha en berettiget forventning om at den profesjonelle utøveren opptrer redelig, lojalt, og innehar forsvarlig faglig kompetanse. I Rt.2000 s. 679 (Ideal Eiendom) gjaldt spørsmålet om DNB var erstatningsansvarlig for finansiell rådgivning. Banken ble dømt for uaktsom finansiell rådgivning. Høyesterett uttalte om krav til finansiell rådgivning og profesjonsansvar at kunden vil kunne ha en berettiget forventning om å få høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning. Uttalelsene anses fortsatt relevante, selv om de bygger på verdipapirhandelloven av 1997.⁶⁶

Regelen om god forretningsskikk i 1997-loven § 9-2 hadde ordlyden «nødvendige opplysninger». *Dagens* verdipapirhandellov bruker ordlyden «relevante opplysninger» jf. § 10-11 (2). I Fokus Bank-saken ble uttalt at «kjernen» i god-forretningsskikk-bestemmelsen er den samme i begge lover⁶⁷. Dette taler for at rettspraksis etter § 9-2 fortsatt kan være relevant for tolkningen av vphl. § 10-11 etter omstendighetene. Førstvoterende bemerker dog at en ikke automatisk kan legge til grunn at 2007-lovens mer omfattende og spesifikke regler i § 10-11 også var omfattet av 1997-lovens krav til god forretningsskikk.

⁶² Tyrhaug og Mydske (2008) s. 172-173. Se gjennomføringsdirektivet art.4, forbud mot «goldplating»

⁶³ For de områder som omfattes av gjennomføringsdirektivet er fullharmonisering hovedregelen jf. gjennomføringsdirektivets artikkel 4.

⁶⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 31-32.

⁶⁵ Kleven (2004) s.76

⁶⁶ Rt.2012 s.1926 avsnitt 49.

⁶⁷ Rt.2012 s.1926 avsnitt 49.

5.2 Hensynet til «kundenenes interesser» og «markedets integritet»

Vpbl. § 10-11 første ledd lyder:

«Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, og ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen».

Ordlyden uttrykker *to* viktige hensyn bak § 10-11. Hensynet til å ivareta både investorenes interesser og markedets integritet. Ivaretagelse av disse hensynene er jf. ordlyden «herunder» en plikt mht. å oppfylle kravet til *god forretningsskikk*. Etter ordlyden veier hensynene like tungt, men vpbl. § 10-11 er med plassering i kapittel 10 del II uttrykkelig en investorbekyttelsesregel. I forarbeidene uttales verdipapirmarkedens *integritet* å være ett av MiFIDs hovedformål.⁶⁸ Dette taler for at markedets integritet er et like tungtveiende hensyn som investorbekyttelsen.

Verdipapirforetakets plikt til å ivareta «kundenenes interesser» på beste måte, tilsier etter ordlyden at verdipapirforetaket plikter å sette kundens interesser foran verdipapirforetakets egne interesser, eventuelt andre kunders interesser. Etter ordlyden i vpbl. § 10-11 annet ledd gjelder dette overfor faktiske kunder og potensielle kunder. Om begrepet kundenenes interesser jf. § 10-11 (1) 2.pkt. har Finanstilsynets uttalt i sak 13/9071, endelig rapport FSO AS (tidligere Warren Securities AS) datert 16.5.2014:

«I dette ligger et krav om at verdipapirforetaket i sin rådgivning setter kundens interesser foran sine egne».

Partene vil i utgangspunktet ha ulike økonomiske interesser som kan trigge interessekonflikter.⁶⁹ F.eks. kan verdipapirforetakets megler eller rådgiver søke å slutte en handel for å sikre

⁶⁸ NOU 2006:3 punkt 1.1.2

⁶⁹ Se Vpbl. § 10-10.

egen kurtasje, men kurtasjelysten må ikke gå på bekostning av å ivareta kundens interesser jf. § 10-11 første ledd. Interessekonflikter er regulert i vphl. § 10-10 og behandles nærmere i punkt 9.3.

Plikten til å ivareta «markedets integritet» innebærer etter en naturlig ordlydsforståelse en plikt til å ivareta investorers og allmenhetens *tillit* til verdipapirmarkedet. Verdipapirforetak plikter derfor å opptre etisk forsvarlig overfor kundene ved rådgivning og omsetning av finansielle instrumenter. Som nevnt er ivaretagelse av de europeiske verdipapirmarkedenes *integritet* i forarbeidene fremhevet som ett av hovedformålene med MiFID.⁷⁰ Det er ikke bare et mål, men en plikt, å sikre at kundens interesser og markedets integritet ivaretas best mulig i enhver situasjon jf. vphl. § 10-11 første ledd flg. En opptreden som er egnet til å svekke tilliten til verdipapirforetakene eller tilliten til markedet kan etter omstendighetene rammes av § 10-11 (1) selv om kundenes interesser ikke er negativt berørt.⁷¹

Vphl. § 10-11 (2) til (5) inneholder verdipapirforetakets kjerne-plikter for å sikre oppfyllelse av de hensyn § 10-11 bygger på. Verdipapirforetak som ivaretar kundenes interesser i tilstrekkelig grad vil vekke tillit utad. Tillitvekkende atferd kan fremme vilje hos investorer til å plassere kapital i verdipapirmarkedet, noe markedene er avhengig av for å kunne formidle kapital og fremme økonomisk vekst.

5.3 God forretningsskikk og bransjepraksis

Bransjestandarder og bransjepraksis utfyller til en viss grad verdipapirhandelloven. Hvilken opptreden som i bransjen anses å ligge innenfor «god forretningsskikk» vil påvirkes av oppfatninger i bransjen og etterlevelsen av lovverket. Selv om loven er den avgjørende rettskilden, kan bransjepraksis på denne måten få betydning for utfylling av den rettslige standarden på aktuelle næringsområde.

Etisk råd er et tvisteløsningsorgan under Norges Fondsmeglerforbund som behandler klager fra kunder, ved tvist mellom Fondsmeglerforbundets medlemmer og kunder. Slik bidrar Etisk råd til å utvikle bransjepraksis. I tillegg utvikler Fondsmeglerforbundet bransjenormer, foren-

⁷⁰ NOU 2006:3 punkt 1.1.2 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 2.2

⁷¹ Bergo (2014) s.168

lige med verdipapirlovgivningen, som forutsettes å følges selv om de ikke er formelt rettslig bindende.

Bransjestandarder kan derfor bli relevant som tolkningsmoment ved vurderingen av om et verdipapirforetak har handlet i tråd med god forretningsskikk. Etterlevelse av etablert bransjepraksis kan tale for at det er utvist god forretningsskikk såfremt bransjepraksisen uttrykker korrekt og akseptert opptreden på det aktuelle området. Det er likevel ikke usannsynlig at bransjepraksis i noen tilfeller direkte kan stride mot innholdet i § 10-11 om god forretningsskikk som rettslig standard. På bakgrunn av dette kan det ikke være tvilsomt at lovens § 10-11 er det klare utgangspunkt og at bransjestandarder kun utgjør et relevant tolkningsmoment - og der vekten av en bransjestandard må avgjøres ikke bare av om den er etablert og langvarig, men også av om den kan anses som et uttrykk for korrekt og akseptert opptreden.

6 Opplysningspliktenes materielle innhold

6.1 Vphl. § 10-11 (2)

6.1.1 Innledning

I tillegg til å oppstille et generelt krav om god forretningsskikk, hjemler vphl. § 10-11 i andre ledd en plikt for verdipapirforetaket til å gi kunder «relevante opplysninger i en forståelig form» om *verdipapirforetaket og de tjenester det yter, ulike finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier herunder risikoen, handelssystemene og markeds plassene* foretaket bruker, samt *omkostninger og gebyrer*. Opplysningene skal gis slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå «arten av og risikoen» knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene det er tale om. Opplysningspliktene gjelder etter ordlyden overfor både faktiske «kunder» og «potensielle kunder». Bestemmelsen er utdypet i vpf. § 10-9 til § 10-15.

Tre dommer om strukturerte spareprodukter har til en viss grad utkrystallisert terskelen for ansvar mht. opplysningspliktene: Rt. 2012 s.355 (Lognvik), Rt. 2012 s.1926 (Fokus Bank), og spesielt Rt. 2013 s.688 (Røeggen). Fokus Bank og Røeggen introduserte god forretningsskikk i verdipapirhandellovens forstand som vurderingstema.

6.1.2 Når inntretr opplysningspliktene?

Ordlyden «kunder og potensielle kunder» i vphl. § 10-11 (2) indikerer at verdipapirforetakets plikter oppstår allerede ved markedsføring, og ikke når det først er etablert et kundeforhold. Vpf. § 10-9 bygger oppunder dette ved å oppstille informasjonsplikter for markedsføringsmateriale.

I vpf. § 10-10 og vpf. § 10-11 oppstilles krav om at verdipapirforetaket skal gi kunden diverse informasjon «i god tid før» (i) avtaleinngåelse om ytelse av investeringstjeneste eller tilknyttet tjeneste og (ii) selve tjenesteytelsen skjer.

Man kan spørre hva ordlyden «i god tid før» innebærer. Etter ordlyden inntretr informasjonsplikten uansett «før» ytelse. En naturlig språklig forståelse tilsier at informasjonen skal gis ikke bare forut for ytelsen, men i så god tid før at kunden kan fordøye informasjonen og også rekke å gjøre sin egen vurdering. Formålet med informasjonsplikten er at kunden skal bli i stand til å fatte en «informert investeringsbeslutning», herunder i stand til å forstå risikoen jf. § 10-11 (2). Dette taler for at «i god tid før» antakelig må være et ikke ubetydelig tidsrom, men at lengden av betenkningstid også må tilpasses den enkelte kundes egenskaper og forutsetninger noe.

6.1.3 Informert investeringsbeslutning

6.1.3.1 Oversikt

Verdipapirforetakets opplysningsplikter skal sette kunden i stand til å fatte en «informert investeringsbeslutning» jf. lovens § 10-11 (2). Opplysningene må etter ordlyden være relevante og formidles forståelig slik at kunden «i rimelig grad» er i stand til å forstå «arten av og risikoen knyttet til» investeringstjenesten eller de finansielle instrumenter. Således bygger målet om å fatte en informert investeringsbeslutning på det å *forstå* typen investeringstjeneste eller typene finansielle instrumenter og omfanget av risikoen tilknyttet disse. Dette må ses i sammenheng med presiseringen i vphl. § 10-11 (3) om at all informasjon skal være «korrekt, klar og ikke villedende», som omtales nedenfor i punkt 6.2.

Informasjon om foretaket og tjenestene det yter vil normalt fremgå av standardiserte forretningsvilkår, og informasjonsskriv med presentasjoner av finansielle instrumenter og produkter, som forutsetter skriftlighet. Et spørsmål er om lovverket stiller krav til *hvordan* opplys-

ningene skal gis. Ifølge vpf. § 10-10 (1) siste punktum kreves at vilkårene for avtale om ytelse av investeringstjeneste eller tilknyttet tjeneste samt opplysninger om verdipapirforetaket og dets tjenester jf. vpf. § 10-12 skal gis «skriftlig», eventuelt på en «internettside» hvis vilkårene i vpf. § 9-2 annet ledd er oppfylt. Tilsvarende skriftlighetskrav hjemles i vpf. § 10-11 (1).

Særlig sentral i praksis er opplysningsplikten vedrørende *arten av og risikoen* knyttet til finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, samt *omkostninger og gebyrer* jf. vphl. § 10-11 (2) nr. 2 og nr. 4. Reglene er utfylt i vpf. §§ 10-13 og 10-15. Etter ordlyden i nr.2 innebærer opplysningsplikten uttrykkelig «advarel om risiko» i relasjon til aktuelle investeringer. Spørsmålet er hvor tydelig verdipapirforetaket plikter å formidle risikoen. Svaret påvirkes etter rettspraksis av kundens profesjonalitet⁷².

