



Et dypdykk i de juridiske momenter i aksjemeglers rådgivningsplikt

av Avinash Balashankar

Erhvervsøkonomi-jura
Aalborg Universitet
Kandidatavhandling
Forfatter: Avinash Balashankar
Studentnummer: 20231621
Dato innlevert: 14.05.2025
Veileder: Lektor Gitte Søgaard

ABSTRACT

The global financial market has changed, developed and improved for almost the last 20 years. The collapse of Lehman Brothers and the financial crisis in 2008, caused the world financial market to make major changes, legal and operational. For that reason, it was found necessary by the European Commission to incorporate a new legal directive, seeking to meet the need for a regulation of the financial markets, that emerged during the financial crisis. As a result of this need, and the need to adapt the legal regulations to technological developments in the financial markets in recent years, MiFID I was made and incorporated. As a result of MiFID I, MiFID II was later developed and implemented, focusing on the improvement of investor's security when financial advisors provide their services, ensuring transparency and effectiveness.

The nation of Denmark regulates the law of investor's protection through their own national law, ensuring to cover the elements from MiFID II. The danish law of investor's protection therefore uses MiFID II as a legal foundation and covers the elements that Denmark is obligated to regulate, through its own set of legal rules.

This project seeks to clarify which elements that need to be considered when questioning if the financial advisory service has been inadequate and/or insufficient. There are several duties required by both the financial institution and the financial broker. The duties of a securities broker ensures that investors make choices regarding their investments on a well-informed basis. This entitles the brokers to obtain information about the investors' profile, the investments itself, and advises the investor at an adequate level.

Furthermore, this project seeks to analyse the grey areas that arises when interpreting the national law of investor's protection, by digging into legal guidances, decisions, and interpretations made by legal professionals. Through this project the overall conclusion is that the institutions, financial advisors and brokers must be aware of the legal

“Et dypdykk i de juridiske momenter i aksjemeglers rådgivningsplikt”

av Avinash Balashankar

framework, expectations and requirements of how to act, advise and take part in financial decision making as well as the consequences of inadequacy and insufficiency.

INNHALDSFORTEGNELSE

1. INNLEDNING
 - 1.1. Bakgrunn & formål
 - 1.2. Presentasjon av tema & problemstilling
 - 1.3. Avgrensning & struktur
 - 1.4. Metode & rettskildebildet
 - 1.4.1. Dansk rett
 - 1.4.2. EU-Lovgivning
 - 1.4.3. Rettspraksis
 - 1.4.4. Artikler
2. JURIDISKE DEFINISJONER
 - 2.1. Kundetyper
 - 2.2. Finansielle rådgivere
 - 2.3. Investeringer
3. ERSTATNINGSRETTSLIGE BETINGELSER FOR ANSVAR
 - 3.1. De alminnelige erstatningsregler
 - 3.1.1. Skade / Økonomisk Tap
 - 3.1.2. Ansvarsgrunnlag
 - 3.1.3. Adekvat årsakssammenheng
 - 3.2. Profesjonsansvar
 - 3.2.1. Rådgiveransvar
4. INVESTORBESKYTTELSENS REGLER
 - 4.1. Rød tråd fra EU-retten
 - 4.2. Anvendelsesområde
 - 4.3. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 2
 - 4.3.1. Generalklausul
 - 4.3.2. Kategorisering
 - 4.4. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 3
 - 4.4.1. Opplysninger om verdipapirhandleren selv og tjenesteytelsen
 - 4.4.2. Opplysninger om instrumentene og strategien
 - 4.5. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 4 om KYC-prinsippet
 - 4.5.1. Egnethetstest & egnethetserklæring
 - 4.5.2. Hensiktsmessighetstest
 - 4.6. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens Kap. 5 om kunderapportering
5. ANALYSE AV RÅDGIVERPLIKTENS GRÅSONER
 - 5.1. Bakenforliggende krav til kunnskap & kompetanse
 - 5.2. Generalklausulens betydning
 - 5.3. Erstatningsretten for rådgivere
 - 5.4. Opplysningsplikt
 - 5.4.1. Forståelig formidling

“Et dypdykk i de juridiske momenter i aksjemeglers rådgivningsplikt”

av Avinash Balashankar

- 5.4.2. Tilbakehold av opplysninger
- 5.4.3. Frarådningsplikt
- 5.4.4. Ytterligere opplysningsplikt
- 5.5. Selvstendig undersøkelse
- 5.6. Risiko, egnethet & hensiktsmessighet
- 5.7. Komplekse finansielle instrumenter
- 5.8. Misvisende markedsføring
- 6. KONKLUSJON
- 7. LITTERATURLISTE

1. INNLEDING

I denne avhandlingens første kapittel, vil det overordnede og fundamentale for oppgaven legges til grunn. Først vil bakgrunnen og formålet med oppgaven fastlegges, som videre vil danne videre grunnlag for avhandlingens tema og problemstilling. Deretter skal oppgavens avgrensninger og struktur skisseres. Avslutningsvis vil kapittelet fremlegge undersøkelsesmetodene i oppgaven og presisere bakgrunnen for den valgte fremgangsmåten.

1.1 Bakgrunn & Formål

Meglerhus, investeringsbanker og deres aksjemeglere spiller en sentral rolle overfor private investorer, deres kjøp og salg av verdipapirer og generelle formuehåndtering. Ettersom børsen blant annet omfatter kapitalsterke fysiske og juridiske personer er det nødvendig med omfattende og tydelige regelsett, og felles tolkning for å sikre et forutsigbart, velfungerende og rettferdig marked.

Til tross for omfattende nasjonale og internasjonale bestemmelser, ser vi stadig mange aksjemeglere, meglerhus og andre finansielle institusjoner bli ansvarligholdt for juridiske overtredelser. Overtredelser som svindel, bedrageri, innsidehandel, brudd på plikter og god forretningskikk er noen av grunnene til aksjemeglers juridiske ansvar. Ettersom det er flere elementer som kan medføre at aksjemeglere bebreides for investorens tap, foreligger det nærmere bestemte krav til kvaliteten av rådgivningen som aksjemeglere yter.

Formålet med denne oppgaven er å undersøke det juridiske profesjonsansvaret til aksjemeglere, med særlig vekt på hvilke forpliktelser aksjemeglere har til rådgivningsplikten overfor sine retailinvestorer, samt hvilke krav som stilles til aktsomhet og lojalitet overfor investorene.

Oppgaven vil analysere gjeldende rett, relevante dommer og diverse artikler for å belyse hvordan forholdene til profesjonsansvaret er regulert, og hvordan dette møter utfordringene i praksis.

Gjennom analyser av bestemmelser, rettsavgjørelser og diverse juridiske artikler håper jeg på å bidra til å avdekke og tydeliggjøre gråsonene for hva og hvordan aksjemeglere kan rådgive sine investorer for å motvirke senere krav.

1.2. Presentasjon av tema & problemstilling

Et sentralt tema i denne avhandlingen er “ansvar”. Til tross for de sentrale erstatningsrettslige vurderingsmomentene, står forretningsjuridiske anvendelser, som kapitalmarkeds- og verdipapirhandelsrett, sentralt i denne avhandlingen.

Oppgaven tar sikte på å analysere og utdype når og hvordan aksjemeglerne kan holdes erstatningsansvarlig overfor sine investorer på bakgrunn av mangelfull og/eller uriktig rådgivning, og avdekke gråsonene for hva som er tilstrekkelig og utilstrekkelig investeringsrådgivning.

I denne avhandlingen kommer følgende spørsmål til anvendelse:

- ***Når og hvordan kan aksjemegler ansvarliggjøres på bakgrunn av mangelfull og / eller uriktig investeringsrådgivning?***
- ***Hvilke momenter taler for at aksjemeglere har avgitt tilstrekkelig rådgivning til sine kunder?***

1.3. Avgrensning & Struktur

Denne avhandlingen avgrenses på forskjellige områder, og fokuserer dermed på noen spesifikke elementer av et bredt område innenfor erstatning ved verdipapirhandelsrett.

For det første avgrenser dette prosjektet til det rent profesjonsansvarlige. Det er flere former for ansvar i erstatningsretten som blir kort redegjort for i oppgavens tredje

kapittel, men denne avhandlingen velger å fokusere på aksjemeglers profesjonsansvar, som også blir videre definert nedenfor.

For det andre retter denne avhandlingen seg spesifikt mot private investorer, også kalt retail-investorer eller detailkunder. I finansielle institusjoner, meglerhus etc., finner vi ofte investorer av forskjellige arter. Oppgaven vil redegjøre og forklare de grunnleggende trekkene blant de forskjellige investortypene, men den videre anvendelsen vil kun ha hovedfokus på private retailinvestorer.

For det tredje fokuserer dette prosjektet på aksjemeglers ansvar på bakgrunn av investeringsrådgivningen. Det er flere elementer og krav som blir tatt i betraktning ved avgjørelse av det juridiske ansvaret overfor både finansielle institusjoner og deres rådgivere. Dette vil også bli kort definert og redegjort for, men ikke analysert i dybden dersom det ikke finnes relevans for rådgivningskravene til aksjemeglerne.

Til slutt avgrenser denne avhandlingen til å kun omfatte nasjonale- og EU-regelsett. De danske investorbeskyttende reglene har EU-retten som fungerende bakteppe og dermed vil disse også bli inkludert i anvendelsene. Det er flertallige regelverk som overholdes, av finansielle institusjoner og andre organisasjoner som faller inn under tilsvarende karakter, men denne avhandlingen sikter kun etter de danske og EU-rettslige juridiske regler, avgjørelser og artikler som omhandler disse.

1.4. Metode & rettskildebildet

I de følgende avsnittene vil det redegjøres for de relevante rettsreglene som kommer til anvendelse av denne avhandlingen.

