

UiO : **Det juridiske fakultet**

Verdipapirforetakets lojalitetsplikt ved inngåelse av kommersielle investeringsavtaler

Privatrettslige følger av informasjonspliktene i MiFID artikkel 19 samt verdipapirhandelloven § 10-11

Kandidatnummer: 622

Leveringsfrist: 25.11.2014

Antall ord: 17601



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Problemstillingen	1
1.2	Rettslig plassering og oversikt	2
1.3	Verdipapirhandellovens skille mellom rådgivning og andre investeringstjenester samt den privatrettslige betydningen av dette: rådgivning eller salg av finansielle instrumenter?	4
1.4	Profesjonsansvarets betydning.....	7
2	INFORMASJONSPLIKTEN ETTER VERDIPAPIRHANDELLOVEN OG MIFID	9
2.1	Oversikt.....	9
2.1.1	Kort om MiFID.....	9
2.1.2	Innledningsvis om kundeklassifisering og graden av profesjonalitet.....	10
2.2	Plikt til å informere om risiko i markedsføringen.....	10
2.2.1	Innledning.....	10
2.2.2	Tilpasning av markedsføringsmateriale.....	11
2.2.3	Synliggjøring av risiko	12
2.2.4	Angivelse av markedsføringsinformasjon	13
2.3	Frarådningsplikten	13
2.3.1	Innledning.....	13
2.3.2	Hensiktsmessighetstesten	14
2.3.3	Plikten til å advare	14
2.3.4	Unntak fra frarådningsplikten.....	15
3	INFORMASJONSPLIKTEN ETTER NORSK PRIVATRETT.....	15
3.1	Problemstillingen	15
3.2	Rettslig grunnlag for å oppstille en informasjonsplikt.....	16
3.3	Lojalitetsprinsippet	17
3.3.1	Lojalitetsprinsippetets innhold	17
3.3.2	Lojalitetsprinsippet og informasjonspliktene etter vphl. § 10-11 og MiFID artikkel 19.....	21
3.4	Utgangspunktet for vurderingen – vektleggingen av verdipapirhandelloven.....	23
3.5	Hvilke risiki må foretaket informere om?.....	25
3.5.1	Generelt	25
3.5.2	Virkningen av lånefinansiering	26
3.5.3	Tapsrisiko	27
3.5.4	Annen informasjon	29

3.5.5	Avgrensning mot "temmelig grunnleggende forhold"?	29
3.6	Presentasjonsform	30
3.6.1	Tilpasning av markedsføringsmaterialet	30
3.6.2	Krav til nøkternhet	31
3.6.3	Klar angivelse av markedsføringsinformasjon	34
3.7	Frarådningsplikt	34
3.8	Hvilken betydning har rådgivningsaspektet for informasjonspliktens omfang?	35
3.9	Konklusjon	37
4	INFORMASJONSPLIKTEN I ENGELSK PRIVATRETT	38
4.1	Begrunnelse for komparativ analyse	38
4.2	Utgangspunktet for vurderingen	38
4.3	Duty of care	39
4.4	Betydningen av offentligrettslige normer i vurderingen av en duty of care	40
4.5	Hvilke risiki må foretaket opplyse om?	41
4.6	Presentasjonsform	42
4.7	Frarådningsplikt	43
4.8	Ansvarsfraskrivelser	44
4.9	Lovfestet erstatningsansvar ved brudd på informasjonsplikten etter MiFID	45
4.10	Konklusjon	45
5	HOVEDKONKLUSJON	46
	KILDELISTE	48

1 Innledning

1.1 Problemstillingen

Banker og andre verdipapirforetak har i løpet av de siste 20 årene tilbudt stadig mer komplekse finansielle produkter til ikke-profesjonelle kunder. Denne utviklingen har gjort tilgjengelig en rekke nye markeder for små og mellomstore bedrifter, kommuner, og privatpersoner med likvide midler på jakt etter høyere avkastning enn alminnelige sparekonto-plasseringer. Men med høy avkastning kommer høy risiko. Kundene mangler ofte både kunnskap og ressurser til å overskue risikoen ved disse komplekse finansielle produktene. Når de likevel inngir seg på handlene, er det gjerne fordi de har tillit til at verdipapirforetaket ivaretar deres interesser.

Kombinasjonen av komplekse produkter og en kundemasse uten spesiell kunnskap om slike produkter har ledet til en rekke søksmål begrunnet i mangelfull kommunikasjon av risikoen, hvilket jeg her rubriserer som misligholdt informasjonsplikt. I Norge har vi mye omtalte eksempler som Terra-sakene, Røeggen og Lognvik. I andre jurisdiksjoner finnes lignende eksempler, særlig med opphav i finanskrisen. Som svar på disse produktenes økende kompleksitet samt de asymmetriske partsforholdene har Europaparlamentet utformet Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)¹. Det har investorbeskyttelse som et av sine primære mål. Direktivet krever at foretakene opptre i samsvar med god forretningskikk, og hva denne gode forretningskikk innebærer, blir til en viss grad spesifisert ved at det stilles opp nærmere krav om hva slags *informasjon* om de ulike risiki ved produktene foretaket må gi til sine kunder. MiFID er et fullharmoniseringsdirektiv og ligger til grunn for Verdipapirhandelloven av 2007 (videre betegnet "vphl").² Direktivet og verdipapirloven er imidlertid *offentligrettslige* bestemmelser. Verdipapirhandelloven håndheves av det offentlige overfor foretakene, og overtredelse kan medføre tiltak som straff, bortfall av konsesjon, og annet. Regelverket inneholder ikke *privatrettslige* sanksjoner som en *kunde* kan påberope seg dersom foretaket bryter informasjonspliktene. De privatrettslige sanksjoner som ugyldighet og erstatning må ha sitt grunnlag i privatrettslige regler. Som vi skal komme tilbake til, spiller avtaleloven § 36 og kontraktsrettens alminnelige lojalitetsprinsipp en sentral rolle. Problemstillingen i denne oppgaven er hvilken betydning informasjonspliktene i MiFID artikkel 19, slik de fremkommer gjennom vphl. § 10-11, får for fastleggelsen av verdipapirforetakenes kontraktsrettslige lojalitetsplikt ved inngåelsen av kommersielle investeringsavtaler.

¹ EP/Rdir 04/39 EF

² Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 11

Hoveddelen av norsk høyesterettspraksis om misligholdt informasjonsplikt ved salg av finansielle produkter omhandler salg som skjedde før någjeldende verdipapirhandellov trådte i kraft.³ Et viktig spørsmål blir derfor hvorvidt lovens endringer i det offentligrettslige rammeverket for verdipapirforetak, og da særlig reglene for investorbeskyttelse slik de fremkommer i MiFID artikkel 19, gjennomført ved vphl. § 10-11, medfører at den privatrettslige informasjonsplikten nå må anses å være mer omfattende enn disse dommene gir uttrykk for. Ettersom MiFID søker å oppnå en harmonisert investorbeskyttelse i EU og EØS, vil vi også undersøke i hvilken grad disse reglene får tilsvarende virkning i engelsk rett, hvor de rettslige problemstillingene har vært de samme, men hvor common law tradisjonelt har inntatt et ulikt syn på lojalitetsprinsippets betydning ved vurderingen av verdipapirforetakets informasjonsplikt.

1.2 Rettslig plassering og oversikt

Opgaven gjelder investeringsavtaler om kjøp av finansielle instrumenter. Dette er ikke en homogen gruppe avtaler. Verdipapirforetaket vil alltid være realdebitor ovenfor kunden. I de fleste tilfeller vil avtalen gjennomføres ved at verdipapirforetaket forestår ordreformidling jfr. § 2-1 nr. 1 og/eller 2, eller tilrettelegging jfr. § 2-1 nr. 6. Verdipapirforetaket utfører en mellommannsfunksjon "i verdipapirforetakets navn" og er derfor også "ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med" jfr. vphl. § 12-1. Et eksempel på en slik type investeringsavtale er indeksobligasjoner utstedt av investeringsbanker og andre foretak, hvor verdipapirforetaket mottar, formidler, og utfører ordren for sine kunder. Indeksdelen av obligasjonene vil ofte være tilknyttet ulike markeder, og på denne måten gis kunden eksponering mot markeder som ellers ville vært utilgjengelige.

Ordreformidling og tilrettelegging forekommer ofte i kombinasjon med rådgivning, som nå er regnet som en selvstendig konsesjonspliktig investeringstjeneste jfr. vphl. § 2-1 nr. 5. Selv om investor ofte vil bistås av rådgiver, er det ikke gitt at rådgivningen forstås av det verdipapirforetaket som har ansvaret for ordreformidlingen eller tilretteleggingen⁴. Rådgivningstjenesten er markert forskjellig fra ordreformidling og tilrettelegging ved at plikten til å ivareta kundens interesser er selve hovedforpliktelsen.⁵ Ordreformidling og tilrettelegging er til sammenligning innrettet mot overlevering av realgodet, og har visse fellestrekk med kjøpsavtaler. I slike tilfeller betaler kunden for eksponeringen til en forhåndsvurdert risiko samt de avkastningsmuligheter som medfølger. Ved rådgivningsavtaler betaler kunden for at verdipapirfore-

³ Se bla. Rt. 2013 s. 388, Rt. 2012 s. 1926, Rt. 2012 s. 355

⁴ Se eks. Finansklagenemndas avgjørelse i FINKN-2014-355 hvor Totalvekst ASA sto for rådgivningen, men hvor Pareto Securities ASA var tilrettelegger. Det vil da kunne oppstå spørsmål om ordreformidler eller tilrettelegger må identifiseres med rådgiver, men dette faller utenfor oppgavens tema.

⁵ Det foreligger mangfoldig litteratur om rådgivningsansvaret; eks. Hagstrøm (2010) og Bergo (2010)

taket skal ivareta dennes interesser og bistå i vurderingen av risikoen. På denne bakgrunn vil vi derfor avgrense mot verdipapirforetakenes informasjonsplikt der det utfører rådgivning.

Alle investeringstjenester er underlagt verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk og de påfølgende informasjonspliktene i § 10-11.⁶ Det er derfor liten grunn til å skille ytterligere mellom de ulike investeringstjenestene for vårt formål. Privatrettslig vil vi også forutsette at den nærmere kvalifiseringen av investeringstjenesten i utgangspunktet er av underordnet betydning. Rt. 2012 s. 1926 omhandlet en investeringsavtale om kjøp av noter fra Fokus Bank hvor utsteder var den engelske banken ING⁷, mens Rt. 2012 s. 355 og Rt. 2013 s. 388 dreide seg om kjøp av aksjeindeksobligasjoner utstedt og solgt av bankene selv⁸. Høyesterett gjorde lite poeng i å klassifisere investeringstjenestene i henhold til tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven av 1997, og i Rt. 2013 s. 388 anvendte retten Rt. 2012 s. 1926 uten å kommentere bankens rolle som utsteder. Kontraktsrettslig ligger fokus på risikofordelingen i investeringsavtalene og i dette henseende er det liten forskjell mellom de ulike investeringstjenestene ettersom verdipapirforetaket uansett vil være motpart og realdebitor. I alle tilfeller er det verdipapirforetaket som søker å oppnå en fortjeneste ved inngåelse av investeringsavtalen i form av en salgspris som overstiger innkjøpsprisen⁹, og foretaket har derfor i utgangspunktet de samme insentiver som en alminnelig selger. Likevel vil kundenes mer eller mindre berettigede forventninger om at verdipapirforetaket ivaretar deres interesser føre til en særegen fordeling av risikoen.¹⁰

Kravene til god forretningsskikk i vphl. § 10-11 har en regulativ funksjon, og det er dermed ikke gitt at de har privatrettslig betydning. Høyesterett har derimot tillagt de offentligrettslige reglene om god forretningsskikk stor vekt ved fastleggelsen av verdipapirforetakenes privatrettslige ansvar. Dette innebærer at eventuelle endringer i den offentligrettslige god forretningsskikk-standarden vil skape privatrettslige ringvirkninger. I denne oppgaven gis det en oversikt over disse reglenes innvirkning i et avtalerettslig perspektiv hvor det underliggende spørsmålet er hvem av partene som må bære risikoen for kjøpers manglende forståelse av produktet. Dette spørsmålet er relevant for de fleste typer transaksjoner og er nært knyttet til lojalitetsprinsippet. Et sentralt poeng i denne avhandlingen er at de omfattende informasjonspliktene i god forretningsskikk-standarden jfr. vphl. § 10-11 medfører en forsterkning av lojalitetsprinsippet i avtaleforholdet mellom verdipapirforetak og deres kunder. Drøftelsen er

⁶ Ibid § 10-11 (1) som omhandler verdipapirforetakets "virksomhet"

⁷ Rt. 2012 s. 1926 (2)-(10)

⁸ Rt. 2012 s. 355 (4), Rt. 2013 s. 388 (4)

⁹ Ofte omtalt som "spread"

¹⁰ Kjørven (2014) s. 243-258

spisset mot verdipapirforetakenes ansvar på rettsfakta-siden i den prekontraktuelle fasen, og det avgrenses mot lojalitetsplikten under utførelsen av kontrakten.

Forbrukerkjøpslovens regler blir ikke behandlet i det følgende. Oppgaven tar sikte på å fremheve lojalitetsprinsippets betydning i kommersielle kontrakter, hvor det tradisjonelle syn har vært at lojalitetsprinsippet spiller en svakere rolle og hvor også skillelinjen mellom civil law og common law har blitt sett på som markant. Oppgaven omfatter derimot kunder i form av små- og mellomstore bedrifter, kommuner, samt næringsdrivende privatpersoner. For slike kunder vil ofte tillitsaspektet i transaksjonene gjøre seg gjeldende på samme måte som for forbrukere i den grad de mangler de nødvendige forutsetninger for å foreta selvstendige vurderinger, og av den grunn vil rettspraksis som omhandler bruk av avtaleloven § 36 på investeringsavtaler med forbrukere likevel være relevant.

I hoveddelen vil vi først se på den regulatoriske informasjonsplikten slik den er formulert i verdipapirhandelloven på bakgrunn av MiFID (del 2). Deretter vil vi ta for oss informasjonsplikten i norsk privatrett slik den nå må forstås på bakgrunn av de nye kravene til god forretningsskikk (del 3). Etter å ha etablert grensene for informasjonsplikten i norsk rett vil vi så se på informasjonsplikten i engelsk rett og drøfte hvilke endringer MiFID vil føre til (del 4). I del 5 vil jeg utforme en endelig konklusjon på spørsmålet om i hvilken grad den kontraktsrettslige informasjonsplikten endres til å medta sterkere lojalitetsbetraktninger samt i hvilken grad MiFID gjennom sin innvirkning på engelsk og norsk privatrett kan bidra til å skape et harmonisert privatrettslig investorbeskyttelsesregime og hvorvidt dette indikerer en kongruens mellom norsk og engelsk rett hva angår informasjonsplikten og lojalitetsprinsippets rolle i finansielle transaksjoner.

1.3 Verdipapirhandellovens skille mellom rådgivning og andre investeringstjenester samt den privatrettslige betydningen av dette: rådgivning eller salg av finansielle instrumenter?

De regulatoriske krav som stilles til verdipapirforetakene oppstiller klare skiller mellom på den ene siden, rådgiverrollen og aktiv forvaltning, og på den andre siden, andre investeringstjenester.

MiFID artikkel 19 (4) krever at verdipapirforetaket i tilfeller hvor det tilbys "investment advice or portfolio management", skal innhente informasjon om en rekke forhold for å kunne vurdere hvilke produkter som er egnet for kunden («suitability test»). Hvor det tilbys "investment services other than those referred to in paragraph 4", følger det av femte ledd at verdipapirforetaket bare skal foreta en vurdering av om produktene er "appropriate", hensett til investors risikoforståelse.

Et tilsvarende skille finner vi da naturlig nok i vphl. § 10-11, hvor verdipapirforetaket plikter å foreta en egnethetstest der det tilbys "investeringsrådgivning eller ... aktiv forvaltning" jfr. § 10-11 (4), mens verdipapirforetakets plikter "ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning" består i å foreta undersøkelser som "skal sette det i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller ... produktet er hensiktsmessig for vedkommende" jfr. § 10-11 (5) hensett til kundens erfaring kunnskap og erfaring.

Oppgavens tema er inngåelse av investeringsavtaler vedrørende finansielle instrumenter. Det blir i denne sammenheng nødvendig å tolke verdipapirlovens tjenestekategorier i § 2-1 for å kartlegge hvilke regulatoriske krav som oppstilles ved slike transaksjoner. Den rettslige problemstillingen er følgelig om avtaler om kjøp og salg av slike finansielle instrumenter vil kunne regnes som "investeringsrådgivning" ifølge vphl. § 2-1 (1) nr. 5 jfr. § 2-4 (1).

Investeringsrådgivning er i vphl. § 2-4 (1) definert som en "personlig anbefaling til kunde". Michaelsen fremholder at denne definisjonen kan medføre en vanskelig avgrensning mellom rådgivning og "mottak og formidling av ordre på vegne av kunde" jfr. § 2-1 (1), særlig der en slik meglerrolle innebærer kontakt og formidling av informasjon til kunden.¹¹ Det er spesielt i de tilfellene hvor partene forut for avtaleinngåelsen har utvekslet informasjon at det blir vanskelig å ta stilling til hvilke regulatoriske plikter som skal inntre. Det gjør ikke situasjonen noe enklere at det ofte vil være bankens rådgivere som formidler informasjonen om de finansielle instrumentene til kundene. Likevel er deres stillingsbeskrivelse irrelevant i forhold til skillet i verdipapirhandelloven, og hvorvidt det foreligger rådgivning i verdipapirhandellovens forstand beror på en konkret vurdering av den utvekslede informasjonen.