6.1.3.2 Relevante opplysninger

Kravet om «relevante opplysninger» gjelder etter ordlyden de forhold som er nevnt i § 10-11 (2) nr.1 til 4. En naturlig forståelse av ordlyden tilsier at «relevant» iallfall omfatter opplysninger som er avgjørende for *om* man vil investere. Ordlyden kan forstås slik at opplysninger som ikke er av vesentlig betydning for beslutningen om å investere i et konkret finansielt instrument, strengt tatt ikke er relevante. I vpf. § 10-13 som regulerer opplysninger om finansielle instrumenter og investeringsstrategier sies uttrykkelig at relevans-vurderingen står i forhold til «den aktuelle instrumenttype og kundens profesjonalitet og kunnskapsnivå» jf. første ledd andre punktum.

6.1.3.3 Forståelig form

Verdipapirforetakets opplysninger til kunder og potensielle kunder må i tillegg til å være relevante, formidles i en «forståelig form» jf. § 10-11 (2). En naturlig ordlydsforståelse tilsier at informasjonen må være så språklig presis at den ikke er til å misforstå, og innholdsmessig relevant slik at det hele gir mening. Begrepet «forståelig form» synes slik å forutsette en tilpassning av informasjonens språkdrakt og innhold til kundens kunnskapsnivå. «Målet» med opplysningspliktene er at kunden i rimelig grad skal være i stand til å forstå arten av og risi-

⁷² Rt.2013 s. 388 (Røeggen) avsnitt 128.

koen knyttet til de aktuelle investeringstjenester og finansielle instrumenter, og at kunden kan fatte en «informert investeringsbeslutning» jf. § 10-11 (2).

Til illustrasjon for problemstillingen kan det vises til Høyesteretts uttalelse i Rt.2013 s.388 (Røeggen) avsnitt 128:

«Dessuten burde banken – ved markedsføring av kompliserte produkter som dette – ha forklart risikoen ved produktene og lånefinansiering på en måte som var tilpasset ikke-profesjonelle investorer.»

Uttalelsen taler for at informasjonens språkdrakt og innhold må tilpasses kundens individuelle forutsetninger (profesjonalitet), og at opplysningsplikts omfang også øker i takt med produktets kompleksitet.

6.1.3.4 Rettspraksis

Rt.2012 s.1926 (*Fokus Bank*) gjaldt krav om heving og erstatning etter kjøp av finansielle produkter som var delvis lånefinansiert. Fokus Bank solgte i 2007 et finansielt produkt til privatkunder, noter, som kunne løses inn av utstederen hvis verdien sank til 20 % eller mindre av utstedelseskursen. Finanskrisen medførte så stort kursfall at noten ble terminert i 2009, og investorene innløst til en kurs på 12,4 %. Det grunnleggende spørsmålet for Høyesterett var om kundenes tap kunne føres tilbake til mangelfull eller villedende informasjon fra banken.⁷³ Høyesterett frifant banken. Utgangspunktet for vurderingen var avtl. § 36. I motsetning til i Lognvik brukte Høyesterett her vphl. § 9-2 som vurderingstema.

Spørsmålet var om banken hadde informert tilstrekkelig om risikoen og muligheten for at notene kunne bli terminert pga. verdifall i markedet.⁷⁴ I vurderingen av om det forelå opplysningsvikt la Høyesterett vekt på i hvilken grad bankens opplysningsplikt om risiko omfattet plikt til å opplyse om mulige konsekvenser av en upåregnelig markedsutvikling, samt «hvilken forventning man med rimelighet kan ha til kundenes innsikt og undersøkelser».⁷⁵ Det

⁷³ Rt.2012 s.1926 avsnitt 48

⁷⁴ Rt.2012 s.1926 avsnitt 40

⁷⁵ Rt.2012 s.1926 avsnitt 57

interessante er at disse spørsmålene antyder hvem av partene som må bære risikoen for at kunden ikke var innforstått med risikoen.

Førstvoterende uttalte at det ville være et «for strengt krav»⁷⁶ at banken for å oppfylle opplysningsplikten skulle informere om følgene av en upåregnelig utvikling, såfremt følgene ville bli dramatiske,- forutsatt at det skriftlige informasjonsmaterialet klart uttrykte at hele investeringen kunne tapes, og at informasjonen «samlet sett» satte investorene i stand til å forstå risikoen. Dette kan muligens tolkes som at det må foretas en helhetsvurdering av om foretakets opplysninger om ulike risikofaktorer til sammen danner et tilstrekkelig bilde av den totale risiko.

Høyesterett uttalte at informasjonsmaterialet med fordel kunne vært tydeligere, men at det ga «tilstrekkelig» informasjon til «å kunne» forstå at markedsutviklingen påvirket notens verdi og at det var en risiko for terminering av noten ved stort verdifall.⁷⁷ Ifølge førstvoterende ville det bero på en «skjønnsmessig vurdering» hvor strenge krav som må stilles til bankens informasjon.⁷⁸ Høyesterett stilte altså relativt strenge krav til en ikke-profesjonell investors produkt- og risikoforståelse.

Førstvoterende gikk *ikke* inn på en «individuell vurdering» av den enkelte kundes forhåndskunnskap. Selv om den gamle god forretningsskikk-regelen i § 9-2 var rettsgrunnlaget for Høyesterett, kan det stilles spørsmål ved at kundens profesjonalitet ikke drøftes. I Færstad (2013) uttales nettopp at det er en «svakhet ved dommen at *Høyesterett ikke sondrer mellom de ulike kundegruppene*» og at dette skaper usikkerhet hvor vidt kundeklassifisering påvirker resultatet av dommen. Jeg mener Høyesteretts drøftelse fremstår ufullstendig når kundenes profesjonalitet ikke tas i betraktning, da profesjonalitetsgraden påvirker omfanget av verdipapirforetakets plikter etter vphl. § 10-11. Like etter kom Røeggen-saken opp i storkammeravgjørelse. Rettskildemessig veier Røeggen tyngst.

⁷⁶ Rt.2012 s.1926 avsnitt 56.

⁷⁷ Rt.2012 s.1926 avsnitt 75.

⁷⁸ Rt.2012 s.1926 avsnitt 84.

Rt.2013 s.388 (*Røeggen*) har satt søkelys på bankenes og finansinstitusjonenes ansvar ved rådgivning, særlig om risikoen og produktenes egenskaper. Dommen vil ha betydning for aktørene som selger strukturerte spareprodukter eller gir råd om disse, og kundene som kjøper spareproduktene.

Saken gjaldt gyldigheten av avtaler mellom Røeggen (forbruker) og DNB Bank ASA om investeringer i to aksjeindeksobligasjoner. Etter initiativ fra DNB investerte Røeggen i sammensatte produkter i år 2000, lånefinansiert i DNB. Røeggen fikk ingen avkastning på investeringen, da indeksene gikk ned i obligasjonenes løpetid,- aksjemarkedet falt kraftig fra 2001 og dette medførte at indeksene knyttet til aksjeindeksobligasjonene, som igjen var knyttet til aksjeutviklingen i større selskaper, falt. Røeggen betalte renter og omkostninger på lånet, men fikk ingen avkastning til dekning av dette. Høyesterett i storkammer ga Røeggen enstemmig medhold. Avtalene mellom Røeggen og DNB ble satt til side i sin helhet, i medhold av avtaleloven § 36. Men, avtalenes innhold i seg selv var ikke tilstrekkelig grunnlag for tilsidesettelse etter avtl. § 36. Førstvoterende vektla en rekke konkrete momenter i avtalene i relasjon til bankens informasjonsplikt som avgjørende for tilsidesettelsen,- generelt kan dette medføre begrenset prejudikatsvirkning.

Markedsføringen av produktet og informasjonen Røeggen fikk før avtaleinngåelsen med hensyn til risiko, sto sentralt for Høyesteretts vurdering av bankens informasjonsplikt. Førstvoterende uttalte

«Det sentrale spørsmålet i saken blir *om denne risikoen ved investeringen og produktenes egenskaper i tilstrekkelig grad ble formidlet til Røeggen ved avtaleinngåelsen*».⁷⁹

Med andre ord et spørsmål om banken hadde oppfylt sin informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven § 9-2 som gjaldt ved avtaleinngåelsen.

Førstvoterende viste til at bankens risiko i avtaleforholdet var relativt beskjeden⁸⁰, og at markedsføringsinformasjonen både inneholdt mangler og kunne virke villedende.⁸¹ Banken ga

⁷⁹ Rt.2013 s.388 avsnitt 101.

⁸⁰ Rt.2013 s.388 avsnitt 88.

inntrykk av at lånefinansiering var gunstig, og markedsførte produktet ensidig som en meget god investering, uten å påpeke risikoelementet tilsvarende. Det forelå beregninger som viste at Røeggen mest sannsynligvis kom til å tape på investeringen, og det ble gitt feilaktig informasjon om utsiktene til avkastning,- investeringen ble fremstilt å gi avkastning ved lavere stigning i indeksene enn hva som var reelt.

Førstvoterende la til grunn at Røeggen ikke ville ha inngått avtalene hvis han hadde fått «tilstrekkelig nøktern og korrekt informasjon».⁸² I avsnitt 128 uttales:

«Banken burde, som profesjonell part, i større grad ha fremhevet at en fortsatt ubrutt og sterk vekst i aksjemarkedet var et usikkert scenario, og ikke nøyd seg med å bemerke dette i liten skrift i prospektet. Dessuten burde banken – ved markedsføring av kompliserte produkter som dette – ha forklart risikoen ved produktene og konsekvensene av lånefinansiering på en måte som var tilpasset ikke-profesjonelle investorer».

Høyesterett vektla her at banken som profesjonell part var å bebreide for *ikke* å ha fremhevet risikoen og gitt balansert informasjon om denne, og for ikke å ha forklart risikoen forståelig nok for en forbruker uten særlig finanskunnskap. Førstvoterende la generelt vekt på forbrukervern og at Røeggen var ikke-profesjonell, og uttalte at forbrukere har et særlig vern i møte med profesjonelle aktører som må vektlegges i rimelighetsvurderingen.⁸³

Forbrukeravtaledirektivet⁸⁴ ble anført i Røeggen. Dette kan være årsak til at forbrukervernet her ble vektlagt sterkere enn i Lognvik⁸⁵, og dermed for at Røeggen fikk medhold i søksmålet mot DNB.⁸⁶

⁸¹ Rt.2013 s.388 avsnitt 112-114.

⁸² Rt.2013 s. 388 avsnitt 130.

⁸³ Rt.2013 s.388 avsnitt 61.

⁸⁴ Rt.2013 avsnitt 56-61. Direktivet medførte vedtakelsen av avtaleloven § 37

⁸⁵ I Lognvik, som gjaldt gyldigheten av to privatkunders avtaler om lånefinansierte kjøp av sammensatte produkter, la Høyesterett til grunn at en investor i utgangspunktet har risikoen for sin egen investeringsbeslutning såfremt beslutningen ikke er basert på informasjon med kvalifiserte mangler. I Røeggen gikk Høyesterett bort fra disse standpunktene.

⁸⁶ Se Giertsen (2014) s.227.

Det ble lagt til grunn en streng terskel for informasjonsplikten.

«Det var banken som tok kontakt med ham og foreslo investering i produktene. Bankens informasjonsplikt må da – også i 2000 – bedømmes strengt».⁸⁷

Videre ble det lagt til grunn at banken må forsikre seg om at kunden forstår innholdet i avtalen, og at det ikke gis «misvisende eller feilaktige opplysninger om viktige forhold av betydning for investeringsbeslutningen».⁸⁸ Høyesterett gjentok ikke vilkåret «kvalifiserte mangler» fra Lognvik. Dette kan tolkes dithen at terskelen for ansvar ble ansett høy i Lognvik, og etter omstendighetene senket i Røeggen.