1.4.1. Dansk rett

Som nevnt er det flere regelsett innenfor børs- markeds og finansrett. I denne avhandlingen vil det sentrale rettsgrunnlaget, som omfatter kravene rundt rådgivningsplikten, være:

- *Bekendtgørelse 2024-06-14 nr. 760 om investorbeskyttelse ved verdipapirhandel*

Bekendtgørelse 2024-06-14 nr. 760 om investorbeskyttelse ved verdipapirhandel vil heretter bli forkortet til BIV. Formålet med denne lov er å fastlegge kravene som finansinstitusjonene har overfor sine kunder og generelt sikre beskyttelse av forbrukere (investorer) når de investerer i verdipapirer.

1.4.2. EU-Lovgivning

Ettersom de nasjonale regelsettene er innkorporert på bakgrunn av EU-regler, vil det være naturlig å inkludere det sentrale EU-rettslig regelverket:

- Directive 2014/65/EU of The European Parliament and of The Council of 15. May 2014 On Markets in Financial Instruments

Markets in Financial Instruments Directive, heretter forkortet MiFID II, bygger på MiFID I som senere ble delt inn i det som i dag er gjeldende rett, MiFID II & MiFIR. Det argumenteres for at reglene ble til etter finanskrisen, og den meget omtalte konkursen av Lehman Brothers i 2008. EU-reglene fungerer som et bakteppe for den danske investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen. De skal også sees i lyset av den seneste teknologiske utvikling med blandt annet lynhurtige handler foretatt av computere, som kan gi anledning til voldsomme prissvingninger innenfor kort tid, f.eks. under “lynkraket” i USA i mai 2010.¹

Reglene i MiFID II ilegger krav til rådgivere ved kunders kjøp og salg av finansielle instrumenter i EU, herunder også aksjehandel. I forhold til MiFID I, inneholder MiFID II et utvidet regelsett med formål om å sikre økt investorbeskyttelse og transparens i de finansielle markedene, med hensikt på å øke tillit til verdipapirmarkedene i Europa.

1.4.3. Rettspraksis

¹ Finanstilsynet.dk, 2017

Ettersom det har blitt rettet større oppmerksomhet mot finansielle institusjoner i etterkant av finanskrisen i 2008, foreligger det flertallige rettsavgjørelser som er av betydning for denne avhandlingen.

Det pekes på både danske og nasjonale avgjørelser, men også fra EU-domstolene. Videre foreligger det flere avgjørelser fra Finanstilsynet i Danmark som også vil bli anvendt og analysert i dette prosjektet i den grad det finnes relevans for behandling av den endelige problemstillingen i denne oppgaven.

Ettersom de nasjonale og EU-retslige regelsettene ikke gir konkret veiledning i hvordan reglene skal tolkes og anvendes, ansees det derfor som høyst relevant å anvende og analysere reglenes tolkning i praksis.

1.4.4. Artikler

I denne avhandlingen vil det også bli rettet fokus mot rettsreglene, men også hvordan de nasjonale og internasjonale rettsreglene blir anvendt og brukt i praksis. Som “mellomledd” av dette vil det også bli inkludert juridiske artikler og litteratur for å binde det rent juridiske og de rettspraktiske tolkningene i avgjørelsene.

Formålet med innkorporering av juridiske artikler og litteratur i denne avhandlingen er å finne ut hvordan de forskjellige vurderingsmomentene i regelsettene blir og bør bli anvendt, og for å fastsette gråsonene i rådgivningsplikten.

2. JURIDISKE DEFINISJONER

På bakgrunn av en felles forståelse for veien videre i dette prosjektet vil det, i de følgende avsnittene, foretas en felles avklaring av sentrale begreper i avhandlingen. De aktuelle begrepene danner både grunnlag for oppgaven generelt, og for videre tolkning av regelsettene og kildene i avhandlingen.

2.1. Kundetyper

Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen legger til grunn tre forskjellige kundebegreper, jf. § 2; profesjonell kunde, godkjent motpart og detailkunde. Den enkelte kundekategori avgjør, hvilken grad av beskyttelse investoren skal ha.²

Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen fremlegger nærmere bestemte vilkår for hva som er å anse kunden som profesjonell kunde eller godkjent motpart.

Etter § 2, stk. 9 defineres detailkunder som *“En kunde, som hverken er en profesjonell kunde eller en godkendt motpart, jf. stk. 7 eller 8.”* Tatt utgangspunktet i ordlyden i § 2 stk. 9, kan detailkunder, etter alminnelig språklig forståelse, defineres som kunder som handler på bakgrunn av deres private interesser. Videre er det detailkunder denne avhandlingen vil sikte seg mot, og begrepene “investor”, “kunde” og “detailkunde” vil videre bli brukt om hverandre og vil i avhandlingen ha samme betydning.

2.2. Finansielle rådgivere

Aksjemeglere blir i praksis ansett for å være en representant fra et investeringsselskap f.eks. meglerhus eller investeringsbank. Hovedoppgavene til aksjemegleren vil oftest være å gi personlige anbefalinger til en kunde enten på anmodning eller på investeringsrådgiverens eget initiativ av en eller flere transaksjoner i tilknytning til finansielle instrumenter³

² Erhvervsministeriet, Rapport afgivet af Udvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter, 2014, s. 28

³ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel [Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen]

I tillegg til personlige anbefalinger består arbeidet ofte av å gjennomføre men også anbefale ordre, herunder kjøp og salg av investeringer, på vegne av kunder.

Erhvervsministeriet presiserer dette i rapporten fra 2014 ved at en personlig anbefaling kan være en anbefaling om kjøp/salg av spesifikke finansielle instrumenter, men det kan også være en anbefaling om å avstå fra en spesifikk transaksjon i et finansielt instrument.⁴

2.3. Investeringer

I denne avhandlingen står begrepet “investering” sentralt, og det er derfor aktuelt å presisere hvilke investeringer det er tale for. Denne avhandlingen sikter på å analysere investorbeskyttelsen knyttet til investeringer innen aksjer, derivater og andre lignende instrumenter, verdipapirer og kapitalinvesteringer som faller naturlig under tilsvarende produktkategori. Dermed vil investeringer som eiendomsinvesteringer, og investeringer av andre løsører falle utenfor avhandlingens analyser og anvendelser.

⁴ Erhvervsministeriet, Rapport afgivet af Udvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter, 2014, s. 30

3. ERSTATNINGSRETSLIGE BETINGELSER FOR ANSVAR

Da et av avhandlingens sentrale tema er erstatning, er det aktuelt og hensiktsmessig å belyse de danske erstatningsrettslige regler som en bakgrunnsrett. I dette kapittelet vil det først bli foretatt en gjennomgang av de alminnelige erstatningsreglene i dansk rett. Deretter vil kapittelet foreta en redegjørelse av profesjonsansvaret, hva dette innebærer for aksjemeglere og fastsettelsen av ansvaret.

3.1. De alminnelige erstatningsregler

Reglene fastlegger betingelsene for at noen kan dras til ansvar for en inntrådt skade, slik at vedkommende blir forpliktet til å betale erstatning til skadelidte, samt også hvordan erstatningen skal utmåles.⁵ I dette prosjektet står pliktene til aksjemeglerne i sentrum. Heretter vil avhandlingen derfor omfatte momentene som er aktuelle for aksjemegler som skadevolder mot skadelidte, som heretter vil være investoren/ kunden.

I erstatningsretten foreligger det fire kumulative vilkår som skal være oppfylt for at aksjemeglerne holdes erstatningsansvarlig overfor sine kunder. For det første skal det foreligge en skade, som videre medfører et økonomisk tap. For det andre skal det foreligge et ansvarsgrunnlag. Med dette menes at aksjemegleren kan bebreides for skade. For det tredje skal det foreligge en årsakssammenheng. For det fjerde, skal årsakssammenhengen være adekvat

3.1.1. Skade / Økonomisk Tap

Et grunnprinsipp som ofte følges i erstatningsretten er at skadelidte (kunden) skal stilles i samme situasjon som før skaden skjedde. Heretter skal det legges til grunn at det foreligger et krav om et tap, som den skadelidte, altså investoren, hardt lidd og krever erstatning for. Skader kan være som resultat av tap på ulike grunnlag, f.eks. tingsskade, personskade, eller formuesskade, som det oftest vil være tale om ved aksjemeglers mangelfulle og/ eller uforsvarlige rådgivning.

⁵ Eyben & Isager, 2024, s. 23

3.1.2. Ansvarsgrunnlag

Videre må det også foreligge et ansvarsgrunnlag. Ansvarsgrunnlag er de grunnene, som ifølge erstatningsregler skal være til stede, for at noen kan dras til ansvar for en tilføyet skade.⁶ Her skilles det mellom subjektivt- og objektivt ansvarsgrunnlag.

Det subjektive ansvarsgrunnlaget, også kalt culpaansvaret er å anse som det alminnelige ansvarsgrunnlaget. Culparegelen tilsier at erstatningsansvar inntreffer ved utvist skyld for handlingen som medfører tapet nevnt i avsnitt. 3.1.1. Graden av skyld blir videre delt inn i 3; simpelt uaktsomt, grovt uaktsomt og forsett.

I motsetning til det subjektive ansvarsgrunnlaget, forutsetter ikke det objektive grunnlaget skyld. Dermed kan, rent erstatningsrettslig, en aksjemegler bebreides selv om det ikke foreligger skyld. Et objektivt ansvarsgrunnlag vil dermed, som regel, kreve lovhjemmel, f.eks. investorbeskyttelsesbekjentgjørelsens § 5 om villedende markedsføring eller § 12, stk. 3 om opplysningsplikt ved uhensiktsmessighet. Da det objektive ansvarsgrunnlaget er relevant for problemstillingen, vil avhandlingen senere innkorporere dette i lys av de andre regelsettene som omfatter aksjemeglers juridiske ansvar.

3.1.3 Adekvat årsakssammenheng

Det foreligger et siste vilkår om at det skal være en sammenheng mellom aksjemeglers handling og skaden som blir påført investoren. Med andre ord at aksjemeglerens selve handling eller unnlatelse er en årsak som kan knyttes direkte til skaden som har blitt påført kunden. Det er videre viktig å presisere at årsakssammenhengen skal være adekvat, altså ikke for fjern. Med dette menes at handlingen eller unnlatelsen skal være nærliggende til den påførte skaden.