Etter å ha analysert forarbeidene som peker til kommisjonsdirektiv 2006/73/EF¹² (videre betegnet "gjennomføringsdirektivet"), artikkel 52, hvor det personlige elementet i rådgivningen særlig er fremhevet, konkluderer Michaelsen med at "tjenesteyter må ha tatt stilling til og vurdert den aktuelle kundes konkrete situasjon for at det skal kunne være tale om et personlig råd".¹³ Dette er også i samsvar med tolkningen i sak C-604/11¹⁴ hvor EU-domstolen pekte på at personlige anbefalinger må fremsettes med grunnlag i den enkelte persons stilling. Alminnelig beskrivelse av produktene i en salgssituasjon vil dermed ikke utgjøre "investeringsrådgivning", men i gjennomføringsdirektivet presiseres det at generelle anbefalinger vil kunne

¹¹ Michaelsen (2014) note 29

¹² Kdir 06/73 EF

¹³ Michaelsen (2014) note 29

¹⁴ Sak C 604/11 Genil 48, S.L. og Comercial Hosteleria de Grandes Vinos, S.L mod Bankinter SA og Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA

rammes av de konkrete informasjonspliktene som gjelder andre investeringstjenester jfr. MiFID artikkel 19.¹⁵ Allikevel vil vi se at verdipapirhandelloven samt MiFID oppstiller krav om individuelle vurderinger ved tilbydelse av andre investeringstjenester, og dette bidrar til å utdeliggjøre skillet. Resultatet av en slik hensiktsmessighetstest vil derimot være en eventuell advarsel, og således ikke utgjøre en "anbefaling" jfr. vphl. § 2-4 (1).

En flytende grense mellom det som kan karakteriseres som alminnelig salgsinformasjon og rådgivning i verdipapirhandellovens forstand er ikke spesielt for finansielle transaksjoner. Produkters kompleksitet medfører ofte at kjøper i varierende grad vil basere sin beslutning på informasjon gitt av selgeren. Som Færstad påpeker, vil rådgivningsaspektet ofte ha en fremtredende rolle i slike transaksjoner.¹⁶ Denne særegenheten ved slike transaksjoner kombinert med den flytende grensen gjør det problematisk å subsumere i forhold til vilkårene i vphl. § 2-4 (1).

Selv om grensen er uklar kan vi konkludere med at den personlige karakteren av anbefalingene vil veie tungt, og at dette i praksis vil utgjøre skillelinjene mellom "investeringsrådgivning" jfr. § 2-4 (1) og "andre investeringstjenester" jfr. § 2-4 (1) nr. 1-3 samt 6-7. Investeringssavtaler vedrørende kjøp av spare- og investeringsprodukter er derfor i utgangspunktet ikke "investeringsrådgivning", men der bankens representanter går langt i å utforme personlige anbefalinger til kundene vil det etter omstendighetene kunne falle innunder denne definisjonen.

I privatrettslig sammenheng har domstolene tidligere inntatt et atskillig mer uklart standpunkt hva gjelder skillet mellom rådgivning og andre investeringstjenester. Høyesterett la i Rt. 2012 s. 355 Til grunn at "Avtaleforholdets egenart står ... sentralt ved vurderingen".¹⁷ I Rt. 2013 s. 388 ble tilstedeværelsen av rådgivning fra bankens side ikke kommentert av Høyesterett, men dette momentet var heller ikke påberopt av partene. Flertallets votum i Rt 2012 s. 355 tillegger ikke tilstedeværelsen av rådgivning noen eksplisitt vekt. Endresen uttaler derimot i sin dissens at forarbeidene til avtl. § 36 "gir klar støtte for at også bankens posisjon som rådgiver ... er forhold som vil være relevante ved den samlede vurdering"¹⁸.

Høyesterett anlegger derfor et mer helhetlig perspektiv uten å operere med et tilsvarende skille som i nåværende verdipapirhandellov.

¹⁵ Kdir 06/73 EF (81)

¹⁶ Færstad (2014) s. 2

¹⁷ Rt. 2012 s. 355 (56)

¹⁸ Ibid (145)

Rådgivning var ikke klassifisert som en investeringstjeneste i verdipapirhandelloven av 1997, og dette gjenspeiles i rettspraksis samt bransjepraksis fra den tiden. Bankansatte som solgte strukturerte spareprodukter ble ofte titulert rådgivere, men opererte samtidig i gråsonen mellom alminnelig salg og det som i dag ville gått innunder definisjonen av "investeringsrådgivning" jfr. vphl. § 2-4. Et beskrivende eksempel er Høyesteretts redegjørelse for omstendighetene ved avtalens inngåelse i Rt. 2012 s. 355; "I de møtene Halvor og Lognvik hadde med sin rådgiver i Storebrand, fremholdt imidlertid denne at hun trodde på oppgang, og på at investeringen ville gi gevinst".¹⁹ En slik uttalelse ville nok anses som en "personlig anbefaling" etter någjeldende vphl. § 2-4, men kundens oppfatning kan nok likeledes ha vært at det dreide seg om et råd, da det ble gitt av en rådgiver i inneværende situasjon.

Investeringsavtaler om ordreforiming og tilrettelegging vil sjeldent inneholde klare rådgivningsplikter, da dette er noe som eventuelt reguleres i rådgivningsavtalene. Det er likevel ikke til å komme utenom at disse også i seg selv innehar elementer fra både kjøpskontraktene og rådgivningskontraktene.²⁰ Dette skyldes bla. den store mengden av informasjonsasymmetri og kompleksiteten av produktene som nødvendiggjør forklarende beskrivelser fra verdipapirforetakets side. En viktig forskjell er derimot at en avtale om rådgivning medfører en hovedforpliktelse til å ivareta kundens interesser, mens en investeringsavtale har som formål å eksponere kunden for den forhåndsbestemte risiko og avkastningsmuligheter. Hovedforpliktelsene er derfor i utgangspunktet vidt forskjellige.

Vi ser at endringene som verdipapirhandelloven har medført vedrørende skillet mellom rådgivning og andre investeringstjenester står i kontrast til Høyesteretts fremgangsmåte i fastleggelsen av den kontraktsrettslige informasjonsplikten. Skillet harmonerer heller ikke helt godt med verdiforetakenes praksis, der foretakenes representanter tituleres som rådgivere samtidig som de ofte oppnår provisjon ved salg av finansielle produkter og i realiteten opptrer som selgere.²¹

1.4 Profesjonsansvarets betydning

Verdipapirforetakets plikter ovenfor sine kunder vil ofte plasseres innunder betegnelsen "profesjonsansvar"²², og det bør derfor knyttes noen korte bemerkninger til hvorvidt dette får betydning for vår inneværende analyse.

¹⁹ Rt. 2012 s. 355 (70)

²⁰ Færstad (2014) s. 4

²¹ Kredittilsynet (2008) s. 44

²² Se eks. Hagstrøm (2010) s. 62

Hagstrøm fremholder at spørsmålet om en opplysningsplikt uaktsomt er tilsidesatt ved vurdering av profesjonsansvaret stort sett vil sammenfalle med "de tilsvarende spørsmål ved fastleggelsen av hovedforpliktelsens innhold og plikten til å gi opplysninger".²³ For kontrakter inngått "i næring vil en ved spørsmålet om kontraktens krav er oppfylt på en aktsom måte, måtte ta utgangspunkt i en profesjonell vurdering. Denne vil gjennomgående være streng".²⁴ I Rt. 2000 s. 679, som omhandlet uaktsom rådgivning gitt av en finansrådgiver, fremholdt Høyesterett at "norsk rett bygger på et strengt, ulovfestet uaktsomhetsansvar for profesjonsutøvere".²⁵

I erstatningsrettslig sammenheng, hvor avviket fra forsvarlig handlemåte som regel vil være ansvarsbetingende, vil eventuelle brudd på yrkesnormen være avgjørende for hvem av partene som skal ha ansvaret for formuestapet.²⁶ Færstad fremholder at norsk rett ikke har tradisjon for å omtale "en kontraktsparts eventuelle erstatningsansvar for feilopplysninger i forbindelse med inngåelse av en salgsavtale som profesjonsansvar" og anser det uheldig at Høyesterett i Rt. 2012 s. 1926 anvender profesjonsansvaret parallelt med selgers informasjonsplikter i kjøpsloven og forbrukerkjøpsloven.²⁷ Likevel taler Lødrup om en omsorgsplikt bestående i en handleplikt som kan følge av en "avtalemessig bakgrunn".²⁸ Videre bruker også Lødrup profesjonsansvaret som eksempel på at "den erstatningsrettslige systematikk ikke kan holde vannrette skott mot de skadetilfeller hvor det er kontraktsrettslig forbindelse mellom partene"²⁹ og trekker frem Rt. 2003 s. 400 som et eksempel på hvor avvik fra den forsvarlige yrkesutøvelse betinget ansvar.³⁰

Følgene av at verdipapirforetakets privatrettslige informasjonsplikter faller innunder betegnelsen profesjonsansvar er at eventuelle avvik fra profesjonsnormen må bedømmes strengt. I dette tilfellet er profesjonsnormen for ansatte i verdipapirforetaket ved inngåelse av investeringsavtaler utpenslet i verdipapirhandelloven § 10-11, hvilket taler for å tillegge bestemmelsen ytterligere vekt ved fastleggelsen av de privatrettslige informasjonspliktene. Som vi vil se i pkt. 3.4 kan dette bidra til å forklare Høyesteretts betydelige vektlegging av verdipapirhandelloven ved vurderingen av informasjonspliktens omfang.

²³ Hagstrøm (2011) s. 475-476

²⁴ Ibid s. 468

²⁵ Rt. 2000 s. 679 (s. 688)

²⁶ Se Lødrup (2007) s. 103 samt Truyen (2007) s. 103

²⁷ Færstad (2013) s. 327

²⁸ Lødrup (2009) s. 168

²⁹ Ibid s. 170

³⁰ Ibid s. 172

2 Informasjonsplikten etter Verdipapirhandelloven og MiFID

2.1 Oversikt

2.1.1 Kort om MiFID

MiFID er et EU-direktiv som ble vedtatt og inntatt i EØS-avtalen i 2005 ved EØS-komiteens beslutning.³¹ MiFID setter investorbeskyttelse som et av sine hovedmål³², og grunnpilaren i denne beskyttelsen kan finnes i direktivets artikkel 19 som bla. omhandler verdipapirforetakets informasjonsplikter. MiFID er under revurdering, og er ventet å bli erstattet av MiFID II i fremtiden.³³

Tilhørende til MiFID er gjennomføringsdirektivet³⁴ som supplerer MiFIDs investorbeskyttelse ved å konkretisere verdipapirforetakenes plikter etter MiFID. Gjennomføringsdirektivet er inntatt i EØS-avtalen ved Kommisjonsforordning nr. 1287/2006 og er gjennomført i norsk rett gjennom forskrifter - hovedsakelig verdipapirforskriften.

MiFID ligger til grunn for verdipapirhandelloven av 2007. Det følger av NOU 2006: 3 at verdipapirhandelloven gjennomfører MiFID-direktivet³⁵, og mer konkret at vphl. § 10-11 er ment å tilsvare MiFID artikkel 19 og de kravene som der stilles til god forretningsskikk³⁶, samt at utfyllende krav til gjennomføring av direktivet skal kunne gis i forskrift.³⁷ Presumsjonsprinsippet gjelder ved tolkningen av verdipapirhandelloven og dette gir MiFID samt gjennomføringsdirektivet en særlig vekt. MiFID forbyr "goldplating", og er således et fullharmoniseringsdirektiv.³⁸ Grunnet dette vil vi vie MiFID og gjennomføringsdirektivet stor oppmerksomhet i det følgende, og funnene vil ha overføringsverdi til del 4 som omhandler informasjonspliktens utvikling i engelsk rett.

Overtredelse av vphl. § 10-11 medfører ikke i seg selv privatrettslige sanksjoner for verdipapirforetaket, men kan medføre dagmulkt jfr. § 17-1, vinningsavståelse til staten jfr. § 17-2,

³¹ EØS-komiteen, Beslutning nr. 26/2005

³² EP/Rdir 04/39 EF (2)

³³ MiFID II (EP/Rdir 14/65) er oppfølgeren til MiFID og søker å oppnå en enda høyere grad av investorbeskyttelse. Medlemsstatene har frist til å inkorporere direktivet innen 3. januar 2017 jfr. art 93 nr. 1.

I forhold til de konkrete informasjonspliktene viderefører MiFID II i all hovedsak de samme pliktene som følger av MiFID I. MiFID II søker å tette smutthull i MiFID I regelverket, og presumerer derfor ikke å medføre grunnleggende endringer i de konkrete informasjonspliktene.

³⁴ Kdir 06/73 EF

³⁵ NOU 2006: 3 s. 13

³⁶ Ibid s. 81 samt Ot. Prp nr. 34 (2006-2007) s. 436

³⁷ NOU 2006: 3 s. 81

³⁸ Tyrhaug (2008) s. 161

overtredelsesgebyr og straff jfr. §§ 17-3 og 17-4. Videre vil systematiske brudd kunne medføre tilbakekall av tillatelse jfr. § 9-4. Den regulatoriske investorbeskyttelsen fremstår derimot som en fattig trøst for den enkelte investor som lider tap grunnet verdipapirforetakets manglende overholdelse av disse reglene. Etter å ha gjennomgått de enkelte informasjonspliktene i det følgende vil vi derfor i neste del ta for oss de privatrettslige virkningene av disse pliktene.

2.1.2 Innledningsvis om kundeklassifisering og graden av profesjonalitet

Utgangspunktet er at investorbeskyttelsen i § 10-11 (2) gjelder overfor alle "kunder". Begrepet "kunde" i verdipapirhandellovens forstand er ikke definert, og må således etter ordlyden undergis en vid tolkning. Dermed omfattes alt fra forbrukere til institusjonelle investorer. Verdipapirforskriften og MiFID oppstiller derimot en tredeling basert på kundens erfaringer og kunnskap som får betydning for informasjonspliktens omfang.

Fokus for denne oppgaven er såkalte ikke-profesjonelle kunder som i fravær av definisjon i rammeverket må regnes som alle kunder som ikke faller innunder betegnelsen "profesjonelle kunder" eller "kvalifiserte motparter" jfr. verdipapirforskriften § 10-2 og vphl. § 10-14 (2). For det første vil da en stor mengde kommersielle foretak regnes som ikke-profesjonelle kunder ettersom definisjonene "profesjonelle kunder" og "kvalifiserte motparter" bare rammer en håndfull norske virksomheter utenom finanssektoren.³⁹ Videre vil alle privatpersoner implisitt regnes som ikke-profesjonelle kunder, da definisjonene for "kvalifiserte motparter" og "profesjonelle kunder" innehar elementer som ikke privatpersoner kan inneha. Hvorvidt privatpersonen opptrer som ledd i næringsvirksomhet eller ikke, er irrelevant.

I den videre drøftelse vil vi se på to hovedsider av informasjonsplikten ved ordreformidling og tilrettelegging; verdipapirforetakets plikter til å informere om risiko i markedsføringen (2.2) samt plikten til å foreta hensiktsmessighetstest og til å advare kunden (2.3).

2.2 Plikt til å informere om risiko i markedsføringen

2.2.1 Innledning

Det fremgår av vphl. § 10-11 (2) at verdipapirforetaket skal "gi kunder ... relevante opplysninger i en forståelig form om ... finansielle instrumenter ... herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter ... slik at

³⁹ "Profesjonelle kunder" er jfr. verdipapirforskriften § 10-2 "kvalifiserte motparter", "andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter", samt "juridisk person[er]" som oppfyller minst to av de følgende tre krav: "Regnskapsmessige balanse ... som minst svarer til 20 000 000 euro, ... årlig netto omsetning ... som minst svarer til 40 000 000 euro, ... egenkapital ... som minst svarer til 2.000.000 euro". "kvalifiserte motparter" er positivt angitt i vphl. § 10-14 (2) og omfatter bla. "verdipapirforetak", "kredittinstitusjoner", og "andre finansinstitusjoner".

kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til ... de finansielle instrumentene som tilbys og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning".

Det følger av forarbeidene at bestemmelsen tar sikte på å gjennomføre MiFID artikkel 19.⁴⁰ Etter MiFID artikkel 19 nr. 3 påhviler det verdipapirforetaket en plikt til å gi "appropriate information ... in a comprehensible form to clients ... about ... financial instruments and proposed investment strategies; this should include appropriate guidance on and warnings of the risks associated with investments in those instruments ... so that they are reasonably able to understand the nature and risks of the investment service and of the specific type of financial instrument that is being offered and, consequently, to take investment decisions on an informed basis".

MiFID artikkel 19 nr.3 er dermed i all hovedsak lik vphl. § 10-11 (2). Under vil det gis en nærmere analyse av hvilke konkrete plikter verdipapirforetaket har til å gi kunder informasjon om risikoen ved det finansielle instrumentet.

2.2.2 Tilpasning av markedsføringsmateriale

MiFID fremhever ved flere anledninger at informasjonen om produktet eller tjenesten skal være "appropriate". Vphl. § 10-11 Presiserer at informasjonen skal være "relevant", men sier lite om at informasjonen skal være "passende", som må anses som den korrekte oversettelse til norsk.⁴¹ Dette kan dog forklares med at informasjonen skal gis i en "forståelig form" jfr. vphl. § 10-11 (2) hvilket innebærer at informasjonen må være passende for den kundekrets den er myntet på.

Verdipapirforskriften § 10-9 utpensler også i hvilken grad informasjonen skal tilpasses. Det følger av nevnte bestemmelse at "Alle former for informasjon" skal "være tilpasset kunnskapsnivået til den relevante kundekrets". I gjennomføringsdirektivet artikkel 27 påpekes det at informasjonen skal være "sufficient for, and presented in a way that is likely to be understood by, the average member of the group to whom it is likely to be received", og dette medfører at kravet om at informasjonen skal tilbys i "forståelig form" jfr. vphl. § 10-11 (2) innebærer at verdipapirforetakene må tilpasse informasjonen til den gjennomsnittlige mottaker innen kundegruppen slik at kunden således "i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene".

⁴⁰ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 436

⁴¹ Kirkeby (1993) s. 22

Michaelsen trekker frem bruken av fagtermer som et eksempel hvor verdipapirforetakene ikke nødvendigvis kan presumere at kunden har den nødvendige bakgrunnskunnskap for å forstå betydningen av disse.⁴² Omvendt vil det eksempelvis være med profesjonelle kunder.

2.2.3 Synliggjøring av risiko

De opplysninger som skal gis er "relevante opplysninger ... om ... finansielle instrumenter ... herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter ... slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til ... de finansielle instrumentene som tilbys og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning" jfr. vphl. § 10-11 (2).

Synliggjøring av risiko er altså kjernen i denne plikten. Dette følger for øvrig også av de krav som oppstilles ved at kunden i "rimelig grad" skal være i stand til å "forstå arten av og risikoen" med transaksjonen "og til å fatte en informert investeringsbeslutning". Samtidig bidrar dette kravet til å belyse formålet bak bestemmelsen. Hensett til at informasjonen skal tilpasses, må det naturligvis variere hvilke opplysninger som skal gis. Likevel må den oppfylle visse grunnkriterier.