Avtalene om lånefinansiert investering i sammensatte produkter kunne *ikke* settes til side jf. avtaleloven § 36 etter *sitt innhold alene*. De *konkrete* forhold angående bankens opptreden og informasjon samt *forbrukerperspektivet*, var utslagsgivende for at avtalene ble tilsidesatt etter § 36. Dommens resultat bygget på en *konkret*, individuell totalbedømmelse etter § 36 hvis terskel for lemping er høy. Førstvoterende viste til avtalelovens forarbeider som sier at et avtalevilkår «må være positivt urimelig for at det skal kunne lempes; det er selvfølgelig ikke nok at det kan tenkes rimeligere løsninger».⁸⁹

Selv om dagens regler om god forretningsskikk i vphl. § 10-11 er strengere enn kravene var på tidspunktet Røeggen inngikk avtalene med DNB, viste førstvoterende til at

«kjernen i kravet til god forretningsskikk var den samme etter verdipapirhandelloven av 1997 som etter någjeldende lov, jf. Fokus Bank-dommen, Rt-2012-1926, avsnitt 49».⁹⁰

Røeggen-saken har en litt usikker prejudikatsverdi fordi dommen er så *konkret* begrunnet. I kjølvannet av Røeggen-saken har Finansklagenemnda behandlet mange klagesaker, der

⁸⁷ Rt.2013 s. 388 avsnitt 125

⁸⁸ Rt.2013 s. 388 avsnitt 125.

⁸⁹ Rt.2013 s.388 avsnitt 52-53, jf. Ot.prp.nr.5 (1982-1983) side 30.

⁹⁰ Rt.2013 s.388 avsnitt 124.

mange ikke har fått medhold. Det blir nå interessant å se hvordan praksis utkrystalliserer i rettspraksis.

6.1.3.5 Finanstilsynets praksis

Finanstilsynets endelige rapport om Norse Securities AS⁹¹ gjaldt blant annet mangelfull og ubalansert informasjon. Bakgrunnen var at foretaket solgte syv eiendomsprosjekter og tre warrants⁹² til ikke-profesjonelle kunder. Vedrørende salg av eiendomsprosjekter konkluderte Finanstilsynet med at Norse «ikke har gitt kunden en hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko slik bestemmelsen i vphl. § 10-11 (2) forutsetter». Videre ble informasjonen om kostnadene ved eiendomsprosjektene ansett «i strid med kravet om at informasjonen ikke skal være villedende, jf. vphl. § 10-11 (3)». Om salg av warrants mente Finanstilsynet at informasjonen til kundene «ikke har vært i tråd med kravene i vphl. § 10-11 (2), jf. vpf. § 10-9 (1).

Hva skulle til for at Finanstilsynet konstaterte brudd på vphl. § 10-11(2)? Avgjørende var at det for eiendomsprosjektene forelå «vesentlige mangler i beskrivelse av risikoen knyttet til prosjektenes gjeldsgrad», både ved det skriftlige informasjonsmaterialet og den muntlige kontakten. Ved brudd på § 10-11 (3) synes det avgjørende å være at «det skriftlige materialet for enkelte av prosjektene har hatt villedende beskrivelse av kostnadene investorene betaler, ved at kostander er oppgitt i prosent av forventet salgsinntekt, mens avkastning er oppgitt i prosent av egenkapital».⁹³ Uttalelsen kan illustrere grensedragningen mellom hva som anses henholdsvis tilstrekkelig klart og korrekt, eller villedende.

For salget av warrants, konkluderte Finanstilsynet med at foretaket ikke har utøvet sin informasjonsplikt i tråd med § 10-11(2). Den sentrale begrunnelsen var at det ble formidlet informasjon som i seg selv ikke gir «tilstrekkelig grunnlag for en ikke-profesjonell investor til å fatte en informert investeringsbeslutning om komplekse finansielle instrumenter». Finanstilsynet vektla at foretakets informasjon var *ubalansert*, fordi den fokuserte på forventet utvikling i underliggende markeder og ikke på investeringsproduktene egenskaper. Finanstilsynet

⁹¹ Finanstilsynet. *Merknader – endelig rapport. Norse Securities AS*.

⁹² Tegningsretter som utstedes uten at en konkret kapitalforhøyelse er besluttet av selskapet. Se NOU 2006:3 punkt 2.5.2.5 s. 36.

⁹³ *Merknader – endelig rapport. Norse Securities AS*, s. 10 og 11.

la til grunn at kunnskap om egenskapene til investeringsproduktene, om f.eks. «kostnader, risiko, forventet avkastning, og sannsynlighet for positiv avkastning», er en *forutsetning* for at en ikke-profesjonell kunde skal kunne fatte en informert investeringsbeslutning. Saken illustrerer praktiske vurderingstemaer for opplysningspliktene.

6.1.4 Overfor hvilke kundegrupper gjelder opplysningspliktene?

For kvalifiserte motparter gjelder i utgangspunktet ikke § 10-11 ved ytelse av investeringstjenestene i § 2-1 (1) nr. 1 til 3, jf. vphl. § 10-14 første ledd. Kvalifiserte motparter kan imidlertid anmode om at § 10-11 skal gjelde jf. vphl. § 10-14 tredje ledd.

Vphl. § 10-11 gjelder som utgangspunkt for alle andre kunder, men det gjøres omfattende unntak fra opplysningspliktene overfor «profesjonelle kunder» i medhold av vpf. § 10-7. Opplysningskrav om markedsføringsmateriale, informasjon forut for avtaleinngåelse, verdipapirforetaket og dets tjenester, oppbevaring av kunders finansielle instrumenter og midler, samt opplysninger om omkostninger og gebyrer får med visse unntak ikke anvendelse overfor profesjonelle kunder jf. vpf. § 10-7 første ledd bokstav a.

Vpf. § 10-13 som oppstiller nærmere krav til opplysninger om finansielle instrumenter og investeringsstrategier får likevel delvis anvendelse. Vpf. § 10-11 med krav om at informasjon jf. vpf. § 10-12 til § 10-15 skal gis i god tid før ytelse av investeringstjeneste eller tilknyttet tjeneste, gjelder i sin helhet overfor profesjonelle kunder, i den grad det gjenstår informasjonsplikter å oppfylle.

I medhold av vpf. § 10-7 fjerde ledd bokstav a, gjelder ytterligere unntak overfor kvalifiserte motparter, slik at opplysningspliktene i praksis bortfaller. Dette medfører at verdipapirforetaket plikter å oppfylle opplysningspliktene jf. § 10-11 annet ledd i sin helhet *kun* overfor ikke-profesjonelle kunder.

6.2 Vphl § 10-11 (3) Krav til opplysningenes innhold

6.2.1 Innledning

Ifølge vphl. § 10-11 (3) plikter verdipapirforetak å gi kunder og potensielle kunder informasjon som er «korrekt, klar og ikke villedende» («fair, clear and not misleading»)⁹⁴. Regelen oppstiller kvalitative krav til informasjonen, og gjelder etter ordlyden «all informasjon». Bestemmelsen presiserer vphl. § 10-11 annet ledd.

«Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan.» Dette følger av § 10-11 (3) andre punktum, og kravet ble innført i loven av 2007. En naturlig ordlydsforståelse innebærer at markedsføringsinformasjon må fremkomme så tydelig at kunden kan skille denne fra annen informasjon. Vpf. § 10-9 utdyper krav til markedsføringsmaterialets innhold.

Kvalifiserte motparter er iht. vphl. § 10-14 unntatt fra § 10-11, men det kan anmodes om at bestemmelsen likevel skal gjelde jf. vphl. § 10-11 (3). I tillegg oppstiller vpf. § 10-7 første ledd en rekke bestemmelser som ikke får anvendelse overfor profesjonelle kunder, deriblant vpf. § 10-9 om markedsføringsmateriale.

6.2.2 Kvalitetskrav

Etter vpf. § 10-9 skal markedsføringsinformasjon være balansert. Informasjonen skal ikke fremheve fordelene med en investeringstjeneste eller et finansielt instrument uten samtidig å gi *balansert* informasjon om relevant risiko, jf. vpf. § 10-9 (1) bokstav b. Hvis informasjonen sammenlikner ulike finansielle instrumenter, må sammenlikningen blant annet være relevant og fremlegges rimelig balansert jf. vpf. § 10-9 (2).

Hvis markedsføringsinformasjon antyder historisk avkastning av et finansielt instrument, en finansiell indeks eller en investeringstjeneste, gjelder det blant annet krav om at historisk avkastning ikke må være det mest fremtredende i informasjonsmaterialet jf. § 10-9 (3) bokstav a. I tillegg må det advares om at historisk avkastning ikke er en sikker indikator for fremtidige avkastning jf. bokstav b. I vpf. § 10-9 (4) og (5) ledd stilles nærmere krav til markedsføringsinformasjonen når det er tale om opplysninger om henholdsvis simulert historisk avkastning

⁹⁴ Ot.prp. nr. 34 avsnitt 4.2.1 jf. MiFID art.19 nr.2

og fremtidig avkastning i relasjon til finansielle instrumenter. Vpf. § 10-9 handler i stor grad om at verdipapirforetaket plikter å gi kunden balansert, korrekt og klar informasjon som ikke er villedende, slik at kunden kan fatte en veloverveid investeringsbeslutning.

Profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter er imidlertid unntatt fra denne bestemmelsen iht. vpf. § 10-7 første ledd og fjerde ledd jf. første ledd.

6.2.3 Hva omfattes av ordlyden «all informasjon», og hvem?

En naturlig forståelse av ordlyden tilsier at opplysninger på alle stadier i kundekontakten omfattes (både før og etter avtale om investering), generelle og personlige investeringsråd til kunder, samt investeringsanalyser. Ifølge forarbeidene vil også mer generelle investeringsråd («generic advice») omfattes av reglene om god forretningsskikk.⁹⁵ I Hymer (2008) punkt 3.3.1.1 drøftes om uttalelser til pressen om aksjetips, markedsutviklingen osv. faller inn under ordlyden «all informasjon» og dermed omfattes av § 10-11. På bakgrunn av at forarbeidene legger til grunn at generelle investeringsråd omfattes av § 10-11, uttaler Hymer:

«Slike generelle råd må i prinsippet antas å også gjelde uttalelser til pressen. Vurderingen som må foretas er hvorvidt uttalelsene er egnet til å villedde de potensielle kundene som leser uttalelsene».⁹⁶

Artikkelen viser videre til en avgjørelse av Etisk Råd⁹⁷. I denne saken uttalte rådet at det isolert sett ikke strider mot de etiske normene, jf. daværende § 3 om å utvise forsiktighet ved råd om den fremtidige utvikling, å komme med aksjetips, og at det gjelder ulike krav til innholdet i tips som gis pressen og tips som gis i kundeforhold. Rådet vektla at investorer selv må vurdere investeringstips i pressen og utvise aktsomhet. Rådet konkluderte med at aksjetipsene en meglersjef i et verdipapirforetak hadde gitt i en artikkel i Finansavisen ikke var i strid med kravet til god forretningsskikk som rettslig standard, herunder de etiske normer § 3 om at det ved råd om fremtidig utvikling måtte utvises forsiktighet. Hymer konkluderer med at uttalelser til pressen i utgangspunktet omfattes av ordlyden «all informasjon». Problemstillingen

⁹⁵ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 418.

⁹⁶ Se Hymer (2008) s.192.

⁹⁷ Etisk Råd sak nr.1/1996

kommer opp fordi loven tar utgangspunkt i verdipapirforetakets plikter overfor kunden, og ikke tar uttrykkelig høyde for pressen som tredjepart. Imidlertid taler hensynet til markedets integritet for at verdipapirforetak skal iaktta god forretningsskikk i sin generelle opptreden.