⁶ Eyben, 2021

3.2. Profesjonsansvar

Profesjonsansvarsbegrepet er ofte brukt i erstatningsretten, og kommer til aktualitet i denne avhandlingen. Dette erstatningsansvaret kommer til anvendelse for profesjonelle personer som yter bistand og rådgivning. Eksempler på dette kan være advokater, revisorer, og eiendomsmeglere. Det er heretter viktig å bemerke at erstatningskravet som reises skal være i tilknytning til rådgiverens utførelse av arbeid. I tilfeller der en aksjemegler yter rådgivning er det forventet at kunden får en kvalifisert rådgivning, som svarer til den ekspertisen som er rimelig å forvente av aksjemegleren og dens profesjon.

Ansvarsgrunnlaget er culpabasert. Det blir stadig argumentert for at profesjonsansvaret er et strengt culpaansvar. Ved bedømmelse av, om det er handlet ansvarspådragende, inngår de forskrifter og sedvaner, som gjelder for faget. Er disse strenge, oppleves culpaansvaret som skjerpet, men ansvar i disse tilfeller skyldes altså ikke en særlig culpa-vurdering, men er en avsmittende effekt av strengheten av de krav profesjonelle stiller.⁷

Aksjemeglere er å anse som profesjonelle aktører innenfor handel av verdipapir, og andre finansielle instrumenter. Sentrale arbeidsoppgaver vil være kjøp og salg på vegne av kunder, men også å foreta nærmere bestemte analyser i tilknytning til finansielle produkter, men også rådgivning. Felles for profesjonsansvaret er at det omfatter de profesjonsyrkene, med en vesentlig del av arbeidet bestående av rådgivning.

Aksjemeglere er, som nevnt i tidligere avsnitt, omfattet av det culpabaserte profesjonsansvaret. En aksjemegler skal handle ærlig, redelig og profesjonelt og i sine kunders beste interesse jf. investorbekjengjørelsens § 3. Profesjonsansvaret er således et uttrykk for at profesjonelle handlinger vurderes på bakgrunn av den pågjeldende bransjenormer. Det betyr at hvis den profesjonelle gjør skade, og årsaken til skaden kan henføres til en tilsidesettelse av den bransjenorm, som gjelder for den pågjeldende

⁷ Vagner, Kristoffersen, Langsted, 2024

profesjon, må vedkommende som regel antas å ha handlet culpøst.⁸ På bakgrunn av dette vurderes kravene til arbeidet, som aksjemegleren utfører, etter forholdene i bransjen som aksjemegleren befinner seg i.

Til slutt er det viktig å bemerke at ansvarsgrunnlaget ved spørsmål om profesjonsansvar blir vurdert annerledes sett i forhold til den alminnelige subjektive culpanormen. Ved fastsettelse av ren alminnelig erstatningsrett, brukes den “klassiske” culpabedømmelsen for å fastslå om det foreligger culpaansvar eller ikke. Ved bedømmelse på et område hvor de anses for å ha en særlig kompetanse, vil ikke en slik vurdering være nyttig. Ved profesjonsansvaret brukes det derfor en annen type vurdering; det brukes heller en person med nødvendige kvalifikasjoner enn en alminnelig fornuftig person. På den måten kan man si, at det overordnet og generelt ikke er forskjell på måten å finne ut av om en advokat eller en takdekker har handlet erstatningspådragende - man sammenligner med en god og kompetent utøver av faget. Det er derfor litt misvisende å tale om et profesjonsansvar, man burde i stedet tale om et profesjonelt ansvar.⁹

Det fremkommer i Lovbekjentgjørelse 2024-10-21 nr. 1095 at det foreligger nærmere bestemte krav fra Finanstilsynet om opprettelse og drift av et finansielt foretak. Av den grunn kan det anses at finansielle institusjoner, herunder de ansatte aksjemeglerne, har faglige kvalifikasjoner og andre forventninger som må overholdes for å opprettholde et faglig akseptabelt nivå. Dersom disse kvalifikasjonene, evnene og forpliktelsene ikke overholdes på det nivået som er akseptabelt, kan det derfor være tilstrekkelig å fastsette et ansvarsgrunnlag.

3.2.1. Rådgiveransvar

Rådgiveransvar er erstatningsansvar for feilaktig rådgivning, som påhviler professionelle rådgivere, f.eks. advokater, revisorer, og arkitekter..¹⁰ Begrepet omfatter også det ansvar, som påhviler pengeinstitutter, forsikringsselskaper, fagforeninger mv.

⁸ Vagner, Kristoffersen, Langsted, 2024

⁹ Vagner, Kristoffersen, Langsted, 2024

¹⁰ Vagner, Kristoffersen, Langsted, 2024

for feilagtig rådgivning. Ansvarsgrunnet er culpa, dvs. ansvar for feil og forsømmelser, men uagtsomhedsbedømmelsen kan oppleves streng, fordi de forskrifter, der indgår i culpabedømmelsen, er basert på, hvordan en faguddannet person bør forholde sig.¹¹ Det argumenteres for at rådgiveransvaret kan være et profesjonsansvar, men dette vil bero på den spesifikke tvisten som oppstår. Profesjonsansvaret baseres på et særskilt ansvar som påhviles i spesifikke yrker. Rådgiveransvaret derimot brukes mer generelt mot ansvaret en rådgiver har for rådene vedkommende gir, både profesjonelt og utenfor et profesjonsyrke. Et eksempel på dette kan være finansielle rådgivning. Rådgiveransvaret blir dermed et profesjonsansvar når rådgivningen ytes som en naturlig del av et profesjonsyrke

¹¹ Vagner, Kristoffersen, Langsted, 2024

4. INVESTORBESKYTTELSENS REGLER

I de følgende avsnittene vil det bli foretatt en anvendelse av de investorbeskyttende reglene for aksjemeglers juridiske ansvar. Hovedfokuset er å redegjøre for de grunnleggende bestemmelsene i investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen som er essensielle for denne avhandlingen.

4.1. Rød tråd fra EU-retten

Først og fremst er det viktig å slå fast at reglene i Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kommer på bakgrunn av EU-direktivet MiFID II. Målet med MiFID II er å gi klare grunnleggende rammer for å beskytte investorene og opprettholde tillit og integritet til markedet og aktørene. Selv om MiFID II legger rammene for hva som skal sikres, ligger de avgjørende tiltakene i de nasjonale lovgivningene, herunder Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen, som blant annet skal sikre at investoren får tilstrekkelig med informasjon, og åpner opp for å pålegge ansvar for feil, ufullstendig og/eller manglende rådgivning. Det er viktig å presisere at investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen har hjemmel i 1) Lovbekendtgørelsen om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere, 2) Lovbekendtgørelse om finansiell virksomhet, 3) Lovbekendtgørelse om fondsmæglerselskaper og investeringsservice og -aktiviteter, og 4) Lovbekendtgørelse om forvaltere av alternative investeringsfonde. Dermed kan det legges til grunn at MiFID-reglene blir implementert gjennom de nevnte lovbekendtgørelsene som investorbeskyttelsenreglene har hjemmel i.

4.2. Anvendelsesområde

Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen omfatter regler som beskytter investorer ved verdipapirhandel. Bekendtgjørelsen kommer til anvendelse for ulike type verdipapirhandlere som utfører investeringstjenester, som f.eks. fondsmeglerselskap, investeringsforvaltere, og investeringsselskap, jf. § 1

4.3. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 2

Videre legges det til grunn, i BIV's kapittel 2, om kravene til den som yter investeringsrådgivningen, herunder aksjemeglere. Kravene omhandler en rekke tiltak som skal være til grunn før og under ytelsen av investeringsrådgivningen.

4.3.1. Generalklausul

Generalklausulen er, at en verdipapirhandler skal handle ærlig, redelig og professionelt og i sine kunders beste interesse, jf. § 3.¹² Selv om avhandlingen anser denne regelen som en grunnleggende og essensiell bestemmelse, kan den tolkes bredt og vidtgående. Bekendtgjørelsen legger ikke videre føringer eller presiseringer på hva eller hvordan dette skal tolkes, og derav vil bestemmelsens anvendelse og tolkning være basert på de spesifikke tvistene som oppstår og annen juridiske litteratur

4.3.2. Kategorisering

Aksjemegleren plikter til å kategorisere og behandle kunden som profesjonell eller detailkunde, jf. § 4.¹³ Videre har en profesjonell kunden mulighet for å anmode om å endre avtalebetingelsene for å oppnå høyere grad av beskyttelse, dersom kunden mener å være ute av stand til å foreta en korrekt risikovurdering- eller styring, jf. § 4, stk. 3. Med andre ord kan en profesjonell kunde anmode å endre avtalen mellom seg og aksjemegleren dersom høyere grad av beskyttelse er ønsket på bakgrunn av egne evner til vurdere og styre risiko. På bakgrunn av dette kan det argumenteres for at momentene vil bli vurdert annerledes dersom det oppstår en tvist om aksjemeglers juridiske ansvar overfor en profesjonell kunde vs. en detailkunde.

4.4. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 3

Kapittel 3 i bekendtgjørelsen fastsetter aksjemeglers krav til kommunikasjon til investoren. Den kommersielle kommunikasjonen og materialet som rettes til kunder og potensielle kunder skal være tydelig og ikke være villedende, jf. § 5.¹⁴ Reglene utdyper

¹² Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 2 §3, (2024)

¹³ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 2 §4, (2024)

¹⁴ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 §5, (2024)

ikke hvordan tydelighetsbegrepet skal anvendes, og begrepet kan derfor vurderes ut fra de omstendighetene mellom aksjemegleren og kunden. Etter alminnelig språklig forståelse, skal kommunikasjonen og materiellet, som rettes mot kundene, ikke være misvisende eller egnet til å være mistolkende, og skal være ment å forstå for en kunden. Hvorvidt en detailkunde er egnet til å forstå kommunikasjonen og materiellet, vil avhenge av kundens allerede kunnskap, erfaring og evne, men også hvor godt rådgiveren har forklart innholdet. Det er å forvente at en profesjonell investor har mer forståelse for finansmarkedet og faglige terminologier og dermed påhviler det rådgiveren å formidle riktig for kunder som ikke er av profesjonell karakter.