Både verdipapirhandelloven og MiFID trekker frem "hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko" som elementer i informasjonsplikten. Det dreier seg derimot ikke om samme advarsel som i §10-11 (5), da denne advarselen ikke forutsetter noen forutgående hensiktsmessighetstest ettersom informasjonen typisk vil fremgå i markedsføringsmateriale. Etter verdipapirforskriften § 10-9 (1)(d) skal slike advarsler mv. fremgå på en "klar og tydelig måte". Dersom verdipapirforetaket gir antydninger på en historisk avkastning, må det "gis en klar advarsel om at historisk avkastning ikke er en pålitelig indikator for fremtidig avkastning", og i tilfeller hvor man baserer seg på beløp i annen valuta, må det medtas "advarsel om at avkastningen kan variere som følge av svingninger i valutakursene" jfr. verdipapirforskriften § 10-9(3)(d) og (e). Hvor det angis informasjon om fremtidig avkastning, følger det av forskriftens § 10-9(5)(d) at en tilsvarende advarsel som etter (3)(d) skal gis. Disse kravene implementerer gjennomføringsdirektivet artikkel 27 (4)(d)(e) og (6)(d).

Utover dette blir det et skjønnsspørsmål i hvilken grad verdipapirforetakene har gitt "hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko" jfr. vphl. § 10-11 (2), og de konkrete pliktene nevnt ovenfor er ikke uttømmende. Avgjørende blir da om kunden utfra den informasjonen som ble blitt gitt burde vært i stand til å forstå risikoen.

⁴² Michaelsen (2014) note 268

Ifølge verdipapirforskriften § 10-9 (b) kan ikke informasjonen "fremheve potensielle fordeler med en investeringstjeneste eller et finansielt instrument uten også å gi balansert informasjon om relevant risiko". Dette er et utslag av prinsippet om at informasjonen skal være "korrekt, klar og ikke villedende" slike det kreves etter vphl. § 10-11 (3). Etter MiFID artikkel 19 (2) må all informasjon være "fair, clear and not misleading". De kravene som her settes til å påse at informasjonen som gis er nøktern og avbalansert fører til at verdipapirforetakene ikke fritt kan skryte produktet opp i skyene, men må ta hensyn til kundens interesser i salgsfasen, og da særlig det faktum at mange kunder vil bruke salgsinformasjonen som viktige premisser i sin beslutning.

2.2.4 Angivelse av markedsføringsinformasjon

Det kreves jfr. vphl. § 10-11 (3) at "Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan". Etter MiFID artikkel 19 (2) følger det at "Marketing communications shall be clearly identifiable as such". Dermed søker MiFID å synliggjøre for kunden den risikoen som påløpes ved å ikke selvstendig vurdere de fremlagte beregninger. En slik angivelse fører derfor til at aktørene får et mer bevisst forhold til sontringen mellom markedsføringsinformasjon og annen informasjon slik som rådgivning. Michaelsen fremholder at en slik opplysningsplikt gir kunden en bakgrunnskunnskap som setter vedkommende i stand til å vurdere i hvilken grad han vektlegger det foreliggende materiale.⁴³ Risikoen ved å støtte seg utelukkende på slike uttalelser blir dermed synliggjort for kunden, i motsetning til tidligere, hvor skillet mellom rådgivning og salg var atskillig mer uklart.

Det kan være interessant å bemerke at også med vphl. § 10-11 (3) vil kravene gjelde ovenfor profesjonelle kunder. Det kan nok spørres om ikke de i de fleste tilfeller vil være godt rustet til å bedømme informasjonen på selvstendig basis, og om de virkelige behøver den investorbeskyttelse som MiFID her oppstiller. Uansett vil dette neppe utgjøre noen stor ulempe for verdipapirforetakene, siden det uansett vil være kostnadsbesparende å ha en fast praksis om formidling av informasjon i motsetning til å differensiere i hvert enkelt tilfelle.

2.3 Frarådningsplikten

2.3.1 Innledning

Etter vphl. § 10-11 (5) og MiFID artikkel 19 (5) er verdipapirforetaket forpliktet til å foreta en hensiktsmessighetstest hvor verdipapirforetaket skal vurdere om det forespeilede produktet eller investeringstjenesten er hensiktsmessig for kunden. Dersom dette ikke er tilfellet, må verdipapirforetaket advare kunden mot å inngå transaksjonen. Hensiktsmessighetstesten er en

⁴³ Michaelsen (2014) note 270

nødvendig forløper for en eventuell advarsel, og spørsmålet om hensiktsmessighet må også ses i sammenheng med kvaliteten på den informasjonen som gis jfr. § 10-11 (2), som beskrevet over. I det følgende vil det redegjøres for disse to elementene i frarådningsplikten i verdipapirhandelloven.

2.3.2 Hensiktsmessighetstesten

Det fremgår av vphl. § 10-11 (5) at verdipapirforetaket skal "søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde" slik at foretaket skal settes "i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for vedkommende". Bestemmelsen svarer til MiFID artikkel 19 (5) hvor verdipapirforetaket skal samle tilsvarende informasjon for å kunne vurdere om produktet eller tjenesten er "appropriate".

Hensett til den informasjonen som verdipapirforetaket er pliktig til å innhente, forstås "hensiktsmessig" her som at kunden vil være i stand til å vurdere risikoen med å inngå i transaksjonen. Verdipapirforetakets plikt til å innhente informasjon her strekker seg nemlig bare til "kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde". Dermed skiller denne hensiktsmessighetstesten seg fra egnethetstesten i § 10-11 (4), hvor også kundens finansielle situasjon og investeringsmål må kartlegges – noe som er naturlig da rådgivningselementet ikke er av samme karakter i situasjonene som § 10-11 (5) omfatter. Videre har verdipapirforetaket etter § 10-11 (5) bare en plikt til "å søke å innhente", men dette medfører i praksis liten forskjell fra resultatforpliktelsen i § 10-11 (4).

At verdipapirforetakets ansvar for kundens forståelse av risikoen er det sentrale ved hensiktsmessighetstesten i § 10-11 (5) bekreftes videre i verdipapirforskriften, hvorav § 10-17 forespeiler at hensiktsmessighetstesten skal sette verdipapirforetaket i stand til å kunne "ta stilling til om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det etterspurte eller tilbudte produktet eller den aktuelle investeringstjenesten". Forskriftsbestemmelsen implementerer gjennomføringsdirektivet artikkel 36 som lyder tilsvarende.

2.3.3 Plikten til å advare

Plikten til å advare kunden oppstår der produktet eller investeringstjenesten ikke er "hensiktsmessig for vedkommende" jfr. vphl. § 10-11 (5). Ifølge MiFID artikkel 19 (5) må foretaket "warn the client or potential client" hvis produktet ikke er "appropriate". Denne advarselen kan gis i et standardisert format jfr. MiFID artikkel 19 (5).

Etter loven oppstår frarådningsplikten når "verdipapirforetaket finner" at produktet ikke er hensiktsmessig for kunden.⁴⁴ Spørsmålet blir da om dette innebærer et fritt skjønn for verdipapirforetakene til selv å vurdere hensiktsmessigheten, eller om dette vilkåret innebærer en plikt for verdipapirforetakene til å fraråde når investeringen objektivt sett måtte anses som "uhensiktsmessig".

Også i verdipapirforskriften § 10-17 tales det bare om at verdipapirforetaket "må ... ta stilling til om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen". Når hensiktsmessighetstesten derimot sammenholdes med MiFIDs sentrale formål om å styrke investorbekymret taler dette mot at § 10-11 (5) legger opp til en fri vurdering. I motsatt fall ville frarådningsplikten vært illusorisk. På bakgrunn av dette kommer jeg derfor til at vphl. § 10-11 (5) må tolkes til å inneholde et krav om at verdipapirforetaket foretar en aktsom vurdering av produktets hensiktsmessighet.

2.3.4 Unntak fra frarådningsplikten

Ettersom kundens forståelse av risikoen er det sentrale, oppstilles det enkelte unntak fra frarådningsplikten der produktene er av en mindre kompleks karakter, og hvor verdipapirforetakets rolle har meget begrensede elementer av rådgivning. Det følger av vphl. § 10-11 (6) at femte ledd ikke gjelder ved investeringstjenester "som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre" som gjelder aksjer i regulert marked, "pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter uten derivatelementer, UCITS eller andre ikke-komplekse finansielle instrumenter" hvor tjenestene ytes på kundens initiativ. I verdipapirforskriften § 10-19 defineres ikke-komplekse finansielle instrumenter som finansielle instrumenter som "ikke omhandles av verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 4 eller annet ledd nr. 3". Vphl. § 2-2 (1) nr. 4 omhandler "derivater", og (2) nr. 3 omhandler "alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge" aksjer, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter samt depotbevis for disse. Sistnevnte kategori betegnes normalt som opsjoner. Ettersom opsjoner og derivater regnes som komplekse finansielle instrumenter, medfører dette at unntaket i vphl. § 10-11 (6) i praksis blir meget snevert. Jeg finner det derfor ikke formålstjenlig å gjennomgå de videre vilkårene for at unntaket skal komme til anvendelse, og presiserer at nevnte unntak er identisk med unntakene i MiFID artikkel 19 (6) jfr. gjennomføringsdirektivet artikkel 38 og Annex 1 til MiFID.

3 Informasjonsplikten etter norsk privatrett

3.1 Problemstillingen

⁴⁴ Jfr. vphl. § 10-11 (5)

Informasjonsplikt er ikke et privatrettslig begrep. I denne sammenhengen vil jeg likevel bruke betegnelsen på situasjoner hvor et verdipapirforetak har en plikt til å informere avtalemotparten i en investeringsavtale om visse forhold, og hvor manglende utførelse av denne plikten pådrar verdipapirforetaket privatrettslig ansvar overfor avtalemotparten. I privatrettslig sammenheng rubriseres denne problemstillingen ofte under terminologien opplysningsplikt.⁴⁵

Et slikt ansvar vil som regel bare gjøres gjeldende der investeringsavtalen har vært et tapsbringende prosjekt. Kjøper vil rent praktisk ønske å stilles som om kjøpet ikke ble inngått og ettersom verdipapirhandelloven ikke gir private parter krav mot verdipapirforetaket når foretaket bryter lovens krav, vil kravene da måtte baseres på privatrettslige rettsgrunnlag. Dette er for såvidt også forutsatt i verdipapirhandelloven hvor det følger av § 12-3 at "de alminnelige regler om avtalers gyldighet" gjelder ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. I det følgende vil vi gi en oversikt over hvordan de offentligrettslige kravene til god forretningsskikk virker inn på denne vurderingen.

3.2 Rettslig grunnlag for å oppstille en informasjonsplikt

Det klare utgangspunkt i norsk rett er at hver av partene bærer risikoen for sine egne forutsetninger.⁴⁶ Det følger av avtalefrihetsprinsippet at partene bare forplikter seg til det som er avtalt⁴⁷, og unntak fra dette i form av en informasjonsplikt behøver således rettslig begrunnelse.

Lovgiver har fastsatt en rekke rettslige grunnlag som kan hjemle en informasjonsplikt for verdipapirforetakene ved inngåelsen av investeringsavtaler. Avtalelovens regler om ugyldighet og avtalerevisjon etter §§ 33 og 36 vil komme til anvendelse.⁴⁸ Videre gjelder kjøpsloven "kjøp for så vidt ikke annet er fastsatt i lov" jfr. § 1. Ifølge kjl. § 2 vil det kunne spørres om tjenesteelementet i enkelte tilfeller "utgjør den overveiende del av" verdipapirforetakets forpliktelser slik at loven likevel ikke kommer til anvendelse der det dreier seg om ordreformidling eller tilrettelegging. Skulle dette være tilfellet, vil man likevel kunne forankre verdipapirforetakenes informasjonsplikt i alminnelige kontraktsrettslige prinsipper som i all hovedsak er kodifisert i kjøpsloven, og resultatet blir da det samme. Videre vil en informasjonsplikt etter omstendighetene også kunne oppstå på andre privatrettslige grunnlag slik som eksempelvis krav om erstatning utenfor kontrakt eller ved ulovfestede regler om lojalitet i kontraktsforhold jfr. Rt. 1984 s. 28 og Rt. 1995 s. 1460.

⁴⁵ Se eks. Hov (2009) s. 38, samt Woxholth (2011) s. 266, mens Hagstrøm betegner dette vekselvis "opplysningsrisiko" og "opplysningsplikt" i Hagstrøm (2011) s. 72 og 152

⁴⁶ Hagstrøm (2011) s. 154

⁴⁷ Giertsen (2012) s. 6

⁴⁸ Se Ot. Prp. nr. 5 (1982-1983) pkt. 3.2 hvor både avtl. §§ 33 og 36 nevnes som unntak fra avtalefriheten

I Rt. 2012 s. 1926 som gjaldt salg av finansielle produkter til en rekke kunder ble det gjort gjeldende krav på heving etter forbrukerkjøpsloven og kjøpsloven, erstatning etter skadeserstatningsloven § 2-1, samt ugyldighet jfr. avtaleloven § 33 og 36. Det "sentral[e] spørsmål i saken ... [var] om banken i tilstrekkelig grad har informert om muligheten for at notene kunne bli terminert på grunn av verdifall i markedet".⁴⁹ Etter en kort fremstilling av de tre forskjellige vurderingstemaene, uttalte Høyesterett at "Selv om rettsgrunnlagene er forskjellige er det grunnleggende spørsmålet altså det samme – nemlig om kundenes tap kan føres tilbake til mangelfull eller villedende informasjon fra bankens side".⁵⁰

Høyesteretts overordnede fremgangsmåte kan forklares med at alle de nevnte rettsgrunnlagene for å oppstille en informasjonsplikt har sin forankring i lojalitetsbetraktninger. Rettsgrunnlagene gir anvisning på konkrete skjønsmessige avveininger mellom avtalefrihetsprinsippet på den ene siden og lojalitetsprinsippet på den andre siden hvor det avgjørende er i hvilken grad disse prinsippene gjør seg gjeldende i den enkelte sak. Dette innebærer også at eventuelle ansvarsfraskrivelser bare vil utgjøre momenter som taler mot en informasjonsplikt, og verdipapirforetakene kan ikke reservere seg mot en informasjonsplikt i den grad denne oppstilles i medhold av avtl. § 36 eller andre preseptoriske regler.

I det videre vil vi følge Høyesteretts overordnede fremgangsmåte og dermed avgjøre verdipapirforetakenes informasjonsplikt utfra problemstillingen om det foreligger "mangelfull eller villedende informasjon" jfr. Rt. 2012 s. 1926 ved å se på i hvilken grad lojalitetsprinsippet samt de kravene som følger av vphl. § 10-11 kan begrunne en informasjonsplikt for verdipapirforetaket.

3.3 Lojalitetsprinsippet

3.3.1 Lojalitetsprinsippets innhold

Lojalitetsprinsippet har ikke et klart avgrenset innhold, og bærer preg av å være en rettslig standard. Nazarian definerer lojalitetsplikten til å innebære at partene har "en viss plikt til å ta rimelig hensyn til og ivareta den annen parts interesser".⁵¹ I Knophs oversikt karakteriseres lojalitetsplikten som et "lojalitetskrav" hvorav partene til en viss grad må ta hensyn til hverandres interesser, selv når dette vil medføre en ulempe for kontraktspartene selv.⁵² Lojalitets-

⁴⁹ Rt. 2012 s. 1926 (40)

⁵⁰ Ibid (48)

⁵¹ Nazarian (2007) s. 29

⁵² Lilleholt (2014) s. 263

prinsippet spiller en avgjørende rolle for verdipapirforetakenes privatrettslige informasjonsplikt.

Et eksempel som ofte brukes for å illustrere lojalitetsprinsippet i praksis, og som samtidig belyser sammenhengen med informasjonsplikten, er der en kjøper skal kjøpe et hus, men hvor selgeren sitter på informasjon som kjøperen ikke er klar over. I den ene ytterkanten kan det dreie seg om en vissthet om at naboen har fått byggetillatelse til å oppføre et stort bygg som totalt ødelegger utsikten. Her vil nok de fleste anse det som illojalt å ikke informere om dette og den lovfestede lojalitetsstandard i avhendingslova § 3-7 ville sannsynligvis ramme en slik oppførsel. I den andre ytterkantene er det klart at selger ikke behøver å opplyse om alle forhold ved eiendommen – det er bare den illojale oppførsel som sanksjoneres. I et grensetilfelle kommer tilfeller der informasjonen som selgeren sitter på også er tilgjengelig for kjøper. Hvordan forholder det seg dersom naboen har påbegynt byggingen, og kjøper kunne spurt naboen hvor høyt bygget kom til å bli? Hvem må i såfall bære risikoen for kjøpers uvitenhet om forholdet? Dette er igjen et spørsmål om hvorvidt selger har en plikt til å informere kjøper om visse forhold. Svaret avhenger av en balansering mellom på den ene siden de reelle hensyn som taler for avtalefriheten og på den andre siden hensynet til lojalitet i kontraktsforholdet.

I en rekke tilfeller har lovgiver lovfestet situasjonene der partene plikter til å ta hensyn til hverandres interesser utfra en tankegang om lojalitet i kontraktsforhold. Et åpenbart eksempel er tilfeller av svikaktig fortielse jfr. avtl. § 30. Derfra går det en gradvis overgang til mindre opplagte tilfeller. Vurderinger etter avtl. § 36 kan i mange tilfeller illustrere skjæringspunktet mellom lojalitetsbetraktninger og avtalefrihetsprinsippet da bestemmelsens ordlyd åpner for en meget skjønnsmessig vurdering rundt hvorvidt det vil virke "urimelig eller ... i strid med god forretningsskikk å gjøre den gjeldende". avtl. § 36 bygger ikke utelukkende på lojalitetsbetraktninger, men ifølge Hagstrøm vil lojalitetsbetraktninger innvirke på vurderingen av "forholdene ved avtalens inngåelse" jfr. § 36 (2).⁵³ Det samme vil også det samme gjelde partenes opptreden i form av klanderverdig forhold⁵⁴, og brudd på reglene om god forretningsskikk i form av manglende informasjon til kunden vil kunne utgjøre et slikt forhold.