6.2.4 Terskelen for «korrekt, klar og ikke villedende informasjon»

6.2.4.1 Innledning

Ordlyden «korrekt» må forstås slik at det ikke hefter faktiske feil ved informasjonen. Ordlyden «klar» taler for at informasjonen må formidles språklig presist med oversiktlig oppsett, slik at den ikke er til å misforstå. Hvis informasjonen er både «korrekt» og «klar», er det nærliggende å anta at informasjonen som utgangspunkt ikke kan oppfattes villedende. Ordlyden «ikke villedende» synes likevel å ha en selvstendig betydning, da den kan peke på det rent innholdsmessige ved informasjonen mht. om informasjonen er relevant og forståelig i det konkrete tilfelle. Informasjon kan objektivt sett være korrekt og klar uten å være relevant i det konkrete tilfelle. Kravet til «relevante opplysninger» er forankret i vphl. § 10-11 (2), men vphl. § 10-11 (3) står i sammenheng med annet ledd.

Forarbeidene presiserer at alle opplysninger inkludert markedsføringsmateriale skal være korrekte, klare og ikke villedende jf. MiFID art.19 nr.2. Videre presiseres formålet med bestemmelsen og viser til MiFID art.19 nr.3, men forarbeidene sier ikke noe utover dette.

6.2.4.2 Rettspraksis

I Rt.2013 s.388 (Røeggen) vektla Høyesterett at informasjonsmaterialet til kundene inneholdt feil. Førstvoterende la til grunn at Røeggen ikke ville ha inngått avtalen hvis informasjonen var korrekt. Høyesterett konkluderte ikke konkret mht. hvor alvorlige feilene måtte være, og Høyesterett videreførte ikke terskelen fra Lognvik om «kvalifiserte feil». Det var bruddet på opplysningspliktene, og ikke avtalenes innhold i seg selv, som begrunnet tilsidesettelse av avtalen etter avtl. § 36.

«Men ved salg av risikopregede og komplekse produkter til ikke-profesjonelle investorer, må banken forsikre seg om at kunden forstår innholdet i den handelen han begir seg

inn på, og ikke gi misvisende eller feilaktige opplysninger om viktige forhold av betydning for investeringsbeslutningen».⁹⁸

Videre ble uttalt:

«Med en mer nøktern tone fra bankens side – og med korrekte opplysninger om avkastningspotensialet ved lånefinansiering – antar jeg at Røeggen ville avstått fra investeringen. Når grunnleggende forutsetninger for investeringen svikter – som banken har hatt herredømme over – på denne måten har sviktet, må avtalene settes til side etter avtaleloven § 36.»⁹⁹

Uttalelsene gir midlertid anvisning på hva feilene knyttet seg til. Dette kan muligens si noe indirekte om terskelen for når informasjonsfeil kan danne grunnlag for tilsidesettelse av avtale. Dommens resultat beror dog i stor grad på konkrete forhold, noe som generelt begrenser prejudikatsvirkningen.

I finanstilsynets rundskriv¹⁰⁰ uttales imidlertid:

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

I rundskrivet legger Finanstilsynet videre til grunn at *lånefinansiering* av garanterte spareprodukter innebærer *en betydelig risiko* for tap kundene.

6.2.4.3 Finanstilsynets praksis mht. uklar og villedende informasjon, samt ikke korrekt informasjon

Finanstilsynets endelige rapport i sak nr. 13/9071 hos foretaket FSO AS gjaldt god forretningsskikk-kravene. Vurderingstemaet var om informasjonen til kunder og potensielle kunder oppfylte god forretningsskikk-kravene. Utgangspunktet var det skriftlige informasjonsmate-

⁹⁸ Rt.2013 s.388 avsnitt 125

⁹⁹ Rt.2013 s.388 avsnitt 129

¹⁰⁰ Rundskriv 4/2008 punkt 2.2

rialet for seks eiendomsprosjekter som var solgt til ikke-profesjonelle kunder på foretakets initiativ. I informasjonsmaterialet til ett prosjekt var kostnadene oppgitt i prosent av prosjektpris. Avkastning var beregnet av et annet beregningsgrunnlag, innbetalt egenkapital.

Finanstilsynet konkluderte med at beregningsmåten var egnet til å villede, da kostnader og avkastning ble beregnet av ulike beregningsgrunnlag. Det ble konstatert brudd på § 10-11 (3) jf. § 10-11 (2) i form av misvisende informasjon om kostnader. Ulike beregningsgrunnlag gjorde at informasjonen fremsto mindre klar i en mindre forståelig form. Dette illustrerer hva som kan utgjøre «villedende» informasjon jf. § 10-11 (3). Forholdet mellom kostnader og forventet avkastning antas å være essensielle opplysninger mht. om man vil investere eller ei. Det kan spørres om foretaket satte egeninteresser fremfor kundens ved å trikse med beregningene for å fremstille kostnadene lavest mulig.

I en investorpresentasjon for et av eiendomsprosjektene fremgikk det at selger (også utbygger) skulle beholde 25 % av aksjene i eiendomsselskapet. Foretakets eget tilretteleggingshonorar var avhengig av at emisjonen ble fulltegnet. Et lydopptak avslørte at foretaket fikk problemer med å fulltegne emisjonen, slik at utbygger selv økte sin tegning utover 25 % for å sikre fulltegning. Foretakets meglersjef anbefalte kunden også å øke sin tegning begrunnet i bedre lønnsomhet, noe kunden gjør. Realiteten var derimot å sikre fulltegning. Finanstilsynet konkluderte med at foretaket synes å ha gitt kunden *uriktige* opplysninger for å sikre at emisjonen ble gjennomført og eget tilretteleggingshonorar, og at foretaket satte egne interesser foran kundens. Begrunnelsen for utbyggers økte tegning var ikke reell, og dermed ikke «korrekt» jf. vphl. § 10-11 (3).

Saken illustrerer en økonomisk interessekonflikt, som gir seg utslag i uriktig informasjon til kunden. Denne type opptreden kan generelt være egnet til å skade verdipapirforetaks troverdighet og omdømme, følgelig «markedets integritet» jf. § 10-11 (1).

Finanstilsynet påpekte for øvrig skepsis angående tildelingskriterier for emisjoner, da tegningstidspunktet var kriteriet for tildeling av aksjer, noe som kunne legge tidspress på kunden til å bestemme seg. Skepsisen synes å være begrunnet i faren for at eventuelt tidspress kan hindre at kunden ikke får informasjon nok om prosjektet til å fatte en informert investerings-

beslutning jf. § 10-11 (2). Tidsnød kan altså være en praktisk utfordring når verdipapirforetak utøver opplysningsplikten, men opplysningsplikten gjelder like fullt.

7 Egnethetsvurdering

7.1 Innledning

Egnethetsvurderingen følger av direktivenes krav til at verdipapirforetaket skal *kjenne sine kunder* for å kunne yte tjenester som dekker kundens behov.¹⁰¹ Verdipapirforetak plikter å vurdere om den aktuelle investeringstjeneste eller produkt er *egnet* for kunden jf. § 10-11(4). Etter ordlyden i § 10-11 (4) gjelder egnethetstesten *kun* når det ytes «investeringsrådgivning» og «aktiv forvaltning». Bestemmelsen bygger på MiFID artikkel 19 nr.4. Det påpekes i forarbeidene¹⁰² at kundene er svært forskjellige, og at rådgivning og forvaltning kjennetegnes av at de må tilpasses investors personlige forhold. De nærmere kriteriene for egnethetsvurderingen følger av vpf. § 10-16.

Med *investeringsrådgivning* menes «personlig anbefaling» til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter jf. vphl. § 2-4 første ledd. *Aktiv forvaltning* er en investeringstjeneste jf. § 2-1 (1) nr.4, som innebærer at verdipapirforetaket forvalter en portefølje på vegne av en eller flere investorer. Kunden gir foretaket fullmakt til å disponere over sine midler i porteføljen, innenfor et klart avgrenset investeringsmandat.

Egnethetstesten har altså to elementer. Først skal verdipapirforetaket innhente informasjon om kunden, deretter skal foretaket på bakgrunn av informasjonen vurdere om den enkelte investering er egnet.¹⁰³

7.2 Kundegrupper unntatt fra egnethetstest

Det gjelder en rekke unntak fra egnethetstest overfor profesjonelle kunder. Iht. vpf. § 10-7 andre ledd kan verdipapirforetaket «legge til grunn» at *profesjonelle* kunder har tilstrekkelig

¹⁰¹ Ot.prp. nr.34 (2006-2007) s.105

¹⁰² Ot.prp. nr.34 (2006-200) s.106

¹⁰³ Bergo (2014) s.171

erfaring og kunnskap til å forstå risikoen i forhold til de produkter, tjenester og transaksjoner som kunden er klassifisert profesjonell i forhold til, og at profesjonelle kunder er finansielt i stand til å håndtere risikoen. Men, vpf. § 10-7 andre ledd gjør etter ordlyden *ikke* unntak fra egnethetsvurdering mht. den profesjonelle kundens *investeringsmål*.

Vppl. § 10-14 oppstiller unntak fra vppl. § 10-11 overfor kvalifiserte motparter, begrenset til investeringstjenestene i § 2-1 første ledd nr.1 til 3. Ytelse av investeringstjenester jf. § 2-1 første ledd nr. 4 til 7, herunder *investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, omfattes dermed ikke av unntaket i vppl. § 10-14*.¹⁰⁴ Det blir altså vpf. § 10-7 som blir avgjørende også for de kvalifiserte motparter ved egnethetstest.

Etter dette har kun ikke-profesjonelle kunder krav på den fulle investorbeskyttelse som ligger i verdipapirforetakets plikt til egnethetsvurdering jf. vppl. § 10-11 (4) jf. vpf. § 10-16.

7.3 Egnethetstesten

7.3.1 Oversikt

Verdipapirforetaket «skal innhente» nødvendig informasjon om kundens «kunnskap» om og «erfaring» fra det aktuelle investeringsområde, og kundens «finansielle situasjon og investeringsmål» som samlet sett kan danne grunnlag for å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som «egner seg» jf. § 10-11 (4) - herunder avdekke om kundens investeringsmål i det hele tatt kan oppnås gjennom de tjenester foretaket tilbyr. Verdipapirforetaket pålegges etter ordlyden en *absolutt undersøkelsesplikt* av kundens personlige forhold mht. investeringsmål, økonomi og risikoforståelse. Kunden har naturligvis et ansvar for at personopplysningene er korrekte.

I ESMA's retningslinjer om kravene til egnethetsvurdering uttales at verdipapirforetaket bør informere kundene om at egnethetsvurderingen gjøres for at verdipapirforetaket skal kunne handle i kundens beste interesse.¹⁰⁵ Videre uttales noe om hvordan testen bør gjennomføres.

¹⁰⁴ Se Myklebust (2011) punkt. 17.4.3.7

¹⁰⁵ ESMA 2012/387, punkt 13

«Det er op til selskaberne at beslutte, hvordan de vil informere deres kunder om egnethetsvurderingen, og disse opplysninger kan gives i et standardiseret format. Formatet bør dog muliggjøre etterfølgende kontroll for at tjekke, om opplysningene blev givet.»¹⁰⁶

Finanstilsynet har i rundskriv¹⁰⁷ uttalt at verdipapirforetakene må kunne dokumentere utført egnethetstest skriftlig. Plikten til å kjenne kunden kommer ikke like sterkt til uttrykk i hensiktsmessighetstesten i § 10-11 (5). Egnethetstesten er derfor mer krevende å utføre. Ikke-profesjonelle kunder vil derfor pga. kravene som settes til verdipapirforetakene være mer tids- og kostnads-krevende enn profesjonelle kunder. Begge testene skal imidlertid sette verdipapirforetaket i stand til å vurdere om den aktuelle investering er enten egnet eller hensiktsmessig.