4.4.1. Opplysninger om verdipapirhandleren og tjenesteytelsen

BIV. § 6 fastsetter at aksjemeglere skal gi kunden relevante opplysninger om verdipapirhandleren og dennes tjenesteytelser, altså om dem selv, hvilke produkter og tjenester som tilbys.¹⁵

Videre skal aksjemegleren opplyse kunden om rådgivningens uavhengighetsgrad samt om den baseres på en generell eller mer begrenset analyse av forskjellige typer finansielle instrumenter jf. § 6, stk. 2, 2. ledd.¹⁶

4.4.2. Opplysninger om instrumentene og strategien

I forbindelse med opplysningsplikten i forkant av rådgivningsytelsen, skal aksjemegleren opplyse om de finansielle instrumentene og de investeringsstrategier, som verdipapirhandleren tilbyr, jf. § 6, stk. 3. Utenom instrumentene og strategien skal også aksjemegleren gi relevant veiledning og advarsler om risiko, som er forbundet med investeringene, og om instrumentene er målrettet for den spesifikke kundegruppen, detail eller profesjonell.¹⁷ Med risiko menes risiko for tap. Det skal heretter legges til grunn at forskjellige finansielle instrumenter som tilbys i dag, har ulik grad av risiko: Typisk vil et bankinnskudd ikke inneholde høy grad av risiko. Aksjer og aksjefond har

¹⁵ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 §6, (2024)

¹⁶ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 §6, (2024)

¹⁷ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 §6, (2024)

høyere risikograd, men ikke like høy som derivater og gearede investeringsprodukter, som anses å være high-risk produkter.

Opplysningsplikten krever også at aksjemeglerne oppgir opplysninger om alle omkostninger og dertil knyttede gebyrer, herunder omkostninger forbundet med investeringsservicen og de finansielle instrumentene, jf. § 8, 1. & 2. ledd.¹⁸

4.5. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 4 om KYC-prinsippet

Kapittel 4 omfatter et sett med bestemmelser om “kjenn din-kunde”- prinsippet.

Aksjemegleren skal sørge for å innhente nødvendige opplysninger om kundens kjennskap til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for det spesifikke produkt eller tjenesteytelse, men også opplysninger om kundens finansielle situasjon, investeringsformål og risikotolerance for kundens bæreevne ved tap av penger, jf. § 9.¹⁹

4.5.1. Egnethetstest & egnethetserklæring

På bakgrunn av disse opplysningene skal aksjemegleren heretter anbefale kunden den tjenesteytelsen og de finansielle instrumenter, som egner seg for kunde, og som er i overensstemmelse med vedkommendes risikovillighet og evne til å bære tap, jf. § 9, stk. 2.²⁰ Etter alminnelig språklig forståelse skal rådgivningen og de finansielle instrumentene som kunden investerer i, være basert på opplysningene om kundens finansielle situasjon, risikovillighet og evne for å tåle tap av penger.

Forutsatt at det foreligger et kunde- og rådgiverforhold som er omfattet av BIV., skal aksjemegleren, innen investeringen er foretatt, utarbeide en erklæring om egnethet, hvorav det fremgår, hvilken type investeringsrådgivning som er ytet, og hvordan denne rådgivning stemmer overens med kundens preferanser, mål og andre karakteristika., jf. § 10.²¹ Det skal med andre ord dokumenteres for rådgivningen som er gjennomført og hvordan denne samsvarer med kundens risikotoleranse og preferanse. Dette kan

¹⁸ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 §8, (2024)

¹⁹ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 4 §9, (2024)

²⁰ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 4 §9, (2024)

²¹ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 4 §10, (2024)

argumenteres for å være til beskyttelse for både kunden og for aksjemegleren. Dersom et krav reises vedrørende rådgivningen som aksjemegleren har ytet, vil dokumenteringen kunne brukes som bevisbyrde.

4.5.2. Hensiktsmessighetstest

Det følger av bekendtgjørelsens § 12 at megleren plikter å foreta en løpende vurdering, ved “executions only” om produktet er hensiktsmessig for den spesifikke kunden. Som følge av dette foreligger det også en frarådningsplikt jf. § 12, stk. 3.²² Dersom produktet som ønskes investert i, ikke er hensiktsmessig for kunden, skal de informeres om dette.

Vedrørende “Executions only”- begrepet kan dette gjennomføres under visse betingelser nevnt i § 13. Dette kan defineres som verdipapirhandleren som alene mottar, formidler eller utfører en kundes ordrer med eller uten accessoriske tjenesteytelser, jf. § 13.²³ Dog er dette ikke gjennomførbart dersom produktet er å anse som komplekst, f.eks. derivater, strukturerte produkter, og andre investeringer bestående av uvitende risikofaktorer. Dette vil bli videre analysert senere i avhandlingen.

4.6. Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 5 om kunderapportering

Rapporteringsplikten skal vise til ytelser, som verdipapirhandleren har utført for kunden, jf. § 15. I denne rapporten vil det inneholde meddelelser til kunden med utgangspunkt i de involverte finansielle instrumenters type samt kompleksitet og karakteren av den leverte tjenesteytelsen²⁴ Rapporteringen sikrer at kunden er oppdatert, men også forutsigbarhet i form av dokumentasjon ved oppståelse av tvist. Med dette menes at, dersom det skulle oppstå en tvist mellom megler eller institusjonen og kunden, om skyldsspørsmål, foreligger det en bevisbyrde hos begge parter som det skal tas utgangspunkt i. Dermed kan denne rapporteringsplikten argumenteres for å være investorbeskyttende og beskyttende for megleren og meglers institusjon.

²² Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 4 §12, (2024)

²³ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 4 §13, (2024)

²⁴ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 5 §15, (2024)

5. ANALYSE AV RÅDGIVERPLIKTENS GRÅSONER

I dette kapittelet går avhandlingen dypere inn i aksjemeglerens rådgivningsplikter på et analyserende nivå. Gjennom gjeldende rett, relevante rettsavgjørelser og teoretiske anvendelser, er formålet med analysen å belyse hvilke rådgivningsforpliktelser en aksjemegler har overfor sine detaillkunder, og finne “gråsonene” for hva som er tilstrekkelig og rimelig investeringsrådgivning.

Først vil de generelle prinsippene i investorbeskyttelsen bli redegjort for. Videre vil argumentasjon og vurderinger fra domstolene og Finanstilsynet bli anvendt. I tillegg vil det bli foretatt en inkludering av hva det teoretiske materialet, i form av artikler, sier om rådgivningsplikten. Gjennom denne analysen søker kapittelet å belyse, hvorvidt det eksisterer klare og tydelige grenser for aksjemeglers rådgivning, samt hvilke faktorer som er med på å tydeliggjøre disse grensene mellom rimelig og urimelig investeringsrådgivning

Kildene som er innhentet i dette kapittelet presenterer juridiske dokumenter, herunder teoretiske artikler og rettsavgjørelser fra danske domstoler og tilsyn, samt EU-domstolen, og beslutninger fra det danske Finanstilsynet. De fleste kildene omhandler tvister oppstått mot banker angående investeringsrådgivning og tap på bakgrunn av finansielle instrumenter. Sentralt omhandler de om hvorvidt de finansielle institusjonene har gitt tilstrekkelig rådgivning og overholdt reguleringene.

Finanstilsynet definerte formålet med at regelen skal sikre at kunder i finansielle virksomheter kan ha tillit til markedet og de finansielle virksomheter.²⁵ Det stilles stor tillit til markedet da det er enorme mengder med kapital som er i omløp. Investeringer påvirker gjerne også kundenes liv, økonomisk og finansielt. Ettersom det er store aktører i markedet, vil strenge nasjonale og transnasjonale regelverk komme til anvendelse, og man kan dermed si at aksjemarkedet blitt mer globalisert og allment enn

²⁵ Finanstilsynets avgjørelse av 23. oktober 2013, FIT2013.10.23

tidligere. For å ha rammer rundt dette kreves det at aktørene handler med god ånd, ærlig og redelig.

Avslutningsvis nevner Finanstilsynet at således fremgår det av visse instruksjer, at det er viktig å holde fokus på etikken, og at rådgiverne skal handle redelig og lojalt over for kundene i forbindelse med salget.²⁶ Det blir ikke analysert videre om etikkens definisjon, men det er aktuelt, i denne avhandlingen, å vise til at aksjemeglernes tillit og tro fra kundene skal gjenspeiles i etikken bak rådgivningen som ytes.

5.1. Bakenforliggende krav til kunnskap & kompetanse

Aksjemeglere, som “sakkyndige mellomledd”, har tillit fra kunden. Investoren har tiltro til aksjemeglerens råd og veiledning, og stoler dermed på anvendelsene og rådgivningen som ytes. Lovbekendtgjørelsen om om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere presiserer i § 5 a, nr. 4., at bestyrelsen er ansvarlige for at investeringsrådgiverne har de nødvendige ressurser til å gjennomføre investeringsrådgiverens virksomhet, herunder at personalet har den fornødne faglige kompetanse, viten og ekspertise.²⁷

I forhold til kompetansekrav er rådgiveren forpliktet til å ha kompetanse innenfor relevant lovgivning, investeringsprodukter, og økonomisk forståelse, jf § 3, stk. 2 i bekendtgjørelsen om kompetencekrav til ansatte, der yter investeringsrådgivning og formidler informasjon om visse investeringsprodukter. I tillegg til en rekke andre krav fastslått i denne bekendtgjørelsen.²⁸ Dermed kan det legges til grunna at det forventes at rådgivere har kunnskap, kompetanse og viten om det aktuelle finansielle produktet og at bestyrelsen skal stå til ansvar for at ressursene for å oppnå dette blir ivaretatt.