Andre eksempler finnes i avtl. § 33 som regulerer situasjoner hvor den ene parten opptrer i strid med "redelighet eller god tro". I forarbeidene til fkl. § 16 som i all hovedsak er tilsvarende til kjl. § 19(b) med unntak av at terskelen er satt noe lavere, fremgår det at "Prinsippet om partenes opplysningsplikt springer ut av den såkalte lojalitetsgrunnsetningen i kontrakts-

⁵³ Hagstrøm (2011) s. 305

⁵⁴ Ibid

retten".⁵⁵ De lovfestede utslagene av lojalitetsprinsippet bidrar således til å kaste lys over prinsippets innhold.

Videre kommer lojalitetsprinsippet til uttrykk gjennom ulovfestet rett. I Rt. 1984 s. 28 mente Høyesteretts flertall at en avtale om kausjonserklæring var ugyldig "etter avtaleloven § 33, men iallfall vil den rammes av ulovfestede regler om lojalitet i kontraktsforhold"⁵⁶ da banken hadde unnlatt å gi kausjonisten "opplysninger som banken burde forstått måtte være relevante for hans vurdering".⁵⁷

Selv om de enkelte rettsgrunnlagene kan bidra til å konkretisere i hvilke situasjoner lojalitetsprinsippet krever forrang for avtalefrihetsprinsippet vil ofte resultatet ved anvendelsen av disse rettsgrunnlagene bero på en avveining mellom på den ene siden de reelle hensyn som taler for avtalefrihet og på den andre siden hensynet til lojalitet i kontraktsforholdet.

Investeringsavtaler har visse særegenheter som gjør at denne interesseavveiningen kan slå annerledes ut, sammenlignet med det klassiske huskjøp-eksempelet som gitt over. Kjørven betegner verdipapirforetakenes plikter under investeringsavtaler som "tillitsytelser" og trekker en parallell til håndverkertjenester, ettersom kjøper verken på forhånd eller i etterkant kan overskue kvaliteten på ytelsen.⁵⁸ Etter mitt syn er ikke tillitselementet unikt for slike investeringsavtaler, men fremkommer trolig med større kraft i slike avtaler grunnet produktenes kompleksitet og styrkeforholdet mellom partene. Innslaget av tillit kan sies å være et grads-spørsmål; ved kjøp av eksempelvis teknisk utstyr vil vi ofte sette vår lit til en selger med fagkunnskap om produktet på samme måte som investorer gjør med foretakets representanter. Det problematiske er derimot å fastlegge i hvilken grad dette tillitselementet gjennom lojalitetsprinsippet skaper en informasjonsplikt for verdipapirforetaket.

Tradisjonelt har lojalitetsprinsippet stått i en sterkere stilling i kontrakter mellom forbrukere og næringsdrivende, sammenlignet med andre partssammensetninger, eks. næringsdrivende imellom. Næringsdrivende kan i større grad presumeres å være i stand til å ivareta sine egne interesser og likeledes forventer derfor ikke at andre skal gjøre det for dem. Vi kan si at tillitselementet er mindre fremtredende i disse avtalene - partene har normalt ikke berettigede forventninger om at deres interesser vil bli ivaretatt av motparten. Denne oppgaven fokuserer på lojalitetsprinsippets betydning mellom næringsdrivende parter, dvs. kommersielle investere-

⁵⁵ NOU 1993:27 s.57

⁵⁶ Rt. 1984 s. 28 (s. 34)

⁵⁷ Ibid, se også Rt. 1995 s. 1460

⁵⁸ Kjørven (2014) s. 5-6

ringsavtaler og spør hvorvidt reglene om god forretningsskikk i vphl. § 10-11 bidrar til å endre dette tradisjonelle synet.

Et prinsipp om lojalitet i kontraktsforhold har ikke bare vært gjenstand for diskusjon i Norge. I Sverige defineres lojalitetsplikten på samme måte som i norsk teori.⁵⁹ I England og Common Law generelt taler man om et prinsipp om "good faith", hvilket innebærer "a duty to have regard to the legitimate interests of the other party".⁶⁰ Som vist til av Nazarian, uttalte Lord Mansfield i *Carter v Boehm* at "good faith" var "the governing principle applicable to all contracts and dealings"⁶¹, men den etterfølgende rettsutviklingen tenderte til å vektlegge forutberegnelighet og avtalefrihet i en så omfattende grad at prinsippets betydning ble atskillig svekket⁶². Moss fremhever også forutberegneligheten i samband med Englands posisjon som verdens finanssentrum som en forklaring på den noe ensidige vektleggingen av avtalefriheten på bekostning av krav til lojalitet mellom partene.⁶³

Prinsippet om at en part til en viss grad har plikt til å ivareta den annen parts interesser er dermed anerkjent internasjonalt, men innvirker med ulik styrke i de ulike rettssystemene. Moss fremholder at det eksisterer en klar motsetning mellom common law og civil law hva angår vekten som tillegges prinsippet om "good faith" i kommersielle transaksjoner, samt at det selv innen civil law er flerfoldige variasjoner.⁶⁴ Et syn på common law som fornektende til et generelt lojalitetsprinsipp fremgår også av øvrig litteratur⁶⁵.

Man kan derfor oppsummere med at det synes å være en viss enighet om eksistensen og innholdet i lojalitetsprinsippet, men at det foreligger betydelige nasjonale variasjoner hva angår vekten dette prinsippet normalt tillegges.

De ovennevnte definisjonene av lojalitetsplikten inneholder ikke eksplisitte vilkår om at den annen part ikke må kunne ivareta sine interesser selv for at lojalitetsplikten skal utløses. Det kan likevel sies å ligge i det at man skal ta "rimelig hensyn" eller at man til en "viss grad" skal ivareta den annen parts interesser at ikke den annen part er totalt fritatt for ansvar for å ivareta sine egne interesser. Det samme følger av det engelske utgangspunktet, hvor bare "the legiti-

⁵⁹ Munukka (2007) s. 1

⁶⁰ Furmston (2010) s. 373

⁶¹ *Carter v Boehm* (1766) 3 Burr 1905 s. 1910

⁶² Nazarian (2007) s. 151

⁶³ Moss (2010) s. 165

⁶⁴ *Ibid* s. 165-166

⁶⁵ Nazarian (2007) s. 104, Sim (2001) note 81, og Lando (2000) s. 116

mate interests of the other party" er beskyttet.⁶⁶ Lojalitetsprinsippet innebærer en modifikasjon av hovedregelen om at partene selv bærer risikoen for sine egne forutsetninger slik avtalefrihetsprinsippet krever, og det å uavkortet gi forrang til lojalitetsprinsippet i slike tilfeller ville innebære en vesentlig uthuling av avtalefriheten. Som vi vil se i det følgende innehar derimot investeringsavtaler en rekke særtrekk som fører til at denne hovedregelen underlegges vesentlige modifikasjoner.

3.3.2 Lojalitetsprinsippet og informasjonspliktene etter vphl. § 10-11 og MiFID artikkel 19

Tesen i denne oppgaven er at informasjonspliktene som følger av verdipapirhandelloven er mer omfattende enn det som tidligere har vært tilfellet i norsk privatrett og at dette medfører en indirekte styrking av lojalitetsprinsippet i investeringsavtaler mellom kommersielle parter. Jeg vil først redegjøre for sammenhengen mellom lojalitetsprinsippet og informasjonspliktene i vphl. § 10-11 for å underbygge denne påstanden.

Hovedformålet bak verdipapirforetakenes informasjonsplikter etter vphl. § 10-11 samt MiFID artikkel 19 er at kunden "i rimelig grad" skal bli i stand til å "forstå arten av og risikoen knyttet til" de finansielle instrumentene og "således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning".⁶⁷ Dette formålet er i stor grad sammenfallende med lojalitetsprinsippet. Verdipapirforetaket må ivareta kundens interesser, selv hvor dette vil kunne gå på bekostning av verdipapirforetakets interesser. Eksempelvis der investeringsavtalen vil være meget lukrativ for verdipapirforetaket og hvor det å gi den forespeilede informasjonen vil føre til at kunden heller investerer i et mindre inntektsbringende produkt ser vi hvordan informasjonspliktene gir lojalitetsprinsippet gjennomslag på bekostning av avtalefrihetsprinsippet.

Som formålet antyder, beskyttes bare den aktsomme kunden. Informasjonen behøver bare å "i rimelig grad" sette kunden i stand til å forstå risikoen og "således fatte en informert investeringsbeslutning".⁶⁸ Informasjonspliktene medfører dermed ikke at verdipapirforetaket må bære risikoen for enhver uvitenhet på kundens side. I den grad markedsføringsinformasjonen ellers oppfyller kravene vil kunden således måtte bære risikoen for sin manglende forståelse utover dette. Verdipapirforetakets informasjonsplikt begrenses følgelig på samme måte som lojalitetsprinsippet, som bare krever en "rimelig" ivaretagelse av den annen parts interesser.⁶⁹ Europakommisjonens sluttresultat kan forklares med at hensynene som taler for at lojalitetsprinsippet skal oppstille en informasjonsplikt ikke er sterke nok til å begrunne et unntak fra

⁶⁶ Furmston (2010) s. 373

⁶⁷ Jfr. vphl. § 10-11 (2) og MiFID artikkel 19 (3)

⁶⁸ Ibid

⁶⁹ Nazarian (2007) s. 29

hovedregelen om at partene selv bærer risikoen for sine egne forutsetninger i tilfeller hvor kunden kan klandres for sin manglende undersøkelse. En lignende tankegang kan spores i fkl. § 16 (3) hvorav forbrukeren ikke kan gjøre gjeldende mangler som vedkommende "måtte kjenne til ved kjøpet". Som konkret eksempel på at direktivet ikke omfatter all uvitenhet kan nevnes unntaket fra informasjonspliktene ved salg av "ikke-komplekse finansielle instrumenter" jfr. vphl. § 10-11 (6). Her vil ikke kunden ha berettigede forventninger om at verdipapirforetaket påser deres forståelse av risikoen ettersom en alminnelig aktsom kunde må forutsettes å være i stand til å overskue denne selv.

En annen begrensning som kan spores tilbake til lojalitetsprinsippet er de ulike unntakene i informasjonsplikten ovenfor "profesjonelle kunder" og "kvalifiserte motparter".⁷⁰ Disse kundene presumeres å inneha "the experience, knowledge and expertise to make its own investment decisions and properly assess the risks that it incurs".⁷¹ Slike kunder må selv bære risikoen for deres vektlegging av informasjonsmaterialet og kan ikke ha berettigede forventninger om at verdipapirforetaket ivaretar deres interesser. Ifølge prinsippet om "good faith" i engelsk rett er det også bare "legitimate expectations" som anses beskyttelsesverdige.⁷² Disse begrensningene kan forklares med at tillitsaspektet spiller en mindre fremtredende rolle mellom jevnbyrdige parter.

Synliggjøringen av risiko er et hovedelement i verdipapirforetakenes informasjonsplikt. Lojalitetsprinsippet i form av en informasjonsplikt kommer inn med sterkere kraft der det dreier seg om opplysninger som må antas å være vesentlige for den ene part.⁷³ De enkelte risikomomentene som verdipapirforetakene er pliktig til å opplyse om etter verdipapirforskriften vil svært ofte være vesentlige opplysninger ettersom produktets verdi ofte avhenger av disse. Uansett innebærer det at verdipapirforetakene må gi "hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko" at viktige risikomomenter som ikke omfattes av de konkrete pliktene i verdipapirforskriften også må informeres om.

En viktig del av verdipapirforetakenes plikt til å synliggjøre risiko er at dette må gjøres på en klar og objektiv måte. Dette vil ofte kunne gå på bekostning av verdipapirforetakets interesser i den grad en slik objektiv presentasjon vil skremme kundene fra å inngå avtalen, motsatt situasjonen der verdipapirforetaket fritt kan fremheve potensielle fordeler og således "forlokke"

⁷⁰ Se eks. unntakene fra frarådningsplikten overfor profesjonelle kunder jfr. verdipapirforskriften § 10-7 (3) hvorav verdipapirforetaket kan "legge til grunn at profesjonelle kunder har nødvendig erfaring og kunnskap som nevnt i § 10-17" som tilsvarende gjennomføringsdirektivet art 36. Som Kruithof (2011) påpeker på s. 135, innebærer dette i praksis at frarådningsplikten ikke gjelder overfor profesjonelle kunder.

⁷¹ EP/Rdir 04/39 EF Annex II

⁷² Furmston (2010) s. 373

⁷³ Se eks. kjl. § 19(1)(b)

kundene til å investere. I tillegg må verdipapirforetakene nå tydelig angi markedsføringsinformasjon.⁷⁴ Giertsen fremhever at lojalitetsprinsippet vil kunne inneholde klarhetskrav til den informasjonen om produktet som gis, og uttrykker at lojalitetsprinsippet krever at "avtalevilkår så vidt mulig må være klart og forståelig formulert".⁷⁵ Denne informasjonsplikten medfører således at verdipapirforetaket i samsvar med lojalitetsprinsippet må ivareta kundens interesser, selv til deres ulempe.⁷⁶ Forklaringen bak verdipapirforetaket informasjonsplikt i slike tilfeller ligger i den tilliten som ikke-profesjonelle kunder normalt legger verdipapirforetakene, noe som fører til en tung vektlegging av lojalitetshensynet.

I forarbeidene til MiFID omtales informasjonspliktene i artikkel 19 som "fiduciary obligations" hvor verdipapirforetakene nå forespeiles en sterkere "fiduciary duty" til å ivareta klientens interesser.⁷⁷ I engelsk rett regnes plikten til å opptre i "good faith" (dvs. lojalitetsplikten) som en "fiduciary" forpliktelse og uttalelsene i forarbeidene synliggjør at også konsipistene har utformet informasjonspliktene med opphav i lojalitetsprinsippet.

Et tydelig eksempel hvor denne "fiduciary duty" i form av en lojalitetsplikt kommer til syne er plikten til å advare kunder dersom produktet ikke anses hensiktsmessig for disse, jfr. vphl. § 10-11 (5) og MiFID artikkel 19 (5). En slik advarsel innebærer at verdipapirforetaket må sette kundens interesser foran sine egne, da en slik advarsel ofte vil føre til at kunden avstår fra å inngå avtalen. En parallell kan her trekkes til frarådningsplikten i finansavtalelovens § 47 som ifølge forarbeidene er en "kodifisering av det som i dag følger av avtaleloven §§ 30, 33 og 36, samt av ulovfestede rettsregler om lojalitetsplikt i kontraktsforhold".⁷⁸

Som vi ser medtar informasjonspliktene i vphl. § 10-11 en rekke aspekter ved lojalitetsprinsippet. I det følgende vil vi se på hvilken betydning dette får for omfanget av verdipapirforetakenes privatrettslige lojalitetsplikt ved inngåelsen av kommersielle investeringsavtaler.

3.4 Utgangspunktet for vurderingen – vektleggingen av verdipapirhandelloven

Ofte har verdipapirforetakenes informasjonsplikt vært drøftet på bakgrunn av avtl. § 36. Det følger av bestemmelsen at en avtale kan settes helt eller delvis til side for så vidt det ville virke "urimelig eller være i strid med god forretningsskikk å gjøre den gjeldende". Bestemmel-

⁷⁴ Se pkt. 2.2.4

⁷⁵ Giertsen (2014) s. 11

⁷⁶ Lilleholt (2014) s. 263

⁷⁷ Europakommisjonen (2006) s. 16

⁷⁸ NOU 1994: 19 s. 54

sen gir angivelse på en konkret skjønsmessig vurdering av kontraktsforholdet samlet sett. Det følger klart av ordlyden at god forretningsskikk vil være et tungtveiende moment. At uoverensstemmelse med "god forretningsskikk" skal tillegges stor vekt følger også av forarbeidene hvor det noteres at "den selvstendige betydning av dette ... kriterium ved siden av urimelighetskriteriet er neppe stor".⁷⁹

For å avgjøre spørsmålet om banken hadde oppfylt sin informasjonsplikt, uttalte Høyesterett i Rt. 2012 s. 1926 at "verdipapirhandellovens bestemmelser om finansforetaks (sic) plikter overfor sine kunder" utgjorde et "hensiktsmessig utgangspunkt" og at "det gjelder selv om overtredelse av verdipapirhandelloven – som er en offentligrettslig lov – ikke automatisk gir avtaleparten et krav mot banken".⁸⁰ Allerede det at Høyesterett finner grunn til å presisere at god forretningsskikk-reglene i verdipapirhandelloven ikke gjelder uavkortet i privatrettslig sammenheng viser hvilken tyngde disse reglene generelt tillegges i slike saker.

Høyesterett har også i en rekke andre tilfeller tillagt verdipapirhandellovens regler stor vekt ved vurderingen av verdipapirforetakenes informasjonsplikt. I Rt. 2013 s. 388 som gjaldt salg av sammensatte spareprodukter til en forbruker uttalte Høyesterett avtalens rimelighet jfr. Avtl. § 36 "må ... ses i sammenheng med verdipapirhandellovens bestemmelser blant annet om informasjonsplikt"⁸¹, hvoretter det ble vist til Rt. 2012 s. 1926 og de sitater gjengitt over. Endresen fremholdt også i sin dissens i Rt. 2012 s. 355 at ved en vurdering av salget av de omstridte indeksobligasjoner var det grunn til å "vise til profesjonsansvaret ved finansiell rådgivning og til noe av den lovregulering som, i erkjennelse av den ubalanse det vil være mellom finansielle institusjoner og den private investor, er gitt for å sikre investorenes interesser".⁸² Brudd på kravene til god forretningsskikk etter verdipapirhandelloven ville "klart nok ikke være avgjørende for om avtaleloven § 36 får anvendelse", men ville utgjøre relevante momenter for vurderingen av om vilkårene i § 36 var oppfylt.⁸³ En forklaring på at Endresen synes å tillegge verdipapirhandelloven noe mindre vekt kan ligge i at Rt. 2012 s. 355 først og fremst omhandlet en vurdering av rimeligheten ved det finansielle produktet i seg selv, og i mindre grad en vurdering av bankens opptreden forut for avtaleinngåelsen. Dette forklarer også hvorfor flertallet ikke kommenterer verdipapirhandelloven.