Til sammenlikning skal foretakets opplysningsplikter sette kunden selv i stand til å vurdere den aktuelle investering, slik at kunden selv kan fatte en informert investeringsbeslutning jf. vphl. § 10-11 (2). Ansvar og «risikoen» for egnethetsvurderingen påhviler verdipapirforetaket¹⁰⁸, mens kundene etter opplysningspliktene har et delansvar ved at de selv skal fatte en informert investeringsbeslutning – forutsatt at de har fått god nok informasjon.

7.3.2 Når skal egnethetstesten utføres?

For at egnethetstesten skal tjene sin hensikt bør den utføres så tidlig som mulig, og uansett *før* foretaket kan tilby sin investeringsrådgivning eller aktive forvaltning. Dette følger av ordlyden i vpf. § 10-16 (4) som sier at verdipapirforetaket ikke skal yte aktiv forvaltning eller gi råd, hvis foretaket ikke får de nødvendige opplysninger som er påkrevd ifølge vphl. § 10-11 (4). Loven legger opp til at egnethetstest må foretas før hver investeringsanbefaling, og før hver enkelt transaksjon ved aktiv portefølje-forvaltning.

¹⁰⁶ ESMA 2012/387, punkt 15.

¹⁰⁷ Rundskriv 4/2008 punkt 2.2

¹⁰⁸ ESMA 2012/387, punkt 17

7.3.3 Verdipapirforskriften § 10-16

7.3.3.1 Innledning

Vpf. § 10-16 (1) stiller nærmere krav til innholdet i egnethetstesten, herunder hvordan den skal utføres. Vurderingstemaene er kundens investeringsmål, kundens finansielle situasjon og kundens risikoforståelse.

Ordlyden stiller krav til egnethetsvurdering av «de enkelte transaksjoner», og fastslår at egnethetstest er en grunnleggende forutsetning som må foretas kontinuerlig og ikke bare ved førstegangsinvestering. I praksis benytter verdipapirforetakene standard avtaleverk med kundeprofilskjema.¹⁰⁹

Bakgrunnsinformasjon om kundens erfaring og kunnskap om verdipapirmarkedet, økonomisk situasjon og mål for investeringen må kartlegges systematisk og helst skriftlig, også med hensyn til vphl. § 9-11 (1) nr. 7, jf. MiFID art.13 nr.6 som pålegger verdipapirforetak plikt til å dokumentere utførte investeringstjenester og transaksjoner for at Finanstilsynet i ettertid kan kontrollere om reglene er overholdt.¹¹⁰ I Finanstilsynets endelige rapport i sak 13/5227 uttales i denne sammenheng: «Finanstilsynet har gjennom tilsynspraksis lagt til grunn at verdipapirforetak har en generell plikt til å dokumentere virksomheten, slik at Finanstilsynet til enhver tid kan kontrollere at det overholder gjeldende regelverk». Dette kan tale for at egnethetstesten bør dokumenteres grundig og skriftlig, og at dette bør være bransjepraksis.

7.3.3.2 Kundens investeringsmål

Foretakets innhentede opplysninger om kundens investeringsmål, skal inneholde informasjon om investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen, jf. forskriften § 10-16 (3). Målet med investeringen vil normalt være å oppnå høyest mulig risikojustert avkastning innenfor et visst tidsrom. Et egnet investeringsprodukt må gjenspeile en balanse mellom kundens ønske om avkastning innen et bestemt tidsrom, og risikovilje- og evne.

¹⁰⁹ Om kundeprofilskjema, se for eksempel Etisk Råds avgjørelse i sak nr.2009/9.

¹¹⁰ Se også finanstilsynsloven § 3 (1) og (2), og vphl. § 15-2 (1).

Vurderingstemaet «investeringshorisont» dreier seg om hvor lenge en vil være eksponert i verdipapirmarkedet. Med andre ord et spørsmål om når en vil realisere pengene som er investert.

Vurderingstemaet «risikoprofil» knytter seg til hvor store svingninger i verdipapirmarkedet en er villig til å utsette seg for, med andre ord egen «risikovillighet». Dette henger sammen med den økonomiske evnen til å bære eventuelt tap. Investeringshorisonten avgrenser tidsrommet investoren vil være eksponert for risikoen ved å investere. Kundens konkrete investeringsmål kan for eksempel være pensjonssparing med en langsiktig investeringshorisont. Det er altså kundens konkrete målsetting som avgjør hva som er egnet investeringshorisont og risikoprofil.

7.3.3.3 Kundens finansielle situasjon

Ifølge forskriften § 10-16 (2) skal opplysningene om kundens finansielle stilling inneholde det som er relevant med hensyn til inntektsforhold, aktiva, inkludert likvide aktiva, investeringer og fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser. Jo mer solid kundens økonomi er, desto høyere risiko kan han tillate seg. Kundens økonomi må fortløpende tas i betraktning for å kunne tilpasse hva som til enhver tid anses å være en egnet investeringsanbefaling. Investering forutsetter i utgangspunktet overskudd av kapital, men investeringer kan lånefinansieres som Røeggen-saken illustrerer. Finanstilsynet har imidlertid uttalt at de frarår banker fra å tilby lånefinansiering av investering i sammensatte produkter, fordi dette innebærer en «betydelig risiko» for tap for kundene.¹¹¹

7.3.3.4 Kundens kunnskap og erfaring fra aktuelle investeringsområder - Risikoforståelse

Investeringserfaring fra verdipapirmarkedet kan tale for at kunden har forståelse for risikoen. En kunde hvis store hobby er aksjer, vil eksempelvis normalt ha en dypere forståelse for risiko enn en kunde uten særlig bakgrunnskunnskap som skal foreta sin første investering. Transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen eller den aktive forvaltning synes egnet

¹¹¹ Rundskriv 4/2008.

kun hvis kunden kan forstå den aktuelle risikoen. Risikoforståelse er et grunnleggende premiss, og manglende risikoforståelse synes å være et gjennomgående tema fra rettspraksis.

Selv om en kunde skulle sette bort forvaltningen av sin portefølje til en profesjonell, plikter foretaket å se til at kunden har en viss innsikt i risikoen og investeringen i sin helhet. Profesjonelle kunder forutsettes derimot å forstå risikoen, og finansielt kunne håndtere risikoen på de investeringsområder de er erklært profesjonelle jf. vpf. § 10-7 (2).

7.3.3.5 Spørsmålet om frarådingsplikt

Det foreligger ingen uttrykkelig frarådingsplikt ved investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning etter ordlyden i § 10-11 (4). Motsatt av anbefaling er fraråding, og den absolutte plikten til å anbefale egnede produkter og finansielle instrumenter kan tolkes antitetisk som at det gjelder en tilsvarende plikt til å fraråde. Til sammenlikning plikter foretaket å advare kunden, hvis en investeringstjeneste eller et investeringsprodukt ikke er hensiktsmessig å investere i jf. § 10-11 (5). Hensiktsmessighetsvurderingen er mindre streng og omfattende enn egnethetsvurderingen, og hensynet til sammenheng i regelverket taler for at det i det minste foreligger en plikt til å advare kunden også mht. egnethetsvurderingen etter § 10-11 (4).

Finansavtaleloven § 47 oppstiller frarådingsplikt for banken ved inngåelse av låneavtale med en forbruker. Frarådingsplikten inntreder såfremt banken må anta at forbrukerens økonomiske evne eller andre forhold på dennes side tilsier at forbrukeren alvorlig bør avveie å avstå fra å ta opp lånet jf. finansavtaleloven § 47 første ledd første punktum. I Forbrukerombudets høringsuttalelse til Finansdepartementet vedrørende NOU 2011:8 – Banklovkomisjonens utredning om ny finanslovgivning, uttales det angående vphl. § 10-11 (4):

«Et produkt som må frarådes vil etter mitt syn aldri oppfylle verdipapirhandelovens krav til 'egnethet'. Gitt at investeringsrådgivning foregår i samsvar med reglene i verdipapirhandeloven vil det ikke være passende å ha en parallell frarådningssplikt. Det vil derfor være noe uheldig å oppstille en frarådingsplikt i situasjoner som omfattes av vphl. § 10-11 fjerde ledd.»

Høringsuttalelsen kan tolkes som at det ikke foreligger noen frarådingsplikt jf. vphl. § 10-11 (4). Generelt kan reelle hensyn tale for at en transaksjon som ikke oppfyller kravene til inves-

teringsmål, risikohåndtering og risikoforståelse aldri vil anses egnet og derfor ikke skal være aktuell å foreslå i det hele tatt.

Mht. lånefinansierte investeringer er det mulig at finansavtl. § 47 kan få betydning ved rådgivning om pengeplasseringer selv om bestemmelsen gjelder ved inngåelse av låneavtale.¹¹²

Videre er det uttalt i forarbeidene til kredittkjøpsloven:

«På områder hvor det ikke er lovfestet en særlig regel om frarådningsplikt, kan det ved vurderingen av om manglende frarådning skal føre til at en avtale skal settes til side eller lempes, ses hen til de alminnelige ulovfestede regler om lojalitetsplikt i kontraktsforhold.»¹¹³

Verdipapirforetak kan altså ha en frarådningsplikt jf. alminnelige ulovfestede regler om lojalitetsplikt i kontraktsforhold. Etter min mening kan et frarådingsansvar betraktes å inngå naturlig men skjult i egnethetsvurderingen, ved at noen investeringer anbefales og andre ikke.

8 Hensiktsmessighetsvurdering

8.1 Innledning

Med hensiktsmessighetsvurdering menes en vurdering eller test av hvilken type investering som antas å være hensiktsmessig for den enkelte kunde. Verdipapirforetakets plikt til å utføre hensiktsmessighetstest gjelder ved ytelse av «andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning» jf. § 10-11 (5) første punktum. Etter ordlyden vil ytelse av alle andre investeringstjenester, som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1, 2, 3, 6 og 7, i utgangspunktet kreve hensiktsmessighetstest. Situasjonen ved hensiktsmessighetsvurdering er at det ikke skjer noen rådgivning fra verdipapirforetaket, men at kunden har tatt initiativ til handel. Vpf. § 10-17 og § 10-18 utfyller vphl. § 10-11 (5).

¹¹² Engh (2009) s.101

¹¹³ NOU 2007:5 punkt 3.2

Foretaket skal «søke» å innhente opplysninger om hvor god kunnskap kunden har om det aktuelle investeringsområdet, og hvilken erfaring kunden eventuelt har. En naturlig språklig forståelse tilsier at det *ikke* er tale om en absolutt plikt - slik tilfellet er for egnethetstest jf. § 10-11 (4) der det kreves at foretaket «skal» innhente opplysninger. Ordlyden «søke» kan mer nærliggende tolkes som en plikt til å gjøre en rimelig innsats for å innhente kundeopplysningene. Hensiktsmessighetstesten er derfor mindre streng og mindre omfattende enn egnethetstesten.¹¹⁴ Dette gjenspeiles i at foretaket skal advare kunden om at det ikke kan utføre hensiktsmessighetsvurdering hvis kunden ikke gir, eller gir ufullstendige opplysninger, til verdipapirforetaket, jf. § 10-11 (5) siste punktum.

8.2 Hensiktsmessighetstesten

8.2.1 Innledning

Formålet med testen er å kartlegge hvilken type investering som er *hensiktsmessig* for kunden. Testen skal foretas *før* noen investering finner sted. Hensikten er å kartlegge kundens investeringsbakgrunn og risikoforståelse. Foretaket skal på bakgrunn av kundeundersøkelsen bli i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjeneste eller det påtenkte investeringsproduktet er «hensiktsmessig» for kunden. Hvis kunden velger å ikke gi opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente eller gir ufullstendige opplysninger, plikter verdipapirforetaket å «advare» kunden om at hensiktsmessighetsvurdering er umulig å utføre jf. § 10-11 (5) 4.punktum.