Ettersom aksjemeglere og andre finansielle rådgivere påregnes å ha en spisskompetanse, kan det legges til grunn at opplysninger megleren gir er korrekte.

²⁶ Finanstilsynets avgjørelse av 23. oktober 2013, FIT2013.10.23

²⁷ Lovbekendtgjørelse om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere, og boligkreditformidlere, kap. 2 a §5 a, nr. 4. (2024)

²⁸ Bekendtgjørelse om kompetencekrav til ansatte, der yter investeringsrådgivning og formidler informasjon om visse investeringsprodukter, § 3, stk. 2, (2022)

Som følge av krav til kunnskap og kompetanse, samt den samfunnsmessige tilliten, kan man derfor fastslå at en kunde vil stole på de rådene en aksjemegler gir, og dermed medfører at megleren gir en objektiv vurdering av de opplysninger vedrørende verdipapiret, eller finansielt instrument. Av den grunn må man påse at rådgiveren handler ærlig, redelig og profesjonelt ved personlige anbefalinger, jf. BIV. § 3.²⁹ På bakgrunn av kravene til kunnskap og kompetanse fastsatt i bekendtgjørelsene kan det legges til grunn at det foreligger strenge krav hos aksjemeglerens kunnskap ved rådgivningsytelse.

5.2. Generalklausulens betydning

Som hovedregel er rådgivere pliktet til å handle ærlig, redelig, profesjonelt og i kunders beste interesse.³⁰ Formålet med BIV's generalklausul er at kundene skal kunne ta valg som gagnar dem mest, på et velinformert grunnlag, sikre kvalitet og tillit. Rådgiveren skal dermed handle og rådgive kundene etter personlig anbefaling, jf. BIV. § 2, 4. ledd.³¹ Betingelsen om at rådgivningen skal være personlig betyr at verdipapirhandlerens råd skal ta utgangspunkt i kundens individuelle forhold.³²

Som følge av generalklausulen, supplerer veiledningen til bekendtgjørelse om investorbeskyttelse ved verdipapirhandel at det inngår i forpliktelsen til å handle redelig og profesjonelt, at verdipapirhandleren som ledd i sin rådgivning inndrar konsekvenser av de skatteregler, som er relevante for kunden i forhold til de produkter og ytelser, som rådgivningen omfatter, eller henviser kunden til annen rådgivning herom.³³ Om denne anvendelsen kan inkluderes i dag, vil ikke denne avhandlingen gå dypere inn, da det finnes egne rådgivere innen skatterett osv. Likevel kan det tolkes som at aksjemegleren bør ha et mer bredt perspektiv når de rådgir kunden. Med dette utvides handlerommet

²⁹ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 2 § 3, (2024)

³⁰ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 2 § 3 (2024)

³¹ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 1 § 2, 4. ledd (2024)

³² Erhvervsministeriets, Vejledning til bekendtgjørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, VEJ nr. 55 af 18/07/2011, s. 2

³³ Erhvervsministeriet, Vejledning til bekendtgjørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, VEJ nr. 55 af 18/07/2011, s. 5

til rådgiveren, og normen om profesjonalitet kan derfor tolkes bredt. Med dette menes at aksjemegleren kan inkludere skattemessige og andre konsekvenser av investeringen.

Etter BIV's § 6, stk. 3 plikter rådgiveren å gi relevant veiledning og advarsler om de risikoer som er forbundet med investeringene.³⁴ Dermed må man stille spørsmål om skattemessige konsekvenser er å anse som en “risiko” etter § 6, stk. 3.

Det er også viktig å presisere her at dersom den skattemessige delen av investeringsrådgivningen ikke kan påregnes å være en naturlig del av arbeidsutførelsen, kan heller i rådgiveren bebreides for profesjonsansvar. Rådgiveransvaret derimot kan anvendes dersom rådgivningen er feilaktig eller forsømmende.³⁵ Likevel er det viktig å presisere at det skal foreligge en adekvat årsakssammenheng mellom forsømmelsen og det økonomiske tapet, jf. alminnelige erstatningsregler. Dette blir også presisert av Østre Landsrett, nevnt senere i avhandlingen.³⁶

Ettersom rådgivning av skattemessige konsekvenser ikke blir nedfelt i BIV., eller andre regelsett, kan dette neppe være et lovfestet krav til megleren. Det er i tillegg viktig for aksjemegleren å være forsiktig med å rådgive kunder i andre ekspertisefelt som rådgivere ikke har tilstrekkelig kompetanse om. Dette for å unngå feilaktig rådgivning.

5.3. Erstatningsretten for rådgivere

Aksjemeglerens ansvar forutsetter at det er utvist skyld eller uaktsomhet. Megleren kan altså bebreides for blant annet feilaktig, villedende, og/ eller misvisende rådgivning.

Vi finner straffebestemmelsene i BIV. § 19, som presiserer at det kan pålegges bøter for brudd på bestemmelsene om villedende eller utydelig markedsføring, jf. § 5, opplysninger om seg selv, investeringen og rådgivningen som ytes, jf. § 6, stk. 2-4,

³⁴ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 § 6, stk. 3 (2024)

³⁵ Vagner, Kristoffersen, Langsted, 2024

³⁶ Østre Landsrettsdom U.2023.4270

opplysning om kryssalg, jf. § 7, grove og gjentakende overtredelser av egnethets- og hensiktsmessighetstest, jf. § 9.³⁷ Etter alminnelig språklig forståelse kan man derfor si at aksjemegleren blir holdt ansvarlig ved utvist skyld, men også ved feilaktig rådgivning og etter BIV. § 19.

I tillegg til straffebestemmelsene i BIV., kan megleren bebreides for erstatningsansvar. Likevel forutsetter dette at rådgiveren har handlet culpøst og med et økonomisk tap som følge av handlingen. Megleren hefter derfor for det økonomiske tapet som skadelider blir utsatt for og plikter dermed å dekke tapet i den grad tapet blir “nullet ut” som om det ikke har skjedd et tap.

Det blir ikke fastslått direkte i BIV. om erstatningsplikten ved mislighold. Ettersom bakgrunnsretten for denne bekendtgjørelsen er MiFID II, skal det nevnes at EU-reguleringen heller ikke inkluderer erstatningsplikten ved mislighold eller brudd. Dette blir også belyst i C-604/11, hvor renteswapinvesteringer står sentralt. Her presiseres domstolen at det daværende direktivet (MiFID I) ikke tok hensyn til kontaktsmessige brudd, og at dette var opp til de gjeldende nasjonale regelsettene å avgjøre.³⁸ Som følge av denne analogien i gjeldende rett, vil de danske erstatningsreglene komme til anvendelse dersom det er tale om misligholdsbeføyelse på bakgrunn av kontraktsbrudd, ettersom det gjeldende regelsettet MiFID II heller ikke regulerer misligholdsbeføyelser ved kontraktsbrudd. Av den grunn kan det konkluderes med at de danske erstatningsreglene kommer til anvendelse på bakgrunn av brudd og mislighold av reglene i BIV.

Til slutt skal det bemerkes at de erstatningsrettslige betingelsene krever et økonomisk tap som har adekvat årsakssammenheng med handlingen som har skjedd. At rådgiveren ikke har handlet “ærlig, redelig og profesjonelt” må dermed føre til et faktisk økonomisk tap. Dette blir tydelig belyst i U.2023.4270, som i all hovedsak omhandler regnskapsføreren ansvarspådragende handling. Etter frifinnelsen i Byretten, konstaterte

³⁷ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 7 §19, (2024)

³⁸ Genil 48 SL og Comercial Hostalera de Grandes Vinos SL mot Bankinter SA og Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Domstolens dom (Fjerde Avdeling), (Sag C-604/11)

Østre Landsrett at manglende rådgivning om risikoen ved å handle uten godkjennelse fra fondsmyndigheten, til en kurs under markedsverdien, må følgelig anses for ansvarspådragende for den saksøkte. Videre ble det lagt til grunn at de prosessrenter og saksomkostninger, som A Holding A/S krevde erstattet, ikke kunne anses for å være en følge av B's ansvarspådragende rådgivning. Dermed frifant Østre Landsrett den saksøkte regnskapsføreren.³⁹ På bakgrunn av denne avgjørelsen er det viktig å bemerke at den ansvarspådragende handlingen skal ha en adekvat årsakssammenheng med det økonomiske tapet for å bebreide rådgiveren.

Østre Landsrett frifant den saksøkte for feilaktig og mangelfull rådgivning og argumenterte her for at det forelå manglende bevis på at rådgivningen var utilstrekkelig, men også at saksøkerne selv tok del i investeringsplanleggingen og dermed var kjent med produktet og den tilhørende risikoen.⁴⁰ På bakgrunn av dette ble det slått fast at kundene hadde kunnskapen om investeringsaktivitetene risikoen i valutamarkedet. Til tross for frarådingen om å geare ned valgte de saksøkte å fortsette aktiviteten som endte med et betydelig tap. Dermed konkluderte Østre Landsrett at tapet og risikoen for tap var på bakgrunn av de saksøkte selv, og frifant den saksøkte.

Sø- og Handelsretten frifandt Nordea Bank Finland Plc i tvisten mot Kristine Sundtoft Holding ApS i forbindelse med investeringsrådgivningen som var ytet. I lys av tvisten ble det dokumentert og bevist at Kristine Sundtoft var kjent med investeringene gjennom rapporter som ble tilsendt, i tillegg til at hun var kjent med handlene som ble foretatt på vegne av henne. Retten la til grunn at saksøkeren mottok en grundig rådgivning om prinsippene for valutaspekulasjon og de forbundne risikoene.⁴¹ Retten la dermed til grunn at, til tross for lovendringene som ble foretatt innenfor investorbeskyttelse, var Sundtoft bundet av handlene som hun hadde foretatt selv og gjennom andre. På bakgrunn av dokumenterte rapporter, egnethetstester, og opplysningspliktene som var dekket av Nordea, ble de frifunnet for spørsmålet om brudd på rådgivningsplikten.