Også i eldre rettspraksis har verdipapirhandelloven blitt brukt som utgangspunkt ved spørsmål om informasjonsmangler. I Rt. 2003 s. 400 som gjaldt verdipapirforetakets rådgivningsansvar

⁷⁹ Ot Prp. nr. 5 (1982-1983) s. 31

⁸⁰ Rt. 2012 s. 1926 (48)

⁸¹ Rt. 2013 s. 388 (62)

⁸² Rt. 2012 s. 355 (151)

⁸³ Ibid (163)

ved en rekke risikable transaksjoner i en plasseringsportefølje⁸⁴ tok retten utgangspunkt i verdipapirhandelloven av 1985 og kravene til god forretningsskikk som fremkommer der.⁸⁵ Høyesteretts nylige avgjørelser følger derfor opp en etablert praksis.

Som vi ser har reglene om god forretningsskikk slik de fremkommer i verdipapirhandelloven blitt tillagt stor vekt ved vurderingen av om det foreligger manglende informasjon ved inngåelsen av investeringsavtaler.

Dette innebærer at også de nye kravene som følger av vphl. av 2007 må tillegges tilsvarende vekt. Kjørven fremholder at brudd på krav til god forretningsskikk etter vphl. § 10-11 på bakgrunn av forhistorien til avtl. § 36 vil være et "så vidt sentralt moment at det bør tillegges betydelig vekt".⁸⁶ I Finansbankklagenemndas sak FINKN-2014-90 uttalte nemnda enstemmig at vurderingen etter hvorvidt avtalen skulle settes til side etter § 36 i den saken ble "gjort på bakgrunn av de nye krav som ble innført ved ikrafttreddelsen av verdipapirhandelloven 1. november 2007".⁸⁷

Jeg legger derfor til grunn at kravene til god forretningsskikk i vphl. § 10-11 vil måtte tillegges tilsvarende vekt for produkter solgt etter denne lovs ikrafttredelse (1. November 2007). Det ligger implisitt i dette at også verdipapirforskriften må tillegges samme vekt i den grad de bidrar til å utfylle kravene til god forretningsskikk etter vphl. § 10-11 slik det fremgår av § 10-11 (1). Dette samsvarer også med forholdet mellom MiFID og gjennomføringsdirektivet hvorav sistnevnte er gjennomført ved verdipapirforskriften.

Konklusjonen er derfor at kravene til god forretningsskikk i vphl. § 10-11 og tilhørende rettskilder vil måtte tillegges stor vekt ved fastleggingen av verdipapirforetakenes privatrettslige informasjonsplikt i dag.

3.5 Hvilke risiki må foretaket informere om?

3.5.1 Generelt

Informasjonspliktens omfang beror i utgangspunktet på "en sammensatt vurdering av objektive og subjektive momenter".⁸⁸ De offentligrettslige informasjonspliktene i verdipapirhandelloven utgjør således objektive momenter, og i det videre vil vi redegjøre for i hvilken grad

⁸⁴ Rt. 2003 s. 400 (40)

⁸⁵ Ibid (39)

⁸⁶ Kjørven (2012) s. 394

⁸⁷ FINKN-2014-90 del II

⁸⁸ Hagstrøm (2011) s. 154

disse momentene bidrar til å endre verdipapirforetakenes privatrettslige informasjonsplikter. I denne forbindelse gjøres det oppmerksom på at vurderingene er konkrete, men at tilstedeværelsen av disse regulatoriske pliktene generelt sett vil ha stor innvirkning på hvilke krav som stilles til verdipapirforetakene jfr. det som ble sagt i foregående punkt.

De någjeldende kravene til god forretningsskikk i vphl. § 10-11 er atskillig mer detaljerte og omfattende enn kravene som gjaldt for de investeringsavtalene høyesterettsdommene gjelder, hvor verdipapirhandelloven tidligere bare krevde at verdipapirforetakene oppga "de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder".⁸⁹ De tilhørende forskriftene gikk heller ikke særlig langt i å spesifisere klare informasjonsplikter av samme karakter som i nåværende verdipapirhandellov.⁹⁰

At kravene nå er mer omfattende poengteres også i forarbeidene til § 10-11⁹¹, og domstolene har lagt dette synet til grunn.⁹² Dette illustreres bla. i finansklagenemndas avgjørelse FINKN-2014-90 hvor det ble uttalt at "Nemnda legger til grunn at kravene etter loven av 2007 er strengere enn de tilsvarende kravene etter den tidligere loven fra 1997".⁹³ Samtidig fremgår det av forarbeidene til vphl. § 10-11 at også eldre rettspraksis er aktuell ved fastleggingen av standarden "god forretningsskikk", som informasjonsplikten utgjør en bestanddel av, men bare i den grad praksisen ikke er EØS-stridig.⁹⁴

Verdipapirforetakene har nå en offentligrettslig plikt etter vphl. § 10-11 (3) nr. 2 til å gi kunden informasjon om det finansielle instrumentet, "herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko". Synliggjøring av risiko utgjør kjernen i den offentligrettslige investorbekyttelsen. I det følgende vil jeg redegjøre for hvordan de utvidede informasjonspliktene dette innebærer vil komme til uttrykk ved verdipapirforetakenes privatrettslige informasjonsplikt.

3.5.2 Virkningen av lånefinansiering

Rt. 2012 s. 355 dreide seg om en forbrukers feilslåtte investering i en lånefinansiert indeksobligasjon. Kunden krevde avtalen kjent ugyldig etter avtl. § 36 på grunnlag av misligholdt informasjonsplikt samt at produktet hadde en urimelig høy pris, men ble ikke hørt av Høyesterett (dissen 4-1). Det ble anført at informasjonsmaterialet ikke gjorde tilstrekkelig rede for

⁸⁹ Verdipapirhandelloven av 1997 § 9-2

⁹⁰ Se Forskrift om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger mv. av 1. juli 2005 nr. 783 §§ 2-1 til 2-3 samt 3-1 og 3-2. Denne ble ikke drøftet Høyesterett i noen av de omtalte sakene, og dette kan forklares med at den i liten grad bidrar til å presisere verdipapirforetakenes informasjonsplikter.

⁹¹ Ot. Prp. nr. 34 (2006-2007) s. 104-105

⁹² Se Rt. 2012 s. 1926 (49) og Rt. 2013 s. 388 (124)

⁹³ FINKN-2014-90 del II

⁹⁴ NOU 2006:3 s. 81

produktets realitet⁹⁵, som innebar at indekssdelen måtte oppnå en meget høy avkastning for at investeringen skulle bli lønnsom - hensett til bankens gebyrer samt renteutgiftene ved lånefinansieringen. Høyesterett karakteriserte informasjonen gitt av verdipapirforetaket som "oversiktlig"⁹⁶, da utgiftene knyttet til tegningen var klart angitt slik at tapspotensialet enkelt lot seg kvantifisere, samt siden avkastningspotensialet var knyttet til referanseindeksene. Ettersom verdipapirforetakets informasjon fremsto som oversiktlig for kunden (dvs. en alminnelig akt-som kunde) hadde de altså oppfylt sin informasjonsplikt og følgelig måtte kunden selv bære ansvaret for eventuell uvitenhet om risikoen.⁹⁷

Denne saken gjaldt et produkt solgt før MiFID og gjennomføringsdirektivets inntreden i norsk rett⁹⁸, og det følger nå av verdipapirforskriften § 10-13 (1)(a) at det skal opplyses om "risikoen ved de aktuelle instrumenttyper, herunder en forklaring av virkningen av lånefinansiering, enten direkte eller ved bruk av finansielle instrumenter". Bestemmelsen implementerer gjennomføringsdirektivet artikkel 31 nr. 2(a) og utgjør således en del av kravet til god forretningsskikk. Hensett til den betydelige vekten som tillegges disse offentligrettslige reglene, kan vi legge til grunn at verdipapirforetakene nå som utgangspunkt vil ha en tilsvarende privatrettslig informasjonsplikt. Overført til Rt. 2012 . 355 ville den privatrettslige virkningen av den relevante bestemmelsen medført at verdipapirforetaket hadde vært pliktig til å forklare bla. hvordan utgiftene ved lånefinansieringen krever en høyere avkastning på indekssdelen for at investeringen total sett skulle være lønnsom.

3.5.3 Tapsrisiko

Rt. 2012 s. 1926 omhandlet informasjonsplikt ved salg av "noter" til ikke-profesjonelle kunder. Notene er på samme måte som en opsjon en betinget fordring, og i likhet med i Rt. 2012 s. 355 var denne investeringen delvis lånefinansiert. Notene var bla. knyttet til Senior bank loans utstedt til amerikanske virksomheter, og finanskrisen med den påfølgende likviditetstørken førte til at en rekke av disse måtte tvangs selges til langt under markedspris.⁹⁹ Det springende punkt var om banken hadde gitt kundene tilstrekkelig informasjon til å kunne forstå at en likviditetskrise i annenhåndsmarkedet for SBL-andeler ville føre til at kundene tapte investeringen, selv om sannsynligheten for dette var liten. Det hadde blitt opplyst om at det fantes et marked for SBL-andeler.¹⁰⁰ Det hadde også blitt påpekt "at et stort marked i USA sikrer et

⁹⁵ Rt. 2012 s. 355 (24-25)

⁹⁶ Ibid (42)

⁹⁷ Ibid (67)

⁹⁸ Ibid (5)

⁹⁹ Rt. 2012 s. 1926 (41)

¹⁰⁰ Ibid (65)

likvid første- og annenhåndsmarked".¹⁰¹ I presentasjonen hadde det bare blitt uttalt at "[r]isikoen forbundet med investering i SBLmarkedet er, som i obligasjonsmarkedet, risikoen for at selskapet ikke kan betjene lånene sine – dvs. konkursrisiko"¹⁰², og ingen steder i informasjonsmaterialet var det påpekt at en likviditetskrise kunne føre til at investeringen gikk tapt¹⁰³.

Høyesterett uttalte at dagjeldende vphl. § 9-2 ikke medførte noen plikt til å informere om "følgene av en upåregnelig utvikling, dersom følgen er dramatisk "forutsatt at "informasjonsmaterialet samlet sett gav et bilde ... som ville sette investorene i stand til selv å forstå at" en slik utvikling ville medføre risiko for et slikt utfall.¹⁰⁴ Selv om informasjonsmaterialet i denne saken "med fordel kunne vært tydeligere", samt var beheftet med enkelte feil, ga det "tilstrekkelig informasjon til at kundene kunne forstå" risikoen av den upåregnelige utviklingen.¹⁰⁵ Verdipapirforetaket hadde dermed ikke en informasjonsplikt som omfattet likviditetsrisikoen til det underliggende finansielle instrumentet.

Verdipapirforskriften § 10-13 (1)(a) krever en forklaring av "risikoen ved de aktuelle instrumenttyper ... samt risikoen for å tape hele investeringen". Bestemmelsen gir derimot ikke klart anvisning på om det må opplyses om mindre sannsynlige, men potensielt vesentlige risiki. Tilfellet i Rt. 2012 s. 1926 går innunder ordlyden i § 10-13 (1)(a) da denne risikoen førte til at "hele investeringen" gikk tapt. Informasjonsplikten gjelder dog bare der det er "relevant i forhold til den aktuelle instrumenttype".¹⁰⁶ Verdipapirforetaket kan anføre på samme måte som i Rt. 2012 s. 1926 at mindre sannsynlige risiki ikke ville være "relevant". Formålet med bestemmelsen er derimot at kunden skal bli gjort oppmerksom på risikoen for tap, men at det så får være opp til kunden selv å vurdere denne - kunden skal jo bare settes i stand til å foreta en "informert investeringsbeslutning" jfr. vphl. § 10-11 (2). Når da § 10-13 (1)(a) eksplisitt nevner "risikoen for å tape hele investeringen" må bestemmelsen tolkes slik at sannsynligheten for at dette skal skje er av underordnet betydning for denne informasjonsplikten.

Grunnet den betraktelige vekten som tillegges disse offentligrettslige reglene i privatrettslig sammenheng kan vi legge til grunn at verdipapirforetakene nå som utgangspunkt har en plikt til også å informere om mindre sannsynlige risiki dersom disse kan føre til at investeringen går tapt.

¹⁰¹ Ibid (66)

¹⁰² Ibid (69)

¹⁰³ Rt. 2012 s. 1926 (54)

¹⁰⁴ Ibid (55-56)

¹⁰⁵ Ibid (75)

¹⁰⁶ Jfr. verdipapirforskriften § 10-13 (1)(a)

3.5.4 Annen informasjon

Verdipapirforskriften oppstiller ellers en rekke krav til hvilke risiki det må opplyses om, men da disse ikke tidligere har vært gjenstand for domstolsbehandling blir det vanskelig å si noe om hvorvidt de nye regulatoriske informasjonspliktene her medfører at den privatrettslige informasjonsplikten utvides. Det vi derimot kan si er at disse vil utgjøre vektige momenter i vurderingen av om verdipapirforetaket har oppfylt sin lojalitetsplikt i form av å informere kunden om de relevante risiki.

Forskriften krever i § 10-13 (1)(b) at det informeres om volatiliteten av det finansielle instrumentet og etter (3) må det gis en "dekkende beskrivelse av instrumentets enkeltkomponenter og hvordan enkeltkomponentene påvirker risikoen" dersom et finansielt instrument består av "to eller flere ulike finansielle instrumenter eller tjenesteytelser".

Videre settes det krav til opplysninger om begrunnelsen for beregningsgrunnlaget, virkningen av gebyrer ol. og advarsler om påliteligheten der verdipapirforetaket gir indikasjon på avkastning jfr. § 10-9 (3)-(5). I Rt. 2012 s. 1926 bemerket retten at informasjonsmaterialet inneholdt en understreking av at "historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning"¹⁰⁷, og dette indikerer dette også tidligere utgjorde et moment i vurderingen om hvorvidt informasjonsplikten er overholdt.

3.5.5 Avgrensning mot "temmelig grunnleggende forhold"?

Informasjonspliktens nedre grense ble trukket opp av Høyesterett i Rt. 2012 s. 1926 hvor det ble uttalt at "[v]erdipapirforetaket må kunne legge til grunn at enkelte temmelig grunnleggende forhold er kjent for kunden, og at opplysninger om slike forhold ikke utgjør 'nødvendige opplysninger'".¹⁰⁸ Denne avgrensningen ble også fulgt opp i Rt. 2013 s. 388, men ble ikke anvendt direkte.¹⁰⁹

Også någjeldende verdipapirhandellov oppstiller en nedre grense for hvilke risiki verdipapirforetaket plikter å informere om. vphl. § 10-11 (2) pålegger bare verdipapirforetaket en informasjonsplikt slik at kunden "i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen" ved det finansielle instrumentet. Det kan likevel antas at informasjonspliktens nedre grense er senket dersom man sammenholder ordlyden i den tidligere verdipapirhandelloven med någjeldende § 10-11. Verdipapirforetaket trengte før bare å meddele "nødvendige opplysninger", mens i § 10-11 går grensen nå ved "relevante opplysninger". Ordlyden er således utvidet

¹⁰⁷ Rt. 2012 s. 1926 (63)

¹⁰⁸ Ibid (58)

¹⁰⁹ Rt. 2013 s. 388 (55)

og dette medfører i praksis at det vil være færre risiki som verdipapirforetaket ikke plikter å opplyse om.

Dersom vi eksempelvis sammenholder Høyesteretts synsvinkel i Rt. 2012 s. 1926 med informasjonspliktene etter verdipapirforskriften ser vi at selv enkelte av disse "grunnleggende forhold" nå må opplyses om. I denne dommen benevnte førstvoterende slike grunnleggende forhold som "at man kan tape på en investering hvis verdien påvirkes av utviklingen i et marked, at tapet kan bli stort ved en finanskriser, og at risikoen blir ekstra stor dersom investeringen er delvis lånefinansiert og långiver har rett til å kreve eller beslutte realisasjon når verdien av produktet er på det laveste".¹¹⁰

Når det gjelder det sistnevnte forholdet fremgår det nå av verdipapirforskriften § 10-13 (1)(d) at "eventuelle marginkrav" må opplyses om. Plikten til å opplyse om risikoen ved lånefinansiering har vi også allerede behandlet.

Det kan på bakgrunn av dette synes som at kategorien "temmelig grunnleggende forhold" er innsnevret på bakgrunn av de nye kravene i vphl. § 10-11. Dermed ser vi også her at informasjonsplikten for verdipapirforetakene er blitt mer omfattende som følge av endringene i verdipapirhandelloven.

3.6 Presentasjonsform

3.6.1 Tilpasning av markedsføringsmaterialet

Rt. 2013 s. 388 omhandler bankens informasjonsplikt ved salg av kompliserte aksjeindeksobligasjoner til en forbruker. Høyesterett mente her at banken burde "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".¹¹¹ En tilpasning av markedsføringsmaterialet til ikke-profesjonelle investorer er i samsvar med kravet om at informasjonen skal gis i en "forståelig form" jfr. vphl. § 10-11 (2). Informasjonspliktene som følge av MiFID medfører dermed ingen endring av rettstilstanden på dette punkt.

I denne dommen gikk likevel førstvoterende lengre enn som så og uttalte at "banken må forsikre seg om at kunden forstår innholdet i den handelen han begir seg inn på" ved "salg av risikopregede og komplekse produkter til ikke-profesjonelle investorer".¹¹² Uttalelsen går lengre enn informasjonsplikten etter vphl. § 10-11, hvor kunden bare "i rimelig grad" skal

¹¹⁰ Rt. 2012 s. 1926 (60)

¹¹¹ Rt. 2013 s. 388 (128)

¹¹² Ibid (125)

stilles "i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til" investeringen og kunne "fatte en informert investeringsbeslutning".

Spørsmålet blir så om Høyesteretts praksis tidligere har oppstilt en mer omfattende informasjonsplikt enn det som nå følger av vphl. § 10-11 når det gjelder verdipapirforetakets ansvar for ikke-profesjonelle kunders forståelse av innholdet i handelen.

For det første er uttalelsen kvalifisert til bare å gjelde ved salg av risikopregede og komplekse produkter. Premissene sier lite om når dette vil være tilfellet.

Dessuten var informasjonsmaterialet i Rt. 2013 s. 388 uansett mangelfullt ettersom det ga et misvisende inntrykk av risikoen ved det finansielle produktet¹¹³, og plikten til å forsikre seg om kundens forståelse av risikoen er dermed et obiter dictum. Verken i Rt. 2012 s. 355 eller Rt. 2012 s. 1926 har Høyesterett oppstilt et krav om at verdipapirforetaket må forsikre seg om kundens forståelse.