Verdipapirforetaket plikter å advare kunden hvis hensiktsmessighetstesten viser at den investeringstjeneste eller det investeringsproduktet kunden ønsker eller blir tilbudt, ikke er hensiktsmessig for kunden jf. § 10-11 (5) 3. punktum. Advarsel kan gis i standardisert format.¹¹⁵

8.2.2 Betydningen av kundens kunnskap og investeringserfaring

Vpf. § 10-17 poengterer viktigheten av kundens evne til å forstå risikoen ved aktuelle investeringsprodukt eller investeringstjeneste. Verdipapirforetaket pålegges en plikt til å vurdere om kunden ut fra sin erfaring og kunnskap kan forstå risikoen forbundet med aktuelle investere-

¹¹⁴ Bergo (2014) s. 172

¹¹⁵ Ot.prp. nr.34 (2006-2007) s.102

ringsprodukt eller aktuelle investeringstjeneste. Vurderingen av kundens risikoforståelse er et grunnleggende premiss for utførelsen av hensiktsmessighetstesten jf. forskriften § 10-17. Hvis det viser seg at kunden ikke synes å ha nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen, skal kunden *advares* om at aktuelle produkt eller tjeneste ikke anses hensiktsmessig jf. vphl. § 10-11 (5) 3.pkt. Derimot er det ikke noe uttrykkelig forbud for verdipapirforetaket mot å yte aktuelle tjeneste hvis kunden likevel ønsker det.¹¹⁶

I hvilken grad kunden har finanskunnskap og erfaring fra verdipapirmarkedet er et spørsmål om *profesjonalitet*. Rettsvirkninger av å anses profesjonell iht. hensiktsmessighetsvurdering er *unntak fra investorbeskyttelse* som omtales nedenfor i punkt 8.3.2.

I forhold til *ikke-profesjonelle* kunder har Finanstilsynet lagt til grunn at sammensatte produkter «i liten grad» bør anses hensiktsmessig, fordi disse kundene normalt ikke har nok kunnskap og erfaring til å forstå risikoen.¹¹⁷

Det kan spørres hva som er forskjellen på «egnet» og «hensiktsmessig»? Ifølge Bergo er det avgjørende for sontringen mellom «egnet» og «hensiktsmessig» at vpf. § 10-17 gir en uttømmende beskrivelse av hensiktsmessighetsvurderingen.¹¹⁸ Nemlig at verdipapirforetaket må vurdere om kunden har erfaring og kunnskap nok til å forstå risikoen som ligger i det aktuelle produkt eller investeringstjeneste. Det kan tenkes at egnethetsvurderingen ved investeringsrådgivning, bruker nettopp ordlyden «egnet» fordi vurderingen innebærer en personlig tilpasning i det konkrete tilfelle.

8.3 Unntak fra hensiktsmessighetstesten

8.3.1 Execution-only

Vphl. § 10-11 (6) oppstiller unntak fra hensiktsmessighetstest. Verdipapirforetak som yter investeringstjenester som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre (execution only) plikter *ikke* å utføre hensiktsmessighetstest. Tre kumulative vilkår må imidlertid være oppfylt.

¹¹⁶ Bergo (2014) s. 172

¹¹⁷ Rundskriv 4/2008

¹¹⁸ Bergo (2014) s.172

Unntaket gjelder execution-only investeringstjenester for (i) ikke-komplekse finansielle instrumenter, som noterte aksjer, obligasjoner uten derivatelement, og verdipapirfondsandeler. Videre må tjenestene (ii) ytes på kundens initiativ, og (iii) kunden må informeres om at foretaket ikke plikter å vurdere om aktuelle finansielle instrument eller tjenesteytelse er hensiktsmessig for kunden. Skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder er *ikke* avgjørende for om unntaket kommer til anvendelse. Det sentrale er at det er tale om rene utførelsesinvesteringstjenester, *uten* element av rådgivning.

8.3.2 Kundegrupper hvor hensiktsmessighetstest ikke er påkrevet

Profesjonelle kunder er unntatt fra hensiktsmessighetstesten¹¹⁹ jf. vpf. § 10-7 tredje ledd, ved at verdipapirforetaket da kan legge til grunn at profesjonelle kunder *har* «nødvendig erfaring og kunnskap» til å forstå risikoen forbundet med de investeringstjenester og produkter som kunden er klassifisert profesjonell i forhold til.

Det gjelder unntak fra vphl. § 10-11 for *kvalifiserte motparter* iht. vphl. § 10-14 første ledd når verdipapirforetaket yter investeringstjenestene mottak og formidling av ordre, utførelse av ordre og omsetning av finansielle instrumenter for egen regning eller tilknyttede tjenester direkte knyttet til disse transaksjonene. Vpf. § 10-7 fjerde ledd hjemler unntak fra forskriften: ifølge fjerde ledd bokstav b er *kvalifiserte motparter* unntatt fra hensiktsmessighetstest i vpf. § 10-17 med mindre den kvalifiserte motparten anmoder om at bestemmelsen skal gjelde. Unntaket gjelder i likhet med vphl. § 10-14 for investeringstjenestene i vphl. § 2-1 første ledd nr. 1 til 3. Forholdet mellom unntakene for kvalifisert motpart og profesjonell kunde er ikke umiddelbart lett å forstå, men det gjennomgående prinsipp er at kvalifiserte motparter er unntatt fra investorbeskyttelse i størst grad.

8.4 Finanstilsynets praksis

I finanstilsynets endelige rapport om Norse Securities AS¹²⁰ (heretter foretaket) omtales bl.a. utførelsen av hensiktsmessighetstest, på bakgrunn av stikkprøvekontroll i forbindelse med

¹¹⁹ Ifølge Tyrhaug og Mydske (2008) s.169 gjelder et «fullstendig unntak». Ifølge Bergo (2008) s. 161 er testen «sterkt avdempet».

¹²⁰ *Merknader – endelig rapport. Norse Securities AS.*

salg av eiendomsprosjekter og warrants (tegningsretter). Finanstilsynet fant ved flere tilfeller at den innhentede informasjonen om kunden ikke syntes å gi grunnlag for å kunne vurdere om aktuelle investeringsprodukt var hensiktsmessig for kunden, og konstaterte brudd på kravet til god forretningsskikk.

Ved flere anledninger var hensiktsmessighetstest foretatt *etter* at kunden hadde signert tegningsblankett. Dette synes generelt å bryte med testens hensikt, da testen skal foretas i forkant, nettopp for å kartlegge om påtenkte investeringstjeneste eller produkt egentlig er hensiktsmessig. Foretaket bestred dette, og viste til rutine om at testen skal vedlegges tegningsblanketten. Finanstilsynet observerte også at det syntes å være en lav terskel for at kunden ble ansett å ha middels erfaring med en aktivaklasse. Dette kan generelt svekke investorbeskyttelsen, ved at kunden ikke har tilstrekkelig forståelse for risikoen forbundet med det produktet han tilbys eller etterspør, eller investeringstjenesten. I tillegg hadde foretaket ikke dokumentert at kundene hadde nødvendig erfaring til å forstå risikoen ved aktuelle investeringsprodukter, fordi foretaket ikke hadde dokumentert *hvilke* typer investeringsprodukter innen samme aktivaklasse kundene *hadde* erfaring med. Generelt kan ulike produkter innen samme aktivaklasse ha ulik grad av risiko, selv om produktene også kan ha samme generelle egenskaper. Da vurderingene av kundens kunnskap ofte var knyttet til generelle egenskaper ved aktivaklassen fremfor det aktuelle investeringsproduktet, ble hensiktsmessighetsvurderingene *ikke* ansett å være utført i tråd med god forretningsskikk jf. vphl. § 10-11 (5) jf. vpf. §§ 10

Konklusjonen var at foretaket ved flere anledninger ikke hadde utført hensiktsmessighetsvurderingen i tråd med vphl. § 10-11 (5) jf. vpf. §§ 10-17 og 10-18. Finanstilsynet mente at det må kartlegges *spesifikt hvilke varianter investeringsprodukter innen samme aktivaklasse* kunden har tidligere erfaring med, mht. «komplekse» finansielle instrumenter som her. Saken avdekker en praksis hos dette konkrete foretaket som ikke fremstår «god». Finanstilsynets rapport viser anvendelsen av reglene på praktiske problemstillinger.

9 Andre investorbekyttelsesregler

9.1 Innledning

Vphl. § 10-12 oppstiller krav om beste resultat ved utførelse av ordre. Vphl. § 10-10 pålegger verdipapirforetak å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom.

Også disse bestemmelsene har til formål å skaffe investorbekyttelse og reglene står derfor i naturlig sammenheng med kravet til god forretningsskikk for verdipapirforetak. Nedenfor gis en kort oversikt over vphl. §§ 10-12 og 10-10, samt en vurdering av sammenhengen mellom disse reglene og kravet til god forretningsskikk etter § 10-11.

9.2 Vphl. § 10-12.

9.2.1 Oversikt

Etter ordlyden skal verdipapirforetaket ved «utførelse av kundeordre»¹²¹ gjennomføre «alle rimelige tiltak» for å oppnå et «best mulig resultat» for kunden jf. vphl. § 10-12 første ledd. Kravet knytter seg etter ordlyden til «pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold». Disse faktorene skal ses i lys av kundens profesjonalitet, ordrens art, egenskaper ved de finansielle instrumenter som inngår i ordren, og egenskaper ved de benyttede handelssystemer jf. vpf. § 10-25 første ledd. Dersom kunden har gitt spesifikke *instruksjoner* til verdipapirforetaket, skal ordre utføres i samsvar med disse jf. § 10-12 første ledd siste punktum. Et typetilfelle mht. denne bestemmelsen kan være spørsmålet om kunden fikk en pris som reflekterte markedets tilbud og etterspørsel.

Bestemmelsen er ny i loven av 2007, og kravet til beste resultat er mer omfattende enn kravet som var i vphl. av 1997 i § 9-2 (4) om at kunden skulle gis beste pris. Vphl. § 10-12 gjennomfører MiFID artikkel 21 om «best execution».

¹²¹ Jf. vphl. § 2-1 første ledd

9.2.2 Resultat- eller innsatsforpliktelse?

En språklig forståelse av ordlyden «best mulig resultat», tilsier isolert sett at det er tale om et bestemt resultat, dog modifisert av den skjønnsmessige ordlyden «mulig». Da et resultat er en følgetilstand, og forhold som pris ikke er en konstant størrelse, synes det mest naturlig å betrakte § 10-12 som en innsatsforpliktelse. Også ordlyden «alle rimelige tiltak» er et skjønnsmessig begrep, noe som også taler for at § 10-12 kun innebærer en innsatsforpliktelse. Denne ordlydsforståelsen underbygges av Bergo.

«Dette er gjerne omtalt som ‘best execution’-regelen. Den gir ikke kunden noe rettskrav på å få best mulig resultat eller best oppnåelig pris – det han har krav på, er at foretaket treffer ‘alle rimelige tiltak’ for å oppnå dette.»¹²²

Etter § 10-12 andre ledd plikter verdipapirforetaket å ha *retningslinjer for ordreutførelse*, for å sikre etterlevelsen av å gjennomfører alle rimelige tiltak jf. første ledd. Ifølge forarbeidene er vurderingstemaet for MiFID art.21 nr.2, som tilsvarer § 10-12 andre ledd, om «ordreutførelsespolitikken setter foretaket i stand til å oppnå det beste resultat».¹²³

Verdipapirforetaket plikter å *opplyse* kundene om de gjeldende retningslinjer, og innhente *kundens samtykke før ordreutførelse*, jf. fjerde ledd.¹²⁴ Kunden må uttrykkelig samtykke i at kundeordre eventuelt utføres utenfor et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet hvis retningslinjene åpner for dette. Handler vil bli gjennomført i tråd med retningslinjene, såfremt kunden ikke har gitt instruksjoner om ordreutførelsen. Jf. vpf. § 10-25 skal ordreutførelse iht. kundens instruks anses som beste utførelse. Etterlevelsen av § 10-12 beror derfor på om foretakets retningslinjer og evt. kundeinstruks er fulgt etter sitt innhold – forutsatt at innholdets utforming er presist og dekkende.