³⁹ Østre Landsrettsdom U.2023.4270

⁴⁰ Østre Landsrettsdom (FED1997.1856)

⁴¹ Sø- og Handelsrettsdom (U.2014.1570S)

Denne tvisten gjenspeiler faktumet at det foreligger forskjellige momentene som kommer til anvendelse ved vurdering om rådgivningsplikten er fullstendig dekket. I tillegg kan det også legges til grunn at bevisbyrden ligger på kunden dersom skyldspørsmålet kommer til anvendelse. Til slutt skal det også bemerkes at kundens kunnskap om investeringene er viktig å anvende i spørsmål om det foreligger brudd på investorbeskyttelsen.

5.4. Opplysningsplikt

Opplysningsplikten omfatter aksjemeglers plikt til å gi investoren de opplysninger som er å anse som betydelig. Det er viktig at kunden tar valg på bakgrunn av et velinformert grunnlag, som er formålet med investorbeskyttelse. Av den grunn er det viktig å inkludere at aksjemegleren skal sikre at opplysningene som meddeles er oppgitt riktig og forståelig, og ikke misvisende. Her kommer BIV's kap. 3 om informasjon til anvendelse.

5.4.1. Forståelig formidling

Bestemmelsene som hovedsakelig kommer til anvendelse er BIV. §§ 6-8. Det er viktig å presisere videre at opplysningen må være fremlagt og presentert på en forståelig måte, jf. 6, stk. 4.⁴² Vurderingen om denne informasjonsplikten er oppfylt vil dog avhenge av kundens bakgrunn, altså erfaring, kunnskap og generelle forståelse og evne til å holde seg oppdatert. Erfarne investorer vil ofte ha høyere grad av erfaring og kunnskap enn enkelte detaillkunder, og dermed er det viktig at rådgivningen som ytes er tilrettelagt for de enkeltes evne til å forstå den.

Veiledningen til bekendtgjørelsen om investorbeskyttelse ved verdipapirhandel presiserer at informasjonen fra en verdipapirhandler skal tilpasses det vitensnivået, som en detailkunde må forventes å ha. Videre presiseres det at særlige og faguttrykk burde unngås. For å følge bestemmelsene om forståelig formidling i BIV. § 6, stk. 4 & § 8, stk.

⁴² Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 § 6, (2024)

5, er det derfor også viktig å forklare grundig og ikke komplisere opplysningene, for å sikre at tilstrekkelig viten hos kunden.

5.4.2. Tilbakehold av opplysninger

Med den hensikt at kunden skal ha fått tilstrekkelig kunnskap om investeringen og konsekvensene og heretter ta velinformerte valg, er det rådgiverens plikt at opplysninger som er aktuelle for investeringsbeslutningen, blir belyst. Dette blir direkte presisert i investorbeskyttelsesbekendtgjørelsens kap. 3 om informasjon, og gjennom straffebestemmelsene i BIV. § 19.⁴³

Rent erstatningsrettslig kan også aksjemegleren bli holdt ansvarlig for forsømmelighet, dersom informasjon blir tilbakeholdt eller på andre måter ikke brakt til kundens kjennskap, jf. rådgiveransvaret. På den andre siden må denne unnlatelsen ha en adekvat årsakssammenheng med et økonomisk tap som følger. Dersom det er tale om tilbakehold eller forsømmelighet må det bevises at det foreligger skyld eller uaktsomhet for å bebreide rådgiveren.

Utfordringer som kan forekomme som følge av opplysningsplikten er taushetsplikt. Megleren kan ikke meddele informasjon til investoren som er taushetsbelagt da enkelte opplysninger skal holdes fortrolig. Derav vil megleren stå overfor et dilemma: taushetsplikt vs. opplysningsplikt. Det er viktig for aksjemegleren å fraråde kunden som følge av frarådningsplikten i BVL. § 2, nr. 4, bokstav a)., men uten å dele fortrolige opplysninger. Her vil det forekomme en gråsone om hva og hvordan det skal formidles.

Opplysningsplikten i BIV. §§ 6-9 eller MiFID II-reglene opplyser ikke noe om hvordan dette skal vurderes av aksjemeglerne. Likevel kan et alternativ være å informere om at frarådningsplikten er på bakgrunn av opplysningene som er taushetsbelagte. På den måten kan opplysningsplikten i §§ 6-9 overholdes uten å bryte eventuelle taushetsplikter, samt

⁴³ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 & § 19 (2024)

at rådgiveren overholder generalklausulen om å handle ærlig, redelig, profesjonelt og i kundens beste interesse, jf. BVL. § 3.⁴⁴

5.4.3. Frarådningsplikt

Som følge av prinsippet om “personlig anbefaling” i BVL. § 2, nr. 4., skal rådgivningen baseres på kundens egne omstendigheter, om blant annet kjøp, salg, utøve eller undlate å utøve en rettighet.⁴⁵ Rådgivningen kan dermed tales for å ha en frarådningsplikt som følge av “personlig anbefaling”-begrepet. Med frarådning menes heretter rådgiverens personlige anbefaling om å avstå fra å utøve en rettighet knyttet til et finansielt instrument, for eksempel opsjoner.

Høyesterett underbygger viktigheten av frarådningsplikten og bevisbyrden som må foreligge for å bebreide rådgiveren for utilstrekkelig rådgivning. I en tvist med kunde A & B, som saksøkte rådgiveren C for utilstrekkelig rådgivning, sto spørsmålet om utilstrekkelig rådgivning og hensyntakelse av kundens økonomiske forhold sentralt. A & B, ble utsatt for et betydelig tap som følge av valutaspekulasjonsinvesteringer og en volatilt utvikling i “forex-markedet”. Som følge av den volatile endringen ble A og B rådet av C, til å geare ned aktiviteten, noe de så bort fra. I denne avgjørelsen kom Landsretten til konklusjon at erstatningsplikten ikke forelå da A og B aktivt var med i investeringsplanleggingen og i tillegg ble rådet til å minimere risikoen i form av ned-gearing. På bakgrunn av at det ikke ble bevist at det forelå utilstrekkelig rådgivning ble C frifundet.⁴⁶

5.4.4. Ytterligere opplysningsplikt

Opplysningsplikten vil være svært aktuelt dersom investeringen er på bakgrunn av underliggende aktiva, for eksempel finansielle derivater eller warrantinvesteringer, eller andre komplekse investeringer. Opplysninger som er gitt til aksjemegleren på et ensidig selektert grunnlag er ofte ikke nok til å videre dele til kundene. En kunde kan forventes å

⁴⁴ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 2 & § 3 (2024)

⁴⁵ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 1 § 2, nr. 4 (2024)

⁴⁶ Høyesterettsdom U.1999.1329H

ha mindre behov for å gjennomgå opplysninger om et enkelt eller standardisert produkt eller en tjenesteytelse eller et produkt/tjenesteytelse av en type, som kunden tidligere har ervervet, enn opplysninger om et kompleks eller ubekjent produkt/tjenesteytelse.⁴⁷

Selv om det ikke er fastsatt direkte i investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen, presiserer den at opplysningene om de finansielle investeringene skal formidles på en forståelig måte.⁴⁸ Opplysningene vi her snakker om er generelle opplysninger om selve produktet, og de risikoer som er forbundet med investering i de pågjeldende finansielle instrumenter og særlige investeringsstrategier, jf. BIV. § 6, stk. 3, nr. 1.⁴⁹

Eksempler på opplysninger kan være nyheter, statistikk, analyser samt historiske og fremtidige opplysninger på mikro- og makronivå, opplysninger om bransjer, sektorer og markeder som er aktuelle for den spesifikke investeringen.

Opplysningene som formidles blir gjerne avhengige av kundens investeringsbakgrunn, altså kunnskap og erfaring. På den andre siden er det viktig for rådgiveren å opplyse kunden om den spesifikke investeringen er egnet og hensiktsmessig for kunden, som følger av egnet- og hensiktsmessighetsbestemmelsene i BIV. kap. 4.

I rapporten fra Utvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter supplerer det at rådgiveren kan bebreides for å ha handlet culpøst dersom kundens samtlige midler er investert i ét produkt. Det skal sikres at en risikospredning er passende for kunden, og kundens økonomiske situasjon og risikotoleranse. Av den grunn vil et forhold som dette taler for, at det er handlet culpøst og ansvarspådragende.⁵⁰ Det er viktig å skille mellom kundens ønske, risikotoleranse og opplysningsplikten: å unnlate formidling av risikoinformasjon vil være brudd på BIV's opplysningsplikt i § 6, stk. 3, men dersom kunden ønsker å investere i ét spesifikt instrument, til tross for frarådommen, vil ikke kunne holde rådgiveren

⁴⁷ Erhvervsministeriets, Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, VEJ nr. 55 af 18/07/2011, s. 8

⁴⁸ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 § 6, stk. 4 (2024)

⁴⁹ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 § 6, (2024)

⁵⁰ Erhvervsministeriet, Rapport afgivet af Udvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter, 2014, s. 39

erstatningsansvarlig. Å bebreide rådgiveren på dette grunnlaget vil dermed forutsette at det ikke har kommet til kundens kunnskap om den egentlige risikoen og at investeringen ikke er egnet eller hensiktsmessig etter kundens ønsker, behov, økonomi og risikoholdning.

5.5. Selvstendig undersøkelse

Det følger av BIV. § 5 og §6, stk. 4, skal opplysninger og markedsføringsmateriell opplyses på en forståelig måte og ikke være villedende.⁵¹ Dermed kan det påregnes at aksjemegleren bør selektare opplysninger han får og vil meddele, for å skape et objektivt bilde av investeringsproduktet, og det kan derfor argumenteres for at aksjemegleren må foreta egne undersøkelser for å sikre at investeringsproduktet og opplysningene ikke er fremstilt subjektivt eller misvisende.