Ved vurderingen av i hvilken grad en bank må bære risikoen for den enkelte kundes kunnskapsnivå, peker Hagstrøm på at Rt. 2000 s. 679 og rådgivningspliktene i finansavtaleloven ikke tillegger betydning til den enkelte kundes kunnskapsnivå, men at bevisbyrden for at kunden ikke ville gjennomført transaksjonen rent praktisk flyttes til banken.¹¹⁴ Heller ikke verdipapirhandelloven oppstiller noe krav om at verdipapirforetaket må påse at den enkelte kunde rent faktisk er innforstått med risikoen - hvilket således fordrer en selvstendig vurdering for hver kunde. At verdipapirforetaket derfor ikke har en plikt til å forsikre seg om kundens faktiske forståelse av risikoen er derfor i samsvar med den fremgangsmåte som tidligere har blitt valgt både av Høyesterett samt lovgiver.

Konklusjonen blir da at det ikke er grunnlag for å oppstille et krav om at verdipapirforetaket må forsikre seg om kundens forståelse av risikoen ved salg av komplekse og risikopregede produkter til ikke-profesjonelle investorer.

3.6.2 Krav til nøkternhet

I Rt. 2013 s. 388 kom Høyesterett til at "banken burde, som profesjonell part, i større grad ha fremhevet at en fortsatt ubrutt og sterk vekst i aksjemarkedet var et usikkert scenario".¹¹⁵ Informasjonsmaterialet i denne saken presenterte produktene som "en investering han ikke kun-

¹¹³ Ibid (129)

¹¹⁴ Hagstrøm (2011) s. 472

¹¹⁵ Rt. 2013 s. 388 (128)

ne tape på"¹¹⁶ og nøyde seg med å bemerke i liten skrift i prospektet at en fortsatt ubrutt og sterk vekst i aksjemarkedet var et usikkert moment.¹¹⁷

Retten konkluderte med at "med en mer nøktern tone fra bankens side ... antar jeg at Røeggen ville avstått fra investeringen. Når grunnleggende forutsetninger for investeringen - som banken har hatt herredømme over - på denne måten har sviktet, må avtalene settes til side etter avtaleloven § 36".¹¹⁸

I Rt. 2012 s. 1926 fant derimot Høyesterett at det ikke forelå mangler ved måten risikoen ble presentert på. Risikoen som manifesterte seg i denne saken - likviditetsrisikoen for SBL-andeler - hadde ikke blitt uttrykkelig kommunisert. Det hadde blitt opplyst om at det fantes et marked for SBL-andeler.¹¹⁹ Det hadde også blitt påpekt "at et stort marked i USA sikrer et likvid første- og annenhåndsmarked".¹²⁰ I presentasjonen hadde det bare blitt uttalt at "[r]isikoen forbundet med investering i SBLmarkedet er, som i obligasjonsmarkedet, risikoen for at selskapet ikke kan betjene lånene sine – dvs. konkursrisiko"¹²¹. Høyesterett kommenterte denne uttalelsen og observerte at en slik "forenklet beskrivelse ... isolert sett kan lede til den misforståelsen at notens verdi er uavhengig av likviditetsrisiko".¹²² Likevel kom retten til at risikoen var tilstrekkelig kommunisert da informasjonen måtte "sees under ett" og materialet i så henseende ikke etterlot "et inntrykk av at notens verdi er uavhengig av utviklingen i markedet for SBL-andeler".¹²³ Høyesterett konkluderte med at "selv om informasjonsmaterialet - sett i ettertid - med fordel kunne vært tydeligere, er jeg kommet til at det - vurdert under ett - gir tilstrekkelig informasjon til at kundene kunne forstå at notens verdi ble påvirket av utviklingen i et marked, og at det var en risiko for at noten ble terminert ved stort fall i denne verdien".¹²⁴

Etter mitt syn virker denne regelen vanskelig å forene med resultatet i Rt. 2013 s. 388 hvor terskelen var om informasjonen fremsto som "nøktern". Når deler av informasjonsmaterialet i Rt. 2012 s. 1926 isolert sett var misvisende på den måten at det talte om "risikoen" i bestemt form, og dermed utelukket andre risiki, virker det uforsonlig med terskelen i Rt. 2013 s. 355 hvor informasjonen måtte fremstå som nøktern. I Rt. 2013 s. 355 var til og med det aktuelle

¹¹⁶ Ibid (105)

¹¹⁷ Ibid (128)

¹¹⁸ Ibid (129)

¹¹⁹ Rt. 2012 s. 1926 (65)

¹²⁰ Ibid (66)

¹²¹ Ibid (69)

¹²² Ibid

¹²³ Ibid

¹²⁴ Ibid (75)

risikomomentet eksplisitt nevnt i prospektet, men i Rt. 2012 s. 1926 var dette ikke tilfellet og der var kunden forventet å gjennomføre en selvstendig analyse for å oppdage at det i realiteten knyttet seg flere risiki til produktet, på tross av at deler av informasjonen ga uttrykk for at slik risiko ikke eksisterte.

Følgelig fremstår det som Høyesterett opererer med to ulike terskler, og ettersom Rt. 2013 s. 388 viser til og anvender Rt. 2012 s. 1926¹²⁵ oppstår det betydelig usikkerhet om omfanget av kravet til nøkternhet i informasjonsmaterialet. En forklaring på dette kan være Høyesteretts vektlegging av forbrukerhensynet i Rt. 2013 s. 388. I avsnitt 54 trekker retten frem momentet "partenes stilling" i ordlyden til avtl. § 36 og fremholder at "Når en avtale er inngått mellom en næringsdrivende og en forbruker, vil dette elementet gjennomgående stå sentralt". Videre fremheves det også at "Den betydelige tyngde forbrukerperspektivet har fått, må reflekteres i den konkrete rimelighetsvurderingen"¹²⁶ og at "avtaler om komplekse finansielle instrumenter som inngås med forbrukere uten særlige forhåndskunnskaper, stille særlige krav til dem som tilbyr disse produktene".¹²⁷ Samtidig omtales kunden også som "ikke-profesjonell investor" i den rettslige vurderingen.¹²⁸ Høyesteretts ordbruk står her i kontrast til Rt. 2012 s. 1926, som gjennomgående taler om "kundene" og ikke nevner forbrukerhensynet. Partene i denne saken var en blanding av både forbrukere, næringsdrivende og ideelle foretak og spørsmålet blir da om dette kan forklare forskjellen i de krav som stilles til informasjonsmaterialets nøkternhet?

Kundene i Rt. 2012 s. 1926 forsøkte å påberope seg forbrukervernet i forbrukerkjøpsloven.¹²⁹ Høyesterett anså derimot dette som å være av underordnet betydning, da det grunnleggende spørsmålet uansett var det samme; "om kundenes tap kan føres tilbake til mangelfull eller villedende informasjon fra bankens side".¹³⁰ I denne saken hadde derimot begge sider lagt til grunn at resultatet ville bli det samme for alle de ankende parter.¹³¹ Det kan spørres om dette var en heldig strategi, hensett til vekten Høyesterett la på forbrukerhensynet i Rt. 2013 s. 388 og hvorvidt en differensiering ville ført til en strengere informasjonsplikt for forbrukerne - i såfall er Rt. 2012 s. 1926 indikativ på verdipapirforetakenes informasjonsplikt ovenfor næringsdrivende, men ikke-profesjonelle kunder.

¹²⁵ Rt. 2013 s. 388 (55)

¹²⁶ Ibid (61)

¹²⁷ Ibid (124)

¹²⁸ Ibid (125)

¹²⁹ Rt. 2012 s. 1926 (24)

¹³⁰ Ibid (48)

¹³¹ Ibid (18)

Det er likevel vanskelig å forme en klar konklusjon på hva forskjellene i verdipapirforetakets krav til nøkternhet i dommene Rt. 2012 s. 1926 og Rt. 2013 s. 388 skyldes. Den noe uklare rettstilstanden er derimot avhjulpet av de nye kravene til balansert informasjon som følger av verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, og disse gjelder ovenfor alle ikke-profesjonelle kunder - uavhengig av deres status som forbrukere eller ikke.

All informasjon må nå være "korrekt, klar og ikke villedende" slike det kreves etter vphl. § 10-11 (3). Informasjonen i Rt. 2012 s. 1926 var isolert sett villedende, og siden vphl. § 10-11 (3) fremhever at "all informasjon" må oppfylle disse kravene, kan ikke verdipapirforetakene nå høres med at informasjonen må ses i sammenheng - og ihvertfall ikke der sammenheng er såpass obskur som i den saken. Informasjonspliktene i vphl. § 10-11 medfører således en privatrettslig endring og bringer næringsdrivendes berettigede forventinger om verdipapirforetakets lojalitetsplikter opp på samme nivå som forbrukere etter Rt. 2013 s. 388.

Ifølge verdipapirforskriften § 10-9 (b) kan ikke informasjonen "fremheve potensielle fordeler med en investeringstjeneste eller et finansielt instrument uten også å gi balansert informasjon om relevant risiko". Denne regelen fanger inn informasjonsmanglene i Rt. 2013 s. 388, men må også nå klart gjelde for næringsdrivende.

3.6.3 Klar angivelse av markedsføringsinformasjon

Vphl. § 10-11 (3) krever at "Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan". Et gjennomgående tema i Rt. 2012 s. 355, Rt. 2012 s. 1926 samt Rt. 2013 s. 388 er at kunden har hatt vanskelig for å skille mellom bankrepresentantenes opptreden som henholdsvis rådgiver og selger. Dette har det derimot ikke vært direkte prosedert på i sakene, ettersom tidligere verdipapirhandellov ikke oppstilte et skille mellom disse ytelsene. Da angivelse av markedsinformasjon oppstilles som en klar informasjonsplikt i vphl. § 10-11 (3) kan vi anta at verdipapirforetaket vil pådra seg privatrettslig ansvar i den grad de "skjult" opptrer som selgere uten å klargjøre at det dreier seg om markedsføringsinformasjon. Det er likevel usikkert hvilke privatrettslige virkninger dette vil gi, ettersom en slik angivelse sjeldent vil kunne hevdes å være avgjørende for hvorvidt kunden hadde inngått avtalen eller ikke. Manglende overholdelse av en slik plikt til angivelse av markedsføringsinformasjon vil uansett kunne utgjøre et ytterligere moment i vurderingen etter § 36, hvor lojalitetshensynet står sentralt.

3.7 Frarådningsplikt

Det finnes foreløpig ikke høyesterettspraksis som omhandler tilfellet der en kunde har hevdet at verdipapirforetaket hadde en plikt til å fraråde kunden mot å inngå den aktuelle investeringsavtalen. Som fremholdt innledningsvis i del 3 er det klare utgangspunkt at det ikke er noen informasjonsplikt i norsk rett og da heller ingen frarådningsplikt, foruten i helt spesielle tilfeller slik som finansavtaleloven § 47 som bare gjelder ovenfor forbrukere.

Vpbl. § 10-11 (5) oppstiller nå en klar frarådningsplikt der produktet ikke er "hensiktsmessig" hensett til kundens forståelse av risikoen. Spørsmålet er hvilke privatrettslige konsekvenser dette får.

I alle de dommene vi har sett på så langt har essensen i den rettslige argumentasjonen vært at kundene ikke forsto risikoen ved produktet, og at de således uten bedre vitende ble forvillet til å inngå i investeringsavtalene. Frarådningsplikten i vpbl. § 10-11 (5) vil kunne medføre at kundene nå får et sterkere privatrettslig vern i slike tilfeller.

Samtidig vil en overholdt frarådningsplikt i enkelte tilfeller kunne stille verdipapirforetaket i en bedre posisjon. Ved vurderingen av hvorvidt verdipapirforetaket har overholdt sin privatrettslige informasjonsplikt vil følgelig en eventuell advarsel fra verdipapirforetakets side være et tungtveiende argument for at kunden selv må bære risikoen for sin beslutning om å investere. vpbl. § 10-11 forespeiler jo ikke at produktet ikke skal selges dersom kunden ikke tar denne advarselen på alvor. På samme måte som i Rt. 2012 s. 355 rammes bare de "urimelige avtalene, ikke de ufornuftige".¹³²

3.8 Hvilken betydning har rådgivningsaspektet for informasjonspliktens omfang?

Selv om oppgaven avgrenser mot rådgivningsansvar, vil det likevel være nødvendig å kommentere hvilken betydning rådgivningsaspektet har hatt i de analyserte sakene.

Høyesteretts votum i Rt. 2012 s. 1926 nevner ikke bankens rådgiverfunksjon en eneste gang, og det kan ikke synes som om dette ble tillagt noen vekt i vurderingen. I lagmannsrettsdommen tituleres bankens selgere som "rådgivere", men forhandlingene for Høyesterett var konsentrert rundt bankens generelle presentasjoner og "interessevekkere". Følgelig kan det synes som at rådgivningsaspektet spilte en begrenset rolle.

Også Høyesteretts fremgangsmåte i Rt. 2013 s. 388 synes å fokusere ensidig på informasjonen gitt som ledd i salg av det finansielle produktet¹³³ og tilstedeværelsen av eventuell rådgivning omtales ikke.

¹³² Rt. 2012 s. 355 (82)

¹³³ Se eks (64) hvor Høyesteret uttaler seg om eksistensen av retningslinjer vedrørende "salg og markedsføring" av slike produkter og (105, 126 og 128) hvor Høyesterett ser på "markedsføringen" av produktet. I (125) taler retten også om "salg av risikopregede og komplekse produkter".

I Rt. 2012 s. 355 tok imidlertid flertallet opp at i de møtene kunden "hadde med sin rådgiver i Storebrand, fremholdt imidlertid denne at hun trodde på oppgang".¹³⁴ Høyesteretts ordbruk av bankrepresentanten som rådgiver kan forklares på bakgrunn av den eldre terminologien slik det ble redegjort for i pkt. 1.3, og også her vurderes informasjonsmaterialet uten henblikk til et eventuelt rådgivningsansvar. Endresen dissenterte og uttalte i sitt votum at han la vekt på bankens rådgiverfunksjon.¹³⁵ Det ble uttalt at "Selv om det nå er tale om et av bankens produkter, må det legges til grunn at bankens representant fortsatt agerte som rådgiver ... Finansrådgiveren kan ikke uten at det gjøres helt uttrykkelig, tre ut av rådgiverrollen for i stedet å opptre som selger"¹³⁶ og etter Endresens mening ville det gi en "uakseptabel mangel på sammenheng i regelverket om det ikke ved § 36-vurderingen tas hensyn til at avtalen er et resultat av rådgivning".¹³⁷ Ettersom rådgivningen her var mangelfull, kom han til det motsatte resultat av flertallet, og ville kjenne avtalen ugyldig.¹³⁸

Med unntak av dissensen i Rt. 2012 s. 355 kan det slås fast at rådgivningsaspektet har spilt en meget beskjeden rolle i Høyesteretts resonnementer i de analyserte dommene. Dette medfører at dommene kan anses dekkende for rettstilstanden når det gjelder verdipapirforetakenes informasjonsplikter der verdipapirforetaket bare forestår ordreformidling eller tilrettelegging.

Verken i Rt. 2012 s. 1926 eller Rt. 2013 s. 388 ble det prosedert på manglende rådgivning, og det følger da av tvisteloven § 11-2 (1) at retten bare kan bygge på "de påstandsgrunnlag som er påberopt".¹³⁹ Vi kan likevel ikke utlede fra disse sakene at tilstedeværelsen av et rådgivningsforhold vil være irrelevant for informasjonspliktens omfang. Avtl. § 36 fordrer en samlet vurdering, og dersom det foreligger rådgivning vil dette medføre en meget sterk lojalitetsplikt - ivaretagelse av kundens interesser er jo selve hovedforpliktelsen i et slikt avtaleforhold.

I fremtidige saker vil subsumsjonen under det klare skillet mellom rådgivning og andre investeringstjenester i vphl. § 10-11 ofte bli utslagsgivende for verdipapirforetakets informasjonsplikt. Dersom verdipapirforetakets opptreden faller innunder betegnelsen "investeringsrådgivning" jfr. vphl. § 2-4 (1), vil det underlegges en rekke vidtgående omsorgsforpliktelser som får privatrettslig relevans. Ettersom denne oppgaven bare omhandler ordreformidling og tilrettelegging, vil jeg ikke gå nærmere inn på hvilke plikter dette innebærer.

¹³⁴ Rt. 2012 s. 355 (70)

¹³⁵ Ibid (86)

¹³⁶ Ibid (153)

¹³⁷ Ibid (154)

¹³⁸ Ibid (171-172)

¹³⁹ En mulig forklaring på hvorfor dette ikke ble anført i Rt. 2013 s. 355 er at kundens hjelpeintervenient var Forbrukerrådet, og saken ble kjørt som en "fanesak". Rt. 2012 s. 1926 var et gruppesøksmål, og påstandene måtte da holdes på et overordnet plan for å favne om alle tilfellene.

3.9 Konklusjon

Vi har i det følgende sett at verdipapirforetakenes privatrettslige informasjonsplikter er utvidet og definert som følge av Vphl. § 10-11. Hvilken betydning får dette for lojalitetsprinsippets rolle ved inngåelsen av investeringsavtaler?

De forsterkede informasjonspliktene medfører at verdipapirforetaket i realiteten pålegges en mer omfattende plikt til å ivareta avtalemotpartens interesser. Lojalitetsprinsippet spiller således nå en større rolle enn tidligere. En interessant utvikling er at resultatene av denne endringen medfører at næringsdrivende kunder tillegges stadig flere rettigheter som tidligere bare var forbeholdt forbrukere. Et konkret eksempel på dette er frarådningsplikten som indirekte følger av vphl. § 10-11 (5) og som har klare likhetstrekk med de forbruker-spesifikke frarådningspliktene i finansavtaleloven § 47 samt håndverkertjenesteloven § 7. Samlet sett medfører de forsterkede informasjonspliktene og de minstekravene de medfører at lojalitetsprinsippet spiller en mer fremtredende rolle på bekostning av avtalefriheten.