¹²² Bergo (2014) s. 223

¹²³ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) avsnitt 7.5.2 side 111

¹²⁴ Unntak for kvalifiserte motparter jf. vphl. § 10-14

9.2.3 Forholdet til vphl. § 10-11

Bestemmelsens anvendelsesområde er etter ordlyden kun ved «utførelse av kundeordre» jf. vphl. § 2-1 første ledd nr.2, til forskjell fra vphl. § 10-11 som oppstiller et overordnet krav om god forretningsskikk.

Et positivt resultat i form av økonomisk avkastning er normalt investorens motivasjon bak å investere i verdipapirer. Reglene om god forretningsskikk skal sikre at forutsetningene ligger til rette for at investeringen gir seg positivt utslag og relaterer seg særlig til tiden før og under tjenesteyting, mens vphl. § 10-12 stiller uttrykkelig krav til resultatet og gjelder på stadiet for utførelse av ordre som direkte påvirker resultatet.

I forarbeidene uttales at det bør inntas en egen bestemmelse om ordreutførelse, dvs. § 10-12, som følge av MiFIDs detaljerte regulering, og at dette er i tråd med MiFIDs systematikk og vil utgjøre et «klargjørende supplement» til forslaget til ny bestemmelse om god forretningsskikk.¹²⁵

Det kan stilles spørsmål om brudd på beste resultat samtidig utgjør brudd på god forretningsskikk? Besvarelsen av spørsmålet må bero på en konkret vurdering av hva verdipapirforetaket har eller ikke har gjort, men mer generelt er det naturlig å vise til at plikten til å utøve virksomheten i samsvar god forretningsskikk innebærer uttrykkelig å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte i alle ledd av tjenesteytingen jf. vphl. § 10-11 første ledd. Hvis verdipapirforetaket derfor *ikke* gjennomfører «alle rimelige tiltak» ved ordreutførelse jf. § 10-12 første ledd, kan det etter min mening tale for at kundens interesse på overordnet nivå ikke ivaretas på beste måte. Slik sett fremstår kravet om å gjennomføre «alle rimelige tiltak» ved ordreutførelse som en videreføring og spesialregulering av det mer generelle kravet til god forretningsskikk.

9.3 Vphl. § 10-10

9.3.1 Oversikt

Vphl. § 10-10 og vpf. kapittel 9 del VII regulerer interessekonflikter. Lovens § 10-10 (1) lyder:

¹²⁵ NOU 2006:3 punkt 4.4.3

«Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom.»

En naturlig forståelse av ordlyden «alle rimelige forholdsregler» tilsier at foretaket må ha rutiner for kontinuerlig å identifisere interessekonflikter, og rapportere om eventuelle funn. Ordlyden «rimelig» innebærer at terskelen for hvor omfattende forholdsreglene må være er skjønnsmessig. En språklig forståelse av ordlyden kan tale for at det må foretas en skjønnsmessig avveining av ressursbruken mht. preventive tiltak eller undersøkelser for å avdekke interessekonflikter. Identifiseringsplikten gjelder interessekonflikter både mellom «foretaket og kundene» og «kundene imellom» jf. § 10-10 (1).

Formålet med bestemmelsen er å sikre at interessekonflikter både identifiseres og håndteres forsvarlig, fordi interessekonflikter kan være egnet til å svekke tilliten til både verdipapirforetakene og markedet for øvrig. Bestemmelsen om interessekonflikter gjennomfører MiFID artikkel 18¹²⁶, og det er i lovens forarbeider¹²⁷ uttalt:

«Bestemmelsen stiller krav til verdipapirforetaks rutiner med hensyn til å identifisere (mulige) interessekonflikter. Bestemmelsen er i seg selv ikke et forbud mot interessekonflikter, og gir heller ikke anvisning på håndteringen av slike.»

Vpbl. § 10-10 (2) henviser til vpbl. § 9-11 første ledd nr.2, som stiller krav til at verdipapirforetakets virksomhet er «oppbygd og organisert» slik at interessekonflikter begrenses til et «minimum». En naturlig forståelse av ordlyden tilsier at interessekonflikter ligger latente og er vanskelige å fjerne helt, slik at de må håndteres på beste måte. § 10-10 (2) hjemler en opplysningsplikt for foretaket overfor kunden om «mulige interessekonflikter», hvis det viser seg at virksomhetens organisatoriske oppbygning ikke er tilstrekkelig til å redusere risikoen for interessekonflikter og sikre kundens interesser.

¹²⁶ Ot.prp. nr.34 (2006-2007) punkt 7.2.2

¹²⁷ NOU 2006: 3 pkt. 4.1.1 tredje avsnitt

Det er mange situasjoner og relasjoner som kan innebære interessekonflikter. Vpf. § 9-23 oppstiller ulike vurderingstemaer som kan avdekke om det foreligger en interessekonflikt, ved å ta utgangspunkt i foretaket, tilknyttet person eller person som er tilknyttet foretaket gjennom direkte eller indirekte eierskap. De oppstilte situasjoner i bokstav a til e, er hva foretaket «som et minimum» plikter å ta stilling til. Etter ordlyden er det rom for at også andre situasjoner etter omstendighetene kan tas i betraktning.

9.3.2 Forholdet til vphl. § 10-11

Før verdipapirhandelloven av 2007 trådte i kraft, sto interessekonflikt-regelen i den gamle god forretningsskikk-bestemmelsen § 9-2 (1) nr.6. Bestemmelsen oppstilte et krav om å sette kundens interesser foran foretakets egne, og å sørge for at enkelte kunder ikke tilgodeses på bekostning av andre kunder på usaklig grunnlag. Etter MiFID-implementeringen er interessekonflikter regulert i en egen bestemmelse i vphl. § 10-10, noe som antyder viktigheten av å bestrebe å unngå slike konflikter.

Vphl. § 10-11 om god forretningsskikk skal som overordnet formål påse at «kundens interesser og markedets integritet» ivaretas på beste måte. Til sammenlikning gjelder § 10-10 spesifikt interessekonflikter, men indirekte skal § 10-10 også sikre både kundenes interesser og markedets omdømme og tillit.

Det ligger latent i verdipapirmarkedet at partene kan ha ulike økonomiske interesser, men regler om interessekonflikter kan bidra til ryddige prosesser og økt fokus på dette. Ifølge forarbeidene vil vphl. § 10-11 etter omstendighetene kunne utfylle og supplere de mer detaljerte interessekonflikt-reglene.¹²⁸ Det kan spørres om uttalelsen i forarbeidene også kan tillegges vekt i forhold til tolkningen av vphl. § 10-12 om beste resultat ved ordreformidling.

Hvordan er så forholdet mellom § 10-10 og regelen om beste resultat i § 10-12? En foreliggende interessekonflikt kan opplagt påvirke resultatet av en transaksjon, hvis en parts interesser får gå på bekostning av en annens. Det å identifisere og håndtere eller fjerne eventuelle interessekonflikter synes derfor å være en forutsetning for at regelen om beste resultat ved utførelse av kundeordre kan ha realitet i det konkrete tilfelle.

¹²⁸ Ot.prp. nr.34 (2006-2007) punkt 7.2.5

10 Betydningen av vphl. § 3-9 om forbud mot urimelige forretningsmetoder

10.1 Innledning

Vphl. § 3-9 oppstiller i første ledd et generelt forbud mot bruk av «urimelige forretningsmetoder», og en regel om «god forretningsskikk» i andre ledd.

Forbudet mot urimelige forretningsmetoder retter seg etter ordlyden mot alle deltakere i verdipapirmarkedet, jf. ordlyden «Ingen», og gjelder for all «handel i finansielle instrumenter», både finansielle instrumenter som «er eller søkes notert» på norsk regulert marked og de som ikke er det jf. vphl. § 3-1 (1).

I § 3-9 andre ledd nevnes uttrykkelig «god forretningsskikk». Ifølge ordlyden skal god forretningsskikk iakttas ved henvendelser overfor «allmennheten» eller «enkeltpersoner» når henvendelsen har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter som kjøp og salg av finansielle instrumenter. Denne bestemmelsen gjelder i likhet med første ledd *generelt* for deltakere i verdipapirmarkedet jf. ordlyden «henvendelser». Bestemmelsen er den samme som § 2-5 i vphl. av 1997, og stammer opprinnelig fra loven av 1985.¹²⁹

10.2 Forholdet mellom vphl. § 3-9 og § 10-11

Vphl. § 3-9 er en generell atferdsregel for *enhver markedsaktør* ved henvendelser om handel i finansielle instrumenter. Derimot gjelder vphl. § 10-11 spesifikt for verdipapirforetaks virksomhet. Vphl. § 3-9 har derfor et langt bredere virkeområde og kan på generell basis tjene som supplement til § 10-11.¹³⁰

Betydningen av vphl. § 3-9 nevnes i forarbeidene til loven av 1997. Både forbudet mot urimelige forretningsmetoder og plikten til å iaktta god forretningsskikk, omtales som såkalte generalklausuler.¹³¹ Poenget er at slike generalklausuler vil fange opp uheldige handlemåter

¹²⁹ Se Myklebust (2011) s. 371-372.

¹³⁰ Se Myklebust (2011) s. 372 og *Verdipapirhandelloven - Kommentartutgave* (2002) s.119 punkt 02.

¹³¹ NOU 1996:2 punkt 6.1.1

som ikke nødvendigvis utgjør klare typetilfeller av regelbrudd.¹³² På denne måten kan § 3-9 supplere andre regler. Hvis en aktør har opptrådt noe avvikende fra bransjepraksis er det ikke automatisk sikkert at dette utgjør brudd på § 3-9, fordi det synes å være et slingringsmann mellom ideell praksis og nedre grense av akseptabel bransjepraksis.¹³³ Regelen kan hjemle privatrettslige sanksjoner for den part som er blitt utsatt for dårlig forretningsskikk eller urimelige forretningsmetoder.

Formålet med bestemmelsen er å sikre at deltakerne i verdipapirmarkedet opptrer redelig og ryddig slik at tilliten til markedet opprettholdes, herunder å verne aktører mot urimelige forretningsmetoder og dårlig forretningsskikk. Til sammenlikning er to helt sentrale formål bak vphl. § 10-11 å sikre tilliten til verdipapirmarkedet og investorbeskyttelse. Formålene med bestemmelsene er derfor delvis overlappende. Verdipapirforetakene er imidlertid underlagt en form for profesjonsansvar da de utøver konsesjonspliktig virksomhet. Dette taler for at standarden for god forretningsskikk er strengere etter § 10-11 enn etter §3-9.¹³⁴

Etter dette vil vphl. § 3-9 antakelig kunne supplere § 10-11, og også for eksempel spesialreglene om innsidehandel og kursmanipulasjon, samt § 10-14 fordi det her gjøres unntak fra § 10-11 for spesielle transaksjoner med kvalifiserte motparter. I forhold til sistnevnte vphl. § 10-14 vil § 3-9 gjelde i mangel av investorvern etter § 10-11.

11 Avsluttende bemerkninger

Avslutningsvis vil jeg vende blikket tilbake til hovedproblemstillingen om hvilke plikter verdipapirforetak pålegges overfor de ulike kundene etter vphl. § 10-11.

Avhandlingen viser at verdipapirforetakenes virksomhet, i likhet med det øvrige finansielle system og dets aktører, generelt er underlagt nokså detaljert lovgivning og retningslinjer med det overordnede formål å sikre finansiell stabilitet, og effektive og velfungerende markeder. Verdipapirhandellovens formålsparagraf, §1-1, gjenspeiler dette:

¹³² NOU 1996:2 punkt 6.3.1

¹³³ Se *Norsk Lovkommentar* (2002) s.2896 fotnote 54.