Undersøkelsen, vurderingen og bortsorteringen av opplysninger skal skje med formål om å holde opplysninger som ikke er holdbare, troverdige eller av generell subjektiv karakter, borte fra kunden. Selv om dette heller ikke presiseres direkte i investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen, bør rådgiveren formidle opplysningene på et objektivt grunnlag jf. BIV. § 5, § 6, stk. 3 og § 6 stk. 4.⁵²

Med dette kan vi konkludere at opplysninger som er oppgitt objektivt og ikke misvisende, villedende eller reklamerende, er å anse som holdbare. Med reklamerende menes at opplysningene ikke skal være fremstilt salgsmotiverende. Det skal likevel legges til grunn at det er tillatt å sende markedsføringsmateriell til kunden, så lenge BIV. § 5 overholdes.

Undersøkelsen kan også videre argumenteres for å ha et forebyggende hensyn. Med dette menes at dersom rådgiveren foretar egne undersøkelser om investeringsproduktet, vil dette underbygge at rådgivningen tar fotfeste i hans eller hennes “personlige anbefaling”, jf. BIV. § 2, nr. 3. og kunne kategorisere

⁵¹ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 § 5 & 6, (2024)

⁵² Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 3 § 5 & 6, (2024)

investeringsproduktet for å selv anvende hvilke kunder investeringen kan være egnet og hensiktsmessig for, jf. § 9, stk. 2.

Et eksempel på uholdbare opplysninger, kan være ved aksjeemisjon, der opplysningene som meddeles til potensielle investorer er oppgitt med hensikten om å hente mer kapital. Selv om reglene om prospektering ikke anvendes her, burde megleren gjøre grundigere undersøkelser og meddele opplysninger om målselskapet, f.eks. insolvens. Det er med andre ord viktig at en aksjemeglers meddelelse av opplysninger som inngår i rådgivningen, er preget av objektivitet og profesjonalitet. Opplysningene skal være realistiske og ikke skape urimelig motiv, mål og ønsker hos kunden.

5.6. Risiko, egnethet & hensiktsmessighet

Flere avgjørelser understreker finansinstitusjoners, inkludert meglerhus, plikter. Avgjørelsene fastsetter at institusjonene plikter å sørge for at kundene er informert om risikoen knyttet til investeringene. Som nevnt tidligere i avhandlingen er ikke alle investeringer like risikofylte, men meglerne er likevel pliktige til å informere og rådgi kunden i tilstrekkelig grad. I de følgende avsnittene kommer derfor BIV. § 6, stk. 3 og kap. 4 om egnethet og hensiktsmessighet til anvendelse.

Erhvervsministeriets rapport fra 2014 presiserer at det foreligger flere saker hvor kunden har fått utlevert faktaark eller andre skriftlige materialer. Etter Pengeinstitutankenævnets vurdering av innholdet av det foretatte materialet, ble det konkludert at, såfremt materialet ikke har vært tilstrekkelig avbalansert med hensyn til fordeler og risiko ved investeringen eller på annen måte ufullstendig, kan dette danne grunnlag for å statuere culpøs atferd.⁵³ Det taler dermed for at rådgivere plikter å opplyse kunden om de faktiske risikofaktorer som ligger til grunn ved de finansielle investeringene. Med hjemmel i uttrykket “redelig forretningsskik og god praksis” jf. § 43 i Lov om finansiell virksomhet, er rådgiverne pliktig til å oppgi både oppsider og nedsider med investeringene for å opprettholde opplysningsplikten.⁵⁴

⁵³ Erhvervsministeriet, Rapport afgivet af Udvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter, 2014, s. 24

⁵⁴ Lovbekendtgørelse om finansiell virksomhed, kap. 6, § 43, (2024)

Østre Landsrett konkluderte med at det ikke anses for bevist, at de tap, saksøkerne har lidt, skyldes feilaktige disposisjoner foretatt av saksøkte på egen hånd eller feilaktig og mangelfull rådgivning fra saksøktes side, hvilket også gjelder opsjonsforretningene, som saksøkerne har vært klar over var sterkt risikofylde.⁵⁵ Til tross for at saken ble anket videre til Høyesterett, fant de ikke grunnlag for at det forelå mangelfull rådgivning. Høyesterett bemerket at de saksøkte må antas å ha vært fullt bekjent med risikoen for tap, som på grunn av investeringenes størrelse kunne begjøre betydelige tap.⁵⁶ Etter alminnelig språklig forståelse, har Høyesterett vektlagt at formidling og kjennskap til risiko for tap, må være til stede for å bebreide institusjonen eller aksjemegleren. Høyesterett fastla videre at den saksøkte ble opplyst og anbefalt å “innskrenke” valutatransaksjonene, men fortsatte likevel å fortsette med spekulasjonstransaksjonene for valutainvesteringer. Etter alminnelig språklig forståelse er frarådningsplikten en av flere forutsetninger for å oppnå tilstrekkelig rådgivning, spesielt ved “high-risk”-investeringer.

Reglene om egnethet og hensiktsmessighet fra MiFID-direktivet plikter institusjonene til å vurdere om investeringene er egnede og passende for kunden. Egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingene blir videre fastsatt i bekendtgjørelsens kap. 4 og har som mål å sikre investorbeskyttelse gjennom, eksempelvis aksjemeglere, å foreta vurderingen basert på kundenes økonomi, investeringsmål, risikotoleranse og kunnskap.

I lys av egnethetstesten presiserer Erhvervsministeriet at grunnleggende sett skal bestemmelsen sikre, at en verdipapirhandler ikke gir en personlig anbefaling uten å foreta en egnethetstest, så verdipapirhandleren kan anbefale kunden den handel og de finansielle instrumenter, som egner seg for vedkommende.⁵⁷ Med dette menes at rådgiveren ikke skal formidle, rådgive eller anbefale kunder om investeringsprodukter

⁵⁵ Østre Landsrettsdom (FED1997.1856)

⁵⁶ Høyesterettsdom, U.1999.1329H

⁵⁷ Erhvervsministeriet, Rapport afgivet af Udvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter, 2014, s. 30

uten å kjenne til kundens profil, altså om en kundes kjennskap til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den spesifikke type produkt eller tjenesteytelse, finansielle situasjon, herunder kundens evne til å være tap, og investeringsformål, herunder kundens risikovillighet, jf. BIV. § 9.⁵⁸ Av den grunn er egnethetstesten å anse som en grunnleggende faktor for forsvarlig rådgivning.

I tilknytning til gjennomføring og oppdatering av egnethetstestene slo Vestre Landsrett fast at Skjern Bank A/S hadde handlet ansvarspådragende. Selv om sakens hovedspørsmål omhandlet motregning av erstatningsplikt mot gjeld, ble det vurdert og fastslått at banken ikke hadde forut for avtalen foretatt noen egnethets- eller hensiktsmessighetstest, jf. bekendtgjørelsens §§ 16 og 17.⁵⁹ Med bakgrunn i at banken burde hatt nødvendig informasjon for vurdering om valutaswap-investeringen var egnet og hensiktsmessig, kom retten frem til at banken hadde pådratt seg et erstatningsansvar.

Finanstilsynet har tidligere konkludert at Totalbanken A/S ikke i tilstrekkelig omfang hadde sikret seg, at det skjedde en oppdatering av investorenes egnethetstest i forbindelse med at banken har ytet investeringsrådgiving om produktet.⁶⁰ Sentralt i denne avgjørelsen stod rådgivning om og salg av kapitalbevis i form av hybrid kjernekapital. På bakgrunn av manglende hensiktsmessighetstester ble det dermed fastslått at det ikke kan dokumenteres at banken har ytet tilstrekkelig investeringsrådgivning etter BIV's bestemmelser. Totalbanken ble dermed pliktet til å endre prosedyrene og interne rutiner for å etterleve regelsettet om egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering. Med dette kan det derfor konkluderes med at dersom hensiktsmessighetstester ikke er gjennomført etter BIV. § 12, kan ikke rådgiveren anses for å ha handlet ærlig, redelig og profesjonelt og dermed ikke ytet forsvarlig rådgivning.

Tilsvarende ble også konkludert da medarbeiderne i Danske Andelskassers Bank A/S (DAB) ble her opplyst om å vente med å foreta egnethetstester for kundene, til etter

⁵⁸ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 4 § 9, (2024)

⁵⁹ Vestre Landsrettsdom U.2017.353V

⁶⁰ Finanstilsynets avgjørelse av 26. juni 2013, FIT2013.06.26

rådgivningen var gjennomført. Finanstilsynet konkluderte også her at ikke har blitt gjennomført egnethetstester i tilstrekkelig omfang og DAB ble dermed påbudt å sikre at alle kunder, som modtar investeringsrådgivning i DAB, får opprettet og/eller oppdatert dere investeringsprofil, når det er relevant.⁶¹

Det skal igjen nevnes at dette ikke nødvendigvis utløser en erstatningsplikt. Det må fortsatt dokumenteres at den utilstrekkelige rådgivningen har medført et økonomisk tap, jf. U.2023.4270.

Til slutt legger EU-domstolen til grunn flere punkter om tolkningen av finansielle produkter. I denne tvisten var det tale om renteswap. Renteswapavtaler brukes gjerne for å utnytte svingningene i rentemarkedet med den hensikt å oppnå en fortjeneste. Det følger av unntaket i MiFID-regelsettet og investorbeskyttelsesbekjentgjørelsens § 13 om at rådgivere ikke er pliktig til å foreta hensiktsmessighetsvurdering. Dog under nærmere bestemte vilkår nevnt i bekendtgjørelsens § 13. Likevel fremkommer det videre at unntaket faller bort dersom produktet kan anses for å være “high-risk” eller av kompleks karakter, jf. bekendtgjørelsens § 13, nr. 1, bokstav f)., der risikoen er betydelig og av komplisert karakter.⁶² I denne tvisten ble også valutaswap-investering ansett som komplekst og hensiktsmessighetsbegrepet vil derfor komme til anvendelse.⁶³

5.7. Komplekse finansielle instrumenter

Som nevnt tidligere i avhandlingen er flere finansielle instrumenter komplekse, avanserte og har høyere grad av risiko. Valutatransaksjoner, handel av unoterte aksjer og finansielle derivater er blant noen av dem. På bakgrunn av produktenes kompleksitet har både det danske Finanstilsynet og domstolen påpekt særlige betraktninger som er av betydning for videre aksjemegling.