Denne utviklingen kan forklares på bakgrunn av tillitsaspektet i disse transaksjonene, som medfører et strengere krav til lojalitet mellom partene. Et annet spørsmål er derimot om det er rimelig at næringsdrivende parter også skal nyte godt av dette. Det tradisjonelle utgangspunktet i norsk rett er at disse selv presumeres å kunne ivareta sine interesser og at denne presumtionen bidrar til å øke næringslivets effektivitet ved de sterkestes rett. Når verdipapirforetakene nå må allokere større ressurser for å redusere den økte risikoen ved misligholdt informasjonsplikt medfører dette at forbrukere indirekte subsidierer rettsbeskyttelsen av næringsdrivende parter i den grad verdipapirforetaket pulveriserer kostnadene på kundemassen. Hvorvidt MiFID har gått for langt i å beskytte næringsdrivende kunder i så henseende lar jeg være et åpent spørsmål.

Samtidig må det fremholdes at i en privatrettslig sammenheng vil vurderingen fortsatt være sammensatt, og vi kan ikke umiddelbart legge til grunn at brudd på vphl. § 10-11 medfører at verdipapirforetaket er kontraktsrettslig ansvarlig. Kontraktsforholdets art og forhandlingssituasjonen før avtaleinngåelsen vil innvirke på i hvilke situasjoner informasjonsplikten oppstår.¹⁴⁰ Videre vil "partenes sakkunnskap og stilling" utgjøre momenter i vurderingen.¹⁴¹

¹⁴⁰ Hagstrøm (2011) s. 161

¹⁴¹ Ibid s. 155

Eventuelle ansvarsfraskrivelser vil også være tungtveiende momenter mot en informasjonsplikt, men bare såfremt disse fremgår klart og tydelig. Ettersom vi hovedsakelig har undersøkt informasjonsplikten med utgangspunkt i avtl. § 36 vil derimot ikke slike forbehold kunne fraskrive verdipapirforetakets ansvar en bloc dersom det foreligger mangelfull informasjon.

Det offentligrettslige regelverket oppstiller følgelig en rekke presumsjoner som vil få stor betydning også for disse vurderingene i fremtiden.

4 Informasjonsplikten i engelsk privatrett

4.1 Begrunnelse for komparativ analyse

MiFID tar sikte på at alle "transaksjoner skal være like effektive når alle parter og infrastrukturer er hjemmehørende i ulike medlemsstater, som når de er hjemmehørende i samme medlemsstat".¹⁴² For å oppnå dette erkjenner direktivet at det må stilles like krav til "the degree of harmonisation needed to offer investors a high level of protection".¹⁴³ Samtidig som direktivet er taus om de privatrettslige konsekvensene, kan det ikke ignoreres at investorbeskyttelse i form av privatrettslige rettigheter og plikter også utgjør en essensiell del av dette.¹⁴⁴ Dette innebærer at for å vurdere direktivets suksess i å skape et harmonisert marked hvor transaksjonenes effektivitet er uavhengig av partenes nasjonalitet, vil også de privatrettslige følgene måtte vurderes da disse i praksis har stor innvirkning på verdipapirforetakenes operasjoner. Vi vil derfor nå se på hvordan reglene om god forretningsskikk i MiFID og de informasjonspliktene de oppstiller vil komme til uttrykk i engelsk privatrett.

Ettersom oppgaven også analyserer dette spørsmålet fra et privatrettslig perspektiv, vil undersøkelsen av engelsk rett samtidig illustrere hvordan EU/EØS-retten bidrar til en gradvis økende konvergens mellom norsk rett og engelsk rett. Norsk rett kan plasseres i kategorien civil law, mens engelsk rett regnes som opphavet til common law. Det blir ofte fremholdt at en markant forskjell mellom civil law og common law er at common law ikke oppstiller lojalitetsplikter i kontraktsforhold. Som redegjørelsen under vil vise, medfører imidlertid MiFIDs informasjonsplikter at lojalitetsprinsippet styrkes i engelsk privatrett og indikerer således en økende kongruens mellom rettssystemene.

4.2 Utgangspunktet for vurderingen

¹⁴² NOU 2006:3 s. 13

¹⁴³ EP/Rdir 04/39 EF (2)

¹⁴⁴ Kjørven (2012) s. 394

Det klare utgangspunkt i engelsk rett er at selger ikke har en generell informasjonsplikt. Engelsk rett anerkjenner ikke et prinsipp om lojalitetsplikt i den pre-kontraktuelle fasen, som derimot ansees som en forhandlingsfase hvor partene utspiller sine posisjoner mot hverandre og hvor det ville løpe stikk i strid med denne presumsjonen dersom partene hadde plikt til å ivareta hverandres interesser til ulempe for seg selv.¹⁴⁵ Denne forhandlingsmaksimen kommer klart til uttrykk ved inngåelse av investeringsavtaler, hvilket illustreres i saken *Bankers Trust International v PT Dharmala*¹⁴⁶, hvor Mance J uttalte at "a bank negotiating and contracting with another party owes in the first instance no duty to explain the nature or effect of the proposed arrangement to that other party".¹⁴⁷

4.3 Duty of care

Fra dette utgangspunktet gjelder likevel visse unntak. I mangel av generell kontraktslovgivning, har engelske domstoler i en rekke avgjørelser tatt stilling til rekkevidden av verdipapirforetakenes informasjonsplikt fra et erstatningsrettslig perspektiv under problemstillingen om selger hadde en "duty of care" overfor kjøper bestående i en plikt til å opplyse om visse forhold. At en eventuell informasjonsplikt finner rettslig forankring i erstatningsretten er ikke noe nytt fenomen i engelsk rett, og Cartwright beskriver en duty of care til å innebefatte "a duty in the tort of negligence to speak - to provide information or advice".¹⁴⁸

En informasjonsplikt vil oppstå i tilfeller hvor det foreligger et "special relationship" mellom partene som gir opphav til en duty of care, jfr. *Hedley Byrne & Co v Heller & Partners*.¹⁴⁹ Et slikt "special relationship" eksisterer åpenbart ved rådgivningstjenester, men kan etter omstendighetene også eksistere i andre typer kontrakter, som investeringsavtalene. I *Commissioners of Customs & Excise v Barclays Bank*¹⁵⁰ bekreftet Lord Mance at "Similarly, an assumption of responsibility may arise from the provision not merely of information or advice, but also of services".¹⁵¹ Hvorvidt dette er tilfellet beror på en konkret vurdering.

Det ligger implisitt i ordet "care" at en slik plikt i kontraktsforhold vil basere seg dels på lojalitetsbetraktninger og i juridisk teori er det fremholdt at lojalitetsprinsippet vil kunne være

¹⁴⁵ Cohen (1997) s. 30

¹⁴⁶ *Bankers Trust International plc v PT Dharmala Sakti Sejahtera & related action* (1996) CLC 518

¹⁴⁷ *Ibid* s. 532

¹⁴⁸ Cartwright (2007) pkt. 17.37

¹⁴⁹ *Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd* (1964) A.C. 465

¹⁵⁰ *Her Majesty's Commissioners of Customs and Excise v Barclays Bank plc* (2006) UKHL

¹⁵¹ *Ibid* (86)

"tortious in character".¹⁵² Som den videre redegjørelsen vil vise, medfører common law sin sterke historiske forankring i forhandlingsmaksimen at en duty of care basert på lojalitetsbetraktninger til nå har hatt et meget snevert virkeområde.

4.4 Betydningen av offentligrettslige normer i vurderingen av en duty of care

Engelske domstoler vil i likhet med norske ofte se hen til offentligrettslige normer for å fastlegge utgangspunktet for en forsvarlig opptreden og således om verdipapirforetaket etter kontraktsforholdets art har en duty of care bestående av en informasjonsplikt. Dette kommer til syne i saken *Seymour v Caroline Ockwell*¹⁵³, hvor Havelock-Allen QC uttalte at "whilst the ambit of the duty of care owed by a financial adviser at common law is not necessarily co-extensive with the duties owed by that adviser under the applicable regulatory regime, the regulations afford strong evidence as to what is expected of a competent adviser in most situations".¹⁵⁴ Et annet eksempel finner vi i *Gorham v British Telecom PLC* hvor vekten av Financial Services Act 1986 skulle vurderes i erstatningsrettslig sammenheng og hvor Lord Justice Pill uttalte at "The courts can be expected to attach considerable weight to the content of the codes drafted in these circumstances".¹⁵⁵ Juridisk teori fremholder også at bransjepraksis vil vektlegges av domstolene ved fastleggelsen av omfanget av en eventuell duty of care.¹⁵⁶

Som også med den norske rettspraksisen, stammer de undersøkte transaksjonene fra før MiFID trådte i kraft. Under dagens regulatoriske rammeverk er MiFID implementert i engelsk rett gjennom Code of Business Sourcebook (COBS), som oppstiller krav til verdipapirforetakenes opptreden for opprettholdelse av tillatelse til å drive finansvirksomhet av Financial Supervisory Authority (FSA). Disse reglene vil følgelig ha høy innvirkning på utformingen av common laws duty of care.¹⁵⁷ MiFID vil her kunne fremstå som en "model for interpreting private law duties, such as the standard of care" på en slik måte at de regulatoriske pliktene setter minstekrav for verdipapirforetakenes opptreden ved inngåelsen av investeringsavtaler.¹⁵⁸ I det følgende vil vi undersøke hvordan dette påvirker informasjonsplikten omfang ved inngåelse av investeringsavtaler ved å gi et par konkrete eksempler.

¹⁵² Carter (1995) s. 93

¹⁵³ *Seymour v Caroline Ockwell* (2005) EWHC 1137

¹⁵⁴ *Ibid* (77)

¹⁵⁵ *Gorham v British Telecom PLC* (2001) WLR 2129 s. 2141

¹⁵⁶ Rogers (2010) s. 285

¹⁵⁷ Cherednychenko (2009) s. 936

¹⁵⁸ Busch (2012) s. 392-393

4.5 Hvilke risiki må foretaket opplyse om?

Bankers Trust v Pt Dharmala¹⁵⁹ omhandlet selgers informasjonsplikt ved en rekke komplekse derivattransaksjoner gjort av Dharmala-gruppens finansdirektør og group financial controller. De omdiskuterte investeringsavtalene var såkalte "swaps", hvorav kunden betaler selger en fast sum i motbytte mot at selgeren holder kjøper skadesløs for visse prissvingninger i et forhåndsbestemt aktivum, eks. renter. Kjøper oppnår dermed en lavere eksponering mot volatilitet i produktet og "hedger" seg således mot eventuelle rentestigninger. En slik tjeneste regnes som "Execution of orders on behalf of clients". jfr. MiFID Annex I Section A (2). I kontraktsrettslig sammenheng dreier det seg om kjøp av en fordring.

Dharmala hevdet at Bankers Trust hadde en duty of care til å informere "fully and properly to DSS the operation, terms, meaning and effect of the proposed swap 1, swap 2 and amended swap 2 and the risks and potential financial consequences to DSS of accepting them".¹⁶⁰

Mance J karakteriserte kontraktsforholdet som "not the conventional banker-customer relationship, although that too may on occasions be affected by representations, undertakings or the assumption of an advisory role. The bank here was marketing to existing or prospective purchasers derivative products of its own devising which were both novel and complex. The analysis of the relationship is in the circumstances one of some delicacy".¹⁶¹

I denne saken vant derimot ikke kjøper frem med sine krav om misligholdt informasjonsplikt og retten valgte å legge tyngden på forhandlingsmaksimen. For det første kommer dette til uttrykk ved rettens syn på partenes profesjonalitet hvorav det ble uttalt at "It is true that there was a disparity in expertise between BTCo on the one hand and DSS on the other. Nevertheless Mr Thio and Mr Kong were experienced in financial matters and deliberately interested themselves in a transaction which, in my judgment, they must well have understood to be speculative".¹⁶² Et springende punkt var videre at Dharmala hadde underskrevet og krysset av et vedlegg hvor de erkjente at Bankers Trust International var uten plikt til å advare og opplyse om risikoen ved de omtalte transaksjonene som indikert av reglene utarbeidet av Securities and Futures Authority (tidligere FSA).¹⁶³ Følgelig kom ikke regelverkets rolle på spissen.

¹⁵⁹ Bankers Trust International plc v PT Dharmala Sakti Sejahtera & related action (1996) CLC s. 518

¹⁶⁰ Ibid s. 528

¹⁶¹ Ibid s. 530

¹⁶² Ibid s. 555

¹⁶³ Ibid s. 555-556

Mance J konkluderte med at "The assumption on which most business is conducted is that both parties understand, or avail themselves of advice about, the area in which they are operating and the documentation which they use"¹⁶⁴, men la samtidig til at "a case may however differ, because of the novelty and complexity of the products in question, and because of" the counterparty's role in devising and marketing them.¹⁶⁵ Selv om disse elementene var tilstede her, var det likevel ikke tilstrekkelig til å oppstille en informasjonsplikt.

Ettersom verdipapirforetakene nå må gi "appropriate information ... in a comprehensible form to clients ... about ... financial instruments and proposed investment strategies", hvilket inkluderer "appropriate guidance on and warnings of the risks associated with investments in those instruments"¹⁶⁶, vil vi, hensett til den betraktelige vekten de offentligrettslige pliktene tillegges, kunne legge til grunn at resultatet i denne saken ville blitt annerledes dersom det hadde dreid seg om produkter solgt etter MiFIDs implementering gjennom COBS. Resultatet er at lojalitetsprinsippet i slike transaksjoner får en tilsvarende styrke som i norsk rett. Utviklingen i engelsk rett er derimot mer dramatisk, da terskelen for hva det måtte informeres om i nevnte sak fremstår som atskillig høyere enn i Norsk rett, hvor grensen tidligere gikk ved "temmelig grunnleggende forhold" jfr. Rt. 2012 s. 1926.

4.6 Presentasjonsform

Dharmala v Bankers Trust dreide seg også om presentasjonsformen. Dharmala hevdet at Bankers Trust International hadde tegnet et uriktig bilde av risikoen ved disse transaksjonene ved å fremheve den høye potensielle inntjeningen, men ikke den høye risikoen.¹⁶⁷ Som nevnt tidligere, lot ikke domstolen seg overbevise av dette, hensett til den betydelige rollen forhandlingsmaksimen tidligere har spilt i slike kontraktsforhold.

Nå må verdipapirforetakene gi balansert informasjon om risikoen¹⁶⁸, og disse offentligrettslige informasjonspliktene vil således medføre en vesentlig modifikasjon av det tidligere paradigmet om caveat emptor hvorav partene selv er forventet å ivareta sine egne interesser slik det fremgår av premissene i den omtalte dommen.

¹⁶⁴ Ibid s. 531

¹⁶⁵ Ibid s. 433

¹⁶⁶ EP/Rdir 04/39 EF artikkel 19 (3)

¹⁶⁷ Bankers Trust International plc v PT Dharmala Sakti Sejahtera & related action (1996) CLC s. 518

¹⁶⁸ Kdir 06/73 EF artikkel 27 nr. 2 og nr. 3

4.7 Frarådningsplikt

I saken JP Morgan v Springwell¹⁶⁹ anførte Springwell at JP Morgan hadde en duty of care bestående i en plikt til å anbefale større diversifisering, samt eventuelt å påse at Springwell var innforstått med den høye risikoen en slik eksponering ville medføre før investeringsavtalen ble inngått.

Denne saken dreide seg om en investering på 700 millioner dollar i derivater gjort av Springwell. Disse derivatene var hovedsakelig knyttet til russiske og indonesiske statsobligasjoner, og Springwell sin totalinvestering var dermed usedvanlig lite diversifisert hvilket innebærer høy risiko. Investeringene var gjort ved at Springwell gjennom Chase som ordreformidler kjøpte obligasjoner utstedt av selskaper i Chase-gruppen med referanse til de relevante statsobligasjonene. Investeringsavtalens oppbygning har dermed mange likhetstrekk med indeksobligasjonene i Rt. 2013 s. 388.

Retten tok utgangspunkt i Mance J sin karakterisering av kontraktsforholdets art som over.¹⁷⁰ I likhet med Mance J, noterte Gloster J at det også her dreide seg om markedsføring av komplekse produkter sammensatt av banken til eventuelle kjøpere hvilket innebærer at analysen av omstendigheten er "one of some delicacy".¹⁷¹ I denne saken ble det særlig vektlagt at Springwell var å regne som en "sophisticated investor" hvilket høynet terskelen for å oppstille en duty of care.¹⁷² Videre ble det vektlagt at Springwell hadde underskrevet på sin forståelse av risikoen¹⁷³, samt at det ikke forelå noen avtale om rådgivning - noe man ville regnet med dersom en slik forpliktelse skulle foreligge ved en avtaleinngåelse av en slik størrelsesorden.¹⁷⁴ Når det gjaldt den regulatoriske bakgrunnen, noterte Gloster J at "both experts agreed that there was no universal system or regime by which private banks operate".¹⁷⁵ Som nevnt innledningsvis dreide dette seg om produkter solgt på 90-tallet, og da med en meget forskjellig regulatorisk bakgrunn fra i dag.

Retten kom til at det ikke forelå noen duty of care i dette tilfellet særlig ettersom kontraktene ikke inneholdt noen betegnelse av informasjonsplikter og attpåtil ansvarsfraskrivelser for

¹⁶⁹ JP Morgan Chase bank & Ors v Springwell Navigation Corporation (2008) EWHC 1186

¹⁷⁰ Ibid (52)

¹⁷¹ Ibid

¹⁷² Ibid (433)

¹⁷³ Ibid (433)

¹⁷⁴ Ibid (435)

¹⁷⁵ Ibid (470)

manglende informasjonsplikt.¹⁷⁶ Gloster J uttalte i denne forbindelse at "If the parties have contractually defined the terms upon which they will conduct business, then that may in the normal case provide a clear and often determinative indication as to the non-existence of any wider tortious duty".¹⁷⁷ Følgelig hadde ikke JP Morgan noen plikt til å anbefale en større diversifisering eller påse at Springwell var innforstått med risikoen før avtalen ble inngått.

Som tidligere beskrevet, oppstiller MiFID nå i art 19 (5) en klar frarådningsplikt der produktet ikke anses hensiktsmessig for kunden. Sett i forhold til resultatet i JP Morgan v Springwell, medfører denne frarådningsplikten en betydelig utvidelse av verdipapirforetakenes informasjonsplikter i den grad de gis privatrettslig virkning.