¹³⁴ Om § 3-9, *Verdipapirhandelloven - Kommentartutgave* (2002) s.118

«Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter».¹³⁵

Verdipapirforetakenes plikt til å utøve virksomheten i tråd med god forretningsskikk er et middel for å realisere lovens formål. Verdipapirmarkedet preges av ulike økonomiske interesser hos de ulike parter. Vphl. § 10-11 skal sikre at verdipapirvirksomhet utøves i tråd med klare spilleregler for å fremstå ryddig og troverdig, herunder at kundens interesser ivaretas i rimelig grad ved verdipapirhandel. Vern av aktørene i kapitalmarkedet er ikke bare viktig, men en forutsetning for et velfungerende marked over tid. Dårlig investorvern og uryddige prosesser vil svekke tilliten til markedet, og følgelig markedets integritet.

Gjennomgangen i avhandlingen har vist at det nærmere innholdet i kravet til god forretningsskikk for verdipapirforetak jf. § 10-11 (1) er utdypet i de øvrige leddene i § 10-11 og i verdipapirforskriften, samt gjennom rettspraksis, forarbeidene, forvaltningspraksis og nemndspraksis, og i litteraturen. Verdipapirforetakets plikter etter vphl. § 10-11 må vurderes i det konkrete tilfelle da især kundens profesjonalitet er variable faktorer som påvirker omfanget og innholdet av plikter overfor kunden. Profesjonelle kunder, og i høyeste grad kvalifiserte motparter, er unntatt fra store deler av investorvernet i vphl. og i vpf. I praksis nyter disse kundene lite investorvern. Dette er begrunnet i et lavere beskyttelsesbehov. Følgelig er verdipapirforetakenes plikter overfor disse kundene vesentlig mindre enn overfor ikke-profesjonelle kunder.

MiFID-reglene har nå vært praktisert siden 2007, og det kan spørres om verdipapirhandellovens detaljerte regler har virket etter sin hensikt og medført økt investorbeskyttelse. Stadig nye saker angående verdipapirhandel kommer opp for Finanstilsynet, Finansklagenemnda, Etisk Råd og domstolene. Om dette skyldes økende deltagelse i verdipapirmarkedet av ikke-profesjonelle investorer, om kundene er mer bevisst den investorbeskyttelse loven oppstiller eller at noen verdipapirforetak ikke har hatt gode nok rutiner eller ganske enkelt har utøvet dårlig håndverk er vanskelig å si. Det kan også stilles spørsmål ved i hvilken grad kombinasjonen av forbrukere, med ofte lav kunnskap om og erfaring fra finansmarkedene, og investering i verdipapirmarkedet er hensiktsmessig for kunden, da det er en jevn strøm av nye klagesaker pga. økonomisk tap. Regelverket må imidlertid gjenspeile aktørene i markedet, og med

¹³⁵ Om overordnede formål med finansreguleringen se Myklebust (2011) s. 44 flg.

økende grad av ikke-profesjonelle investorer er det naturlig at hensynet til investorbekyttelse står sterkere nå enn før. Generelt kan strengere og mer detaljert regelverk bidra til å felle og fjerne useriøse aktører fra markedet. Dette kan muligens også lette Finanstilsynets tilsynsoppgaver. De stadig nye sakene om verdipapirhandel for Finanstilsynet, Finansklagenemnda, Etisk Råd og domstolene kan derfor være et utslag av at verdipapirhandellovens regler *har* virket etter sin hensikt og medført økt investorbekyttelse.

MiFID er gjenstand for revisjon, og den 15.april 2014 vedtok EU-Parlamentet *MiFID II*¹³⁶ og *MiFIR*¹³⁷ (en tilhørende forordning). Det nye regelverket må implementeres i norsk rett innen 30 måneder etter publisering i Official Journal.¹³⁸ De nye reglene innebærer ytterligere detaljregulering. I grove trekk medfører MiFID II nye konsesjonspliktige foretak og tjenester, økt investorbekyttelse, økte krav til verdipapirforetakenes og de regulerte markedenes styre og ledelse, nye organisatoriske krav (blant annet produktgodkjennelse og dokumentasjon av investeringstjenester), nye krav ved handel i finansielle instrumenter (blant annet plikt til å handle noterte aksjer over markeds plass og tilsvarende for visse derivater) samt nye plikter om offentliggjøring av ordre og transaksjoner for markeds plasser og verdipapirforetak.¹³⁹

En ny sak angående lånefinansiert investering kommer også snart opp for domstolene. Fem småsparere har fått medhold i Finansklagenemnda, men foretaket – Acta - har ikke fulgt opp nemndas avgjørelse. Forbrukerne går med støtte fra Forbrukerrådet til søksmål mot Acta. Det hevdes at Acta ikke har gitt investorene noen form for risikoinformasjon. Saken føyer seg inn i rekken av liknende saker.

Denne avhandlingen har fokusert på verdipapirforetakets klassifiserings-, opplysnings- og rådgivningsplikter overfor de ulike kundene, uten at det har vært fokus på typen av finansielle produkter som tilbys. Det kan etter min mening stilles spørsmål ved om noen av de mer kompliserte finansielle produktene som tilbys også ikke-profesjonelle kunder egentlig er *egnet* for slike kunders investeringsmål – i forhold til at verdipapirforetak ved investeringsråd-

¹³⁶ Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments

¹³⁷ Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments

¹³⁸ VPF (2014)

¹³⁹ Schjødt (2014)

givning og aktiv forvaltning plikter å foreta egnethetstest for å kunne anbefale *kun* den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som *egner* seg for kunden. Mange strukturerte produkter er så kompliserte at det må antas at selv mange av dem som arbeider i verdipapirforetak ikke fullt ut forstår innholdet i produktene. Det må derfor antas at selv med fullgod oppfølging fra verdipapirforetakets side mht. informasjon og krav til rådgivningen, er det i praksis ikke mulig for mange ikke-profesjonelle å forstå produktene. Da vil det heller ikke kunne tas velinformerte beslutninger, noe som er formålet med reglene. Med adgang til å tilby også mer kompliserte finansielle produkter til ikke-profesjonelle investorer, vil investorbeskyttelsen derfor i praksis ikke kunne bli fullgod.

For å sikre reell økt investorbeskyttelse i fremtiden må svakheter i systemet derfor antakelig angripes ikke bare gjennom stadig mer omfattende plikter for verdipapirforetak. En mulighet som burde vurderes er om det kan være hensiktsmessig å stille strengere krav til de produktene som tilbys ikke-profesjonelle kunder. Per dags dato er det ikke regler om produktovervåking. Den nye MiFIR-forordningen inneholder imidlertid regler om produktovervåking. MiFIR art. 42 hjemler bl.a. adgang for kompetent myndighet til å innføre forbud eller restriksjoner mot markedsføring eller salg av bestemte finansielle instrumenter, en type finansiell aktivitet eller praksis, dersom de nevnte forhold anses å true investorbeskyttelsen, markedets integritet eller hensynet til finansiell stabilitet. Dette er en interessant utvikling i hva lovgiver ser behov for å regulere.

12 Litteraturliste

Lover, forskrifter:

- 1687 Kong Christian Den Femtis Norske Lov av 15. april 1687
- 1918 Lov om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven) av 31. mai 1918 nr. 4
- 1985 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 14. juni 1985 nr. 61 (Opphevet)
- 1988 Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) av 10. juni 1988 nr. 40.
- 1992 Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) av 27. november 1992 nr. 109
- 1997 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr.79 (Opphevet)
- 1999 Lov om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven) av 25. juni 1999 nr. 46
- 2007 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 75
- 2007 Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876

Direktiver:

- ISD *Direktiv 93/22/EØF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer.*
- MiFID *Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter.*
- Gjennomføringsdirektivet *Kommisjonsdirektiv 2006/73/EF.*
- MiFID II *Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments.*
- MiFIR *Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments.*

Lovforarbeider:

Ot.prp. nr. 15 (1995-1996)	Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel mv.
NOU 1996:2	<i>Verdipapirhandel</i>
NOU 2006:3	<i>Om markeder for finansielle instrumenter</i>
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	<i>Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)</i>
NOU 2007:5	<i>Frarådningsplikt i kredittkjøp</i> (utredning nr. 17 fra Banklovkommisjonen).

Rettspraksis:

Rt. 2000 s. 679	Ideal Eiendom
Rt. 2012 s. 355	Lognvik
Rt. 2012 s. 1926	Fokus Bank
Rt. 2013 s. 388	Røeggen

Nemndspraksis:

Etisk Råd	Sak 1/1996
Etisk Råd	Sak 9/2009

Forvaltningspraksis og rundskriv:

Rundskriv 4/2008	Finanstilsynet. <i>Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.</i>
Forbrukerombudet	Forbrukerombudets <i>høringsuttalelse</i> til Finansdepartementet vedrørende NOU 2011:8 – Banklovkommisjonens utredning om ny finanslovgivning.
ESMA 2012/387	European Securities and Markets Authority. <i>Retningslinjer for visse aspekter af egnethedskravene ifølge MiFID. (Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements) offentliggjort 6.juli 2012.</i>
Finanstilsynet (2014)	<i>Merknader – endelig rapport. FSO AS (tidligere Warren Securities AS), referanse 13/9071, datert 16.5.2014.</i>

Finanstilsynet (2014) *Merknader – endelig rapport. Norse Securities AS, referanse 13/5227, datert 8.5.2014.*

Nemndspraksis:

Etisk Råd *Sak nr. 9/2009*

Litteratur:

Verdipapirhandelloven - kommentarutgave. Bechmann, Tor mfl. Oslo, 2002.

Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett.* 4. utg. Oslo, 2014.

Ekeland, Lars. *Oppstiller reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven minstekrav til produktene?* I: Tidsskrift for forretningsjus. (2009), s. 182.

Engh, Jone *Finansrådgivers ansvar og plikter.* 1. utg. Oslo, 2009.

Færstad, Jan-Ove. *En kommentar til Høyesteretts avgjørelse i Fokus Bank-saken, Rt. 2012 s. I: Lov og Rett.* (2013), s. 323.

Giertsen, Johan *Avtaler.* 3. utg. 2014.

Jusleksikon. Gisle, Jon mfl. 3.utg. Oslo, 2007.

Hymer, Knut-A. *Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk.* I: Tidsskrift for forretningsjus. (2008), s. 183.

Kleven, Eystein. *Porteføljeforvaltningens etiske grunnlag og moralnormer.* I: Praktisk økonomi og finans. (2004), s. 72-84.

Norsk Lovkommentar. Lødrup, Peter mfl. Oslo, 2002.

Myklebust, Trude *Innføring i finansmarkedsrett.* 1. utg. Bergen, 2011.

Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore. *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn*. I: Tidsskrift for forretningsjus. (2008), s. 152.

Bransjenormer

Etiske normer for medlemmer av Verdipapirforetakenes Forbund <http://vpff.no/Om-bransjen/Bransjenormer/Bransjestandarder> [sitert 22.11.2014]

Nettsider:

Oslo Børs. *Minileksikon* <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon#e> [sitert 11.11.14]

VPFF. *EU-parlamentet har vedtatt MiFID II og MiFIR* (2014) <http://vpff.no/Om-bransjen/Nyhetsarkiv/Nyheter/EU-parlamentet-har-vedtatt-MiFID-II-og-MiFIR> [sitert 12.11.14]

Schjødt. *Nyhetsbrev – MiFID II – Finansregulatorisk* (2014) <http://www.schjodt.no/nyheter-innsikt/nyhetsbrev/nyhetsbrev-mifid-ii-%E2%80%93-finansregulatorisk.aspx> [sitert 13.11.14]