⁶¹ Finanstilsynets avgjørelse av 23. oktober 2013, FIT2013.10.23

⁶² Investorbeskyttelsesbekjentgjørelsen kap. 4 § 13, nr. 1, bokstav f) (2024)

⁶³ Genil 48 SL og Comercial Hostelera de Grandes Vinos SL mot Bankinter SA og Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Domstolens dom (Fjerde Avdeling), (Sag C-604/11)

Finanstilsynets la til grunn at enkelte investeringer skal betraktes som komplekse produkter og kan derfor ikke handles uten rådgivning av kunden - dvs. handelen kan ikke gjennomføres som “execution only”.⁶⁴ Dette blir også fastlagt i BIV. § 13, nr. 1, bokstav f), jf. § 13, siste punktum.⁶⁵ I denne spesifikke avgjørelsen var det tale om en kompleks investering i en eiendomsforening. Ettersom investeringene bestod av komplekse produkter og strategier, meddelte Finanstilsynet at andeler i foreningen ikke kan selges uten rådgivning av kunden. Finanstilsynet vektla, at selv om de overordnede plikter rundt prospektering og opplysning av investeringspolitikk- og mål, samt risikorammer var dekket, vil ikke dette tilsi at opplysningene vil kunne bli forstått av en gjennomsnittlig detailkunde.⁶⁶ Etter alminnelig språklig forståelse kan det dermed oppfattes at det er en viktig forutsetning for en aksjemegler å gi tilstrekkelig mengde med informasjon og rådgivning for detailkunder, særlig dersom produktet er å anse som komplekst.

Dette underbygges også i veiledningen til BIV. hvor det suppleres med at omfanget av opplysninger som skal innhentes, avhenger av det konkrete produkt eller tjenesteytelse. Såfremt kunden alene etterspør investeringsrådgivning i relasjon til investeringer i ikke-komplekse produkter, produkter med lav risiko, eller kunden investerer i relativt mindre beløp, vil omfanget av opplysninger, som innhentes, være mindre i forhold til investering av store beløp i meget komplekse finansielle instrumenter.⁶⁷

Domstolen legger også til grunn at komplekse produkter illegger strengere krav til rådgivningen. Selv om rettsspørsmålet gjelder avregning av erstatningsplikten fastsetter, omhandlet denne tvisten opprinnelig om det fårelå mangelfull rådgivning og dokumentasjon. Til dette ble det konstatert at en swap-avtale må anses som et komplekst produkt forbundet med en generell høy risiko, påhviler det banken en skjerpet forpliktelse til å dokumentere, at den fornødne rådgivning og veiledning ble

⁶⁴ Finanstilsynets avgjørelse av 17. april 2009, FIT2009.04.17

⁶⁵ Investorbeskyttelsesbekendtgjørelsen kap. 4 § 13, nr. 1., bokstav f) (2024)

⁶⁶ Finanstilsynets avgjørelse av 17. april 2009, FIT2009.04.17

⁶⁷ Erhvervsministeriets, Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, VEJ nr. 55 af 18/07/2011, s. 11 & 12

gitt.⁶⁸ Med dette kan det konkluderes at det ligger skjerpede forpliktelser hos rådgivere når investeringene er å anse som high-risk og / eller komplekse.

5.8. Misvisende markedsføring

Misvisende markedsføring kan gi et ubalansert og glorifisert bilde av produktet. Med dette menes at de finansielle investeringsproduktene uttrykker et “rosenrødt” bilde uten å gi tilstrekkelig og rimelig informasjon om risiko, og potensielle “downsides” knyttet til produktet. Det gir et ubalansert bilde av den potensielle avkastningen og kan misvises for kunden, særlig dersom kunden ikke har kunnskap og/ eller tidligere erfaring med produktet. Her kommer BIV’s § 5 til anvendelse. Ved markedsføring forstås enhver aktivitet verdipapirhandleren foretar overfor kunden med henblikk på handel.⁶⁹

Opplysninger som sendes for å reklamere eller markedsføre et produkt eller en tjeneste skal ikke være villedende, jf. § BIV. § 5.⁷⁰

Finanstilsynets fastslo at Østjydsk Bank A/S hadde foretatt misvisende markedsføring da banken, på sin hjemmeside hadde markedsført kjøp av bankens egne aksjer. Det ble fremstilt at aksjonærene i banken hadde stor avkastning på aksjene, og at oppsiden for investeringen var enda stor, med muligheter for aksjeutbytter. Videre unngikk Østjydst Bank A/S å opplyse om utviklingen de foregående 5 årene samt at de ikke nevnte at tidligere avkastning ikke er en indikator eller garanti på fremtidig avkastning.⁷¹

Finanstilsynet konkluderte med at en anprisning av bankens meget positive utvikling, herunder at utviklingen ser ut til å fortsette, finner Finanstilsynet skjer på en slik måte, som er egnet til å forskyte kundens fokus fra aksjekjøp, så kunden ikke er så oppmerksom på de risikoene, som er forbundet med en aksjeinvestering, fordi oppmerksomheten fullt ut er rettet mot de fordeler, kunden kan oppnå ved å kjøpe aksjene.⁷² Etter alminnelig språklig forståelse kan det dermed sies at meddeling av

⁶⁸ Vestre Landsrettsdom U.2017.353V

⁶⁹ Erhvervsministeriets, Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, VEJ nr. 55 af 18/07/2011, s. 10

⁷⁰ Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen kap. 2 § 5 (2024)

⁷¹ Finanstilsynets avgjørelse av 26. september 2008, FIT2008.09.26

⁷² Finanstilsynets avgjørelse av 26. september 2008, FIT2008.09.26

informasjon som skyver kundens fokus fra selve investeringen, og over til det rent positive (som f.eks. potensielle avkastningsmuligheter), anses for å være misvisende markedsføring. Følger vi analogien ved denne avgjørelsen kan det også argumenteres for at aksjemeglerens informasjonsdeling som fokuserer på det rent positive med en investering og ikke i tilstrekkelig grad informerer om investeringens “downside”, som f.eks. risiko for tap, anses for å være misvisende.

Finanstilsynet kom til avgjørelse at Formuepleje A/S Fondsmæglerselskab hadde foretatt en bestemt form for villedende markedsføring på grunn av Formuepleje A/S Fondsmæglerselskabs annonsering “Få 8 % utbytte på investering i danske obligasjoner”. Finanstilsynet argumenterte med at markedsføringsmaterialet ikke gir investorene et avbalansert inntrykk av potensiell avkastning og tap.⁷³ Analogien her er at annonsering av investeringsmuligheter ikke skal gi et urimelig stort uttrykk av de positive faktorene med investeringen. Som nevnt over, skal det altså ikke gi et ubalansert og glorifisert bilde av produktet, da kundens fokus vil bli skjøvet vekk fra et heilhetlig bilde til å fokusere på det rent positive, som f.eks. avkastning.

I tillegg argumenterte Finanstilsynet at Formuepleje A/S Fondsmæglerselskab ikke kan garantere et årlig utbytte på 8 %.⁷⁴ Dersom institusjonen, gjennom megleren, ikke stiller garanti for et bestemt utfall, kan det dermed ikke gi uttrykk for at kunder er garantert og sikret den aktuelle avkastningen. Meglerhusene og megleren selv kan dermed ikke love, garantere eller erklære at et bestemt utfall vil skje, dersom det ikke er 100 % sikkert. Dermed vil løfter, garantier og erklæringer ikke være i tråd med BIV.’s bestemmelser.

Tilbakeholding av informasjon kommer også til anvendelse i denne avgjørelsen. Investeringsproduktet, som var sentralt i denne avgjørelsen, var en gearet investering. Herunder la Finanstilsynet til grunn at Formuepleje A/S Fondsmæglerselskab burde ha fremhevet, at det er tale om en gearet investering, hvor investorene kan risikere å miste

⁷³ Finanstilsynets avgjørelse av 15. mai 2009, FIT2009.05.15

⁷⁴ Finanstilsynets avgjørelse av 15. mai 2009, FIT2009.05.15

hele det beløpet de investerer.⁷⁵ Tilbakeholding av opplysninger for å gi et misvisende bilde, fremstiller investeringsmuligheten feilaktig. Det positive “veier mer” enn det negative og vil dermed anses for å ha en rød tråd til misvisende markedsføring. Finanstilsynets fastslo at Danske Andelskassers Bank A/S hadde handlet og brutt flere bestemmelser, inkludert i investorbeskyttelsesbekjentgjørelsen. I tillegg til bankens ulovlige lånefinansiering og manglende gjennomføring av egnethetstester, påpekte Finanstilsynet at medarbeiderne hadde gjennomført en omfattende markedsføringskampanje for salg av bankens egne aksjer. Som følge av Finanstilsynets undersøkelser, ble det lagt til grunn at deler av rådgivningsmaterialet og instruksene for aksjesalget har karakter av å være ensidig salgsmateriale. Materialets ensidige fokus på fordeler og til tider manipulerende språkbruk medfører en betydelig risiko for at de ansatte i banken ikke handlet redelig og profesjonelt over for kundene.⁷⁶ Etter alminnelig språklig forståelse skal ikke rådgivere, også aksjemeglere, formidle og rådgi kunden med et manipulerende språk. Det skal heller ikke være ensidig fokusert, for å unngå misvisning og manipulering av kundenes oppfatning av hva investeringen egentlig er, og hvilke risiko og ulemper som kan følge.

Videre er det aktuelt å inkludere Erhvervsministeriets rapport for erstatningsrettslig rådgivning om finansielle produkter. Selv om det blir henvist til svake kundegrupper, herunder unge, kommer det frem at utvalget er enige i, at det bør tas særlig hensyn til svake kundegrupper, herunder unge, både i forbindelse med finansielle virksomheters markedsføring og i forbindelse med deres rådgivning. Dette betyr at utformingen av markedsføring bør være utformet etter den konkrete mottakergruppe.⁷⁷