4.8 Ansvarsfraskrivelser

Særlig i kommersielle transaksjoner er bruken av ansvarsfraskrivelser meget utstrakt, og en eventuell duty of care bestående av en informasjonsplikt for verdipapirforetak vil få begrenset betydning i den grad verdipapirforetaket kan fraskrive seg ansvaret for denne.¹⁷⁸ Ettersom engelsk rett tradisjonelt har tillagt kontraktens ordlyd stor vekt, vil det kort knyttes et par bemerkninger til gyldigheten av ansvarsfraskrivelser fra en eventuell informasjonsplikt i form av en duty of care.

Det følger av Unfair Contract Terms Act section 2 (2) at "a person cannot so exclude or restrict his liability for negligence except in so far as the term or notice satisfies the requirement of reasonableness".

Ansvarsfraskrivelsen i JP Morgan v Springwell¹⁷⁹ var gjenstand for prøving etter denne bestemmelsen i ankesaken Springwell v JP Morgan.¹⁸⁰ Springwell vant derimot ikke frem med at ansvarsfraskrivelsen var urimelig, da retten kom til at "Springwell signed the terms and conditions more than once. In law it is to be taken as having read and understood them. Therefore the terms are part of the contract for the sale of the GKO LNs and Springwell is bound by them".¹⁸¹ Uttalelsen illustrerer således den betydelige styrken engelske domstoler tidligere har tillagt avtalefrihetsprinsippet. Spørsmålet blir så hvilken betydning MiFID får for gyldigheten av slike ansvarsfraskrivelser ved investeringsavtaler inngått etter direktivets ikrafttreden.

¹⁷⁶ Ibid (475)

¹⁷⁷ Ibid (475)

¹⁷⁸ Dette i motsetning til drøftelsen i del 3, hvilket også nødvendiggjør en mer grundig behandling av emnet her.

¹⁷⁹ JP Morgan Chase bank & Ors v Springwell Navigation Corporation (2008) EWHC 1186

¹⁸⁰ Springwell Navigation Corporation v JP Morgan Chase Bank & Ors (2010) EWCA Civ 1221

¹⁸¹ ibid (170)

COBS 2.1.2 R spesifiserer at "a firm must not, in any communication relating to designated investment business seek to: (1) exclude or restrict ... any duty or liability it may have to a client under the regulatory system". De forskjellige informasjonspliktene som påhviler verdipapirforetakene etter MiFID vil være slike regulatoriske plikter som COBS 2.1.2 R taler om, og dette vil utgjøre et sterkt moment for at det vil være urimelig jfr. Unfair contract terms act å fraskrive seg ansvaret fra disse.

Spørsmålet har ennå ikke blitt løst i rettspraksis, men vi kan anta at MiFID vil medføre at slike ansvarsfraskrivelser fra informasjonsplikten som vi så i Springwell v JP Morgan ikke vil stå seg i fremtiden. Dermed markerer MiFID et betydelig skifte fra den nokså ensidige vektleggingen av avtalefrihetsprinsippet til en mer klientvennlig vektlegging av lojalitetsprinsippet ved inngåelsen av investeringsavtaler mellom kommersielle parter.

4.9 Lovfestet erstatningsansvar ved brudd på informasjonsplikten etter MiFID

En annen betraktelig utvikling for det privatrettslige ansvaret for misligholdt informasjonsplikt er Financial Services and Markets Act 2000 section 150 (1) hvorav overtredelse av "a rule is actionable at the suit of a private person who suffers loss as a result of the contravention". I *Zaki & Ors v Credit Suisse (UK) Ltd*¹⁸² ble denne bestemmelsen brukt som hjemmel for krav om erstatning grunnet brudd på COBS' forløper, COB, og man kan derfor legge til grunn at brudd på verdipapirforetakets plikter etter COBS tilsvarende vil gi grunnlag for et privatrettslig krav mot verdipapirforetaket. Ettersom COBS implementerer bla. informasjonspliktene i MiFID artikkel 19 vil brudd på disse dermed kunne gjøres gjeldende ovenfor verdipapirforetakene, men bare såfremt søksmålet fremmes av en "private person".¹⁸³ Følgelig er selskaper utelukket, men næringsdrivende investorer som opererer som privatpersoner vil likevel kunne nyttiggjøre seg av denne bestemmelsen.

4.10 Konklusjon

Den regulatoriske utviklingen frembrakt av MiFID medfører en fremvekst av en privatrettslig informasjonsplikt for verdipapirforetakene ved inngåelsen av investeringsavtaler.

¹⁸² *Zaki & Ors v Credit Suisse Ltd* (2011) EWHC 2422

¹⁸³ Jfr. FSMA 2000 section 150 (1)

Selv om engelske domstoler tidligere har anerkjent at finansielle transaksjoner innehar et til-
litselement som kan forsvare å tillegge avtalefrihetsprinsippet mindre vekt, har de ikke forelø-
pig funnet tilstrekkelige rettslige holdepunkter for å fravike dette utgangspunktet. Dette illus-
trereres i *Springwell v JP Morgan*¹⁸⁴ som satte en effektiv kontraktsrettslig stopper for eventuel-
le informasjonsplikter på verdipapirforetakets side. Dersom Unfair Contract Terms act section
2 (2) vil gjøre slike ansvarsfraskrivelser ugyldige, kommer dette til å skape massive ringvirk-
ninger for informasjonsplikten og lojalitetsprinsippets betydning ved inngåelse av investe-
ringsavtaler. Uavhengig av dette vil vekten tillagt de offentligrettslige pliktene ved vurde-
ringen av verdipapirforetakenes duty of care innebære at MiFIDs informasjonsplikter imple-
menteres i engelsk privatrett gjennom COBS.

Denne fremveksten av en privatrettslig informasjonsplikt medfører samtidig en styrking av
lojalitetsprinsippet ved inngåelsen av investeringsavtaler. Det er grunn til å anta at domstole-
nes tidligere prioritering av avtalefriheten nå må gi plass for verdipapirforetakenes lojalitets-
plikter til å informere kundene og sette disse i stand til å forstå risikoen med de finansielle
instrumentene.

5 Hovedkonklusjon

Den største utviklingen frembrakt av MiFID gjennom henholdsvis verdipapirhandelloven og
COBS er fremveksten av klare privatrettslige grunnkrav til verdipapirforetakenes opptreden
ved inngåelse av investeringsavtaler. Disse grunnkravene gjelder i utgangspunktet uavkortet
og utgjør da hensiktsmessige målestokker for hvilken informasjon verdipapirforetaket må gi
samt hvordan denne informasjonen må formidles til kunden.

Denne utviklingen leder til et forsterket lojalitetsprinsipp mellom næringsdrivende ved inngå-
elsen av investeringsavtaler i den grad den ene part regnes som "ikke-profesjonell" etter Mi-
FID-rammeverket. Det kan da spørres om denne forsterkningen av lojalitetsprinsippet også
vil kunne skape ringvirkninger for andre typer avtaletyper. Investeringsavtaler inneholder
særegne trekk, noe vi har sett at både norske såvel som engelske domstoler har anerkjent. Som
nevnt i innledningen er to karakteristikk spesielt fremtredende i disse avtalene: kompleksite-
ten av produktet som selges og asymmetrien i informasjon og kunnskap mellom partene -
særlig asymmetrien i partenes kunnskap om risiko. Dette gir dermed opphav til det fremtre-
dende tillitsaspektet som ligger til grunn for den forsterkede lojalitetsplikten. I den grad andre
kontrakter gjenspeiler lignende karakteristikk vil det kunne være grunn for analogier, men
det er etter mitt syn vanskelig å hevde at lojalitetsprinsippet i norsk rett styrkes rent generelt

¹⁸⁴ *Springwell Navigation Corporation v JP Morgan Chase Bank & Ors* (2010) EWCA Civ 1221

som følge av de privatrettslige endringene i informasjonspliktene ved inngåelsen av investeringsavtaler. Konkrete utslag i Høyesteretts praksis kan likevel spille en illustrativ rolle og, avhengig av den videre utvikling, bidra til dannelsen av kontraktsrettslige prinsipper.

Forsterkningen av lojalitetsprinsippet som disse grunnkravene medfører gjør seg også gjeldende i engelsk rett. Det har tidligere blitt nevnt at MiFID setter som et uttalt mål å harmonisere investorbeskyttelse i EU/EØS-området. Selv om MiFID er taus hva angår dets privatrettslige status, kommer man ikke utenom det sentrale poenget at verdipapirforetakenes privatrettslige plikter spiller en viktig rolle for verdipapirforetakenes etablering i andre EU-land og for EUs formål om å skape et enhetlig marked for finansielle tjenester. Grunnet den privatrettslige innvirkningen av MiFID i henholdsvis norsk og engelsk rett ser vi at harmoniseringsmålsetningen gradvis oppfylles også på dette området. En spesielt viktig utvikling er ugyldigheten av ansvarsfraskrivelser for manglende overholdelse av informasjonspliktene samt private personers lovgitte erstatningskrav ved brudd på informasjonspliktene i engelsk rett. Avtaleloven § 36 får på tilsvarende måte anvendelse ovenfor ansvarsfraskrivelser, og hensett til den sterke vekten tillagt verdipapirhandelloven i norsk rett synes det nå å være liten forskjell mellom rettssystemene hva angår privatpersoners beføyelser som følge av verdipapirforetakenes misligholdte informasjonsplikter. Usikkerheten knytter seg først og fremst til investeringsavtaler hvor avtalemotparten er et selskap eller andre juridiske personer.

Vi kan oppsummere med at informasjonspliktene i MiFID gjennom deres privatrettslige innvirkning i norsk og engelsk rett vil medføre en styrking av lojalitetsprinsippets rolle ved inngåelsen av investeringsavtaler i begge rettssystemer. Denne endringen fremstår som mer dramatisk i engelsk rett og resulterer i at vi kan se antydninger til kongruens mellom norsk og engelsk rett på dette området. Dette er særlig interessant fra et komparativt perspektiv ettersom lojalitetsprinsippet tradisjonelt har ansett å inneha en langt svakere stilling i engelsk rett hvorav vektleggingen av avtalefrihetsprinsippet regnes som et karakteristisk trekk. I et videre perspektiv illustrerer dette også hvordan de offentligrettslige kravene gjennom deres privatrettslige innvirkning bidrar til å utviske det tradisjonelle skillet mellom common law og civil law.

Kildeliste

Lov- og forarbejdsregister:

EU-lovgivning:

EP/Rdir 14/65 Europa-parlamentets og rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU

Kdir 06/73 EF Kommissionens Direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af investeringsselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv

EP/Rdir 04/39 EF Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af rådsdirektiv 85/611/EØF og 93/6/EØF og europaparlaments- og rådsdirektiv 2000/12/EF og om oppehævning af rådsdirektiv 93/22/EØF

Norsk lovgivning:

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

2005 Lov om mekling og rettergang i sivile tvister (tvisteloven) av 17. juni 2005 nr. 90

2002 Lov om forbrukerkjøps (forbrukerkjøpsloven av 21 juni 2002 nr. 34

1999 Lov om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven) av 25. juni 1999 nr. 46

1997 Lov om verdipapirhandel (Verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr. 79

1992 Lov om avhending av fast eiendom (avhendingslova) av 3. juli 1992 nr. 93

1989 Lov om håndverkertjenester m.m for forbrukere (håndverkertjenesteloven) av 16. juni 1989 nr. 63

1988 Lov om kjøp (kjøpsloven) av 13 mai 1988 nr. 27

1985 Lov om verdipapirhandel av 14 juni 1985 nr. 61

1969 Lov om skadeserstatning (skadeserstatningsloven) av 13 juni 1969 nr. 26

1918 Lov om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven) av 31 mai 1918 nr. 4

Utenlandsk lovgivning:

FSMA 2000 Financial Services and Markets Act 2000 (UK)

Unfair Contract Terms Act 1977 (UK)

Forskrifter:

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

2005 Forskrift om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger mv. av 1. juli 2005 nr. 783

Forarbeider:

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

NOU 2006:3 *Om markeder for finansielle instrumenter Gjennomføring av MiFID og transparency-direktivet Innstilling II fra Verdipapirmarkedslovutvalget*

NOU 1994: 19 *Finansavtaler og finansoppdrag Delutredning nr 1*

NOU 1993:27 *Forbrukerkjøpslov*

Andre forarbeider:

Europakommisjonen. *Background note for the draft implementing directive* (2006). http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote_en.pdf [sitert 10.10.2014]

Vedtak og rapporter:

Kommissionen for de europeiske fellesskap. Kommissjonsforordning nr. 1287/2006. 10. august 2006. <https://lovdata.no/pro/#document/NLX3/eu/32006r1287?searchResultContext=1075> [sitert 10.10.2014]

EØS-komiteen. Beslutning nr. 26/2005. 29 april 2005. <http://lovdata.no/pro/#document/NLXB/eu/22005d0065> [sitert 01.10.2014]

Domsregister:

EU-domstolen:

Sak C 604/11 Genil 48, S.L. og Comercial Hostalera de Grandes Vinos, S.L mod Bankinter SA og Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA (3. august 2013) EUT C 225

Norges Høyesterett:

Rt. 2013 s. 388

Rt. 2012 s. 1926

Rt. 2012 s. 355

Rt. 2003 s. 400

Rt. 2000 s. 679

Rt. 1995 s. 1460

Rt. 1984 s. 28

Finansklagenemnda:

FINKN-2014-355

FINKN-2014-90

Utenlandske avgjørelser:

Zaki & Ors v Credit Suisse (UK) Ltd (2011) EWHC 2422 (Comm)

Springwell Navigation Corporation v JP Morgan Chase Bank & Ors (2010) EWCA Civ 1221

JP Morgan Chase bank & Ors v Springwell Navigation Corporation (2008) EWHC 1186 (Comm)

Her Majesty's Commissioners of Customs and Excise v Barclays Bank plc (2006) UKHL

Seymour v Caroline Ockwell (2005) EWHC 1137

Gorham v British Telecom PLC (2001) WLR 2129

Bankers Trust International plc v PT Dharmala Sakti Sejahtera & related action (1996) CLC 518

Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd (1964) A.C. 465

Carter v Boehm (1766) 3 Burr 1905

Litteraturliste:

Bøker og festskrifter:

Kjørven, Marte Eidsand. *Det privatrettslige forbrukervernet på finansområdet I: Forhandlingene ved det 40. nordiske juristmøtet i Oslo 21.-22. august 2014* (2014) s. 243-258

- Lilleholt, Kåre. I: *Knophs oversikt over Norges rett*. 14. utgave. Oslo, 2014.
- Giertsen, Johan. *Avtaler*. 3. utgave. Oslo, 2014.
- Michaelsen, André. *Kommentar til Verdipapirhandelloven*. I: Norsk lovkommentar nettversjon [sitert 20 oktober 2014].
- Giertsen, Johan. *Avtaler*. 2. utgave. Oslo, 2012.
- Hagstrøm, Viggo. *Obligasjonsrett*. 2. utgave. Oslo, 2011.
- Kruithof, Marc. *Financial Services in Financial crisis and General European Contract Law*. I: Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law. Nederland, 2011.
- Woxholth, Geir. *Avtalerett*. 8. utgave. Oslo, 2011.
- Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. 3. utgave. Oslo, 2010.
- Furmston, Michael og Tolhurst, G J. *Contract formation law and practice*. Oxford, 2010.
- Moss, Guiditta Cordero. *International Commercial Law*. Oslo, 2010.
- Rogers. *Winfield and Jolowicz on Tort*. London, 2010.
- Hagstrøm, Viggo. *Bankenes ansvar for finansiell rådgivning, særlig ved formidling av spareprodukter til forbrukere*. I: Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder: Festskrift til Mads Henry Andenæs (2010).
- Lørdrup, Peter. *Lærebok i erstatningsrett*. 6. Utgave. Oslo, 2009.
- Hov, Jo og Høgberg, Alf Petter. *Alminnelig avtalerett*. Oslo, 2009.
- Cartwright, John. *Misrepresentation mistake and non-disclosure*. London, 2007.
- Nazarian, Henriette. *Lojalitetsplikt i kontraktsforhold*. Oslo, 2007.
- Munukka, Jori. *Kontraktuell lojalitetsplikt*. Stockholm, 2007.
- Lando, Ole og Beale, Hugh. *Principles of European Contract Law, Parts I and II*. Haag, 2000.
- Kirkeby, Willy. *Engelsk-norsk ordbok for handel & næringsliv*. Oslo, 1993.
- Cohen, Nill. *Pre-contractual Duties: Two Freedoms and the Contract to Negotiate in Good Faith and Fault in Contract Law*. Oxford, 1997.

Tidsskrifter:

Færstad, Jan-Ove. *Rådgivningsaspektets betydning for bankens informasjonsplikter når det selger investeringsprodukter til forbrukere*. I: Tidsskrift for Forretningsjus (2014)

Færstad, Jan-Ove. *En kommentar til Høyesteretts avgjørelse i Fokus Bank-saken, Rt-2012-1926*. I: Lov og Rett (2013)

Kjørven, Marte Eidsand. *Anvendelse av avtaleloven § 36 ved salg av finansielle instrumenter til forbruker*. I: Lov og Rett (2012)

Busch, Danny. *Why MiFID matters to private law*. I: *Capital Markets Law Journal*. (2012)

Cherednychenko, Olha. *European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship*. I: *European Review of Private Law* (2009) s. 936

Tyrhaug (2008) og Mydske . *Gjennomføringen av MIFiD i Norsk Rett - Oversikt og Bakgrunn* I: Tidsskrift for Forretningsjus (2008) s. 152-182

Truyen, Filip. *Aksjeanalyse og informasjonsansvar*. I: Tidsskrift for Rettsvitenskap (2007) s. 85-170

Carter, John. *Good faith and fairness in the negotiation of contracts part II*. I: *Journal of Contract Law* (1995)

Nettsider:

Kredittilsynet. *Det norske sparemarkedet: Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter* (2008). <http://www.regjeringen.no/upload/FIN/rapporter/Utrekning%20-%20Konkurransen%20og%20effektiviteten%20i%20markedet%20for%20verdipapirfond%20og%20andre%20s%20pareprodukter.pdf> [siteret 03.09.2014]

Financial Conduct Authority. *Code of Business Sourcebook* (2007). <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS> [siteret 20.08.2014]

Sim, Disa. *The Scope and Application of Good Faith in the Vienna Convention on Contracts for the International Sale of Goods*, <http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/biblio/sim1.html> åpnet 07.07.2014 (2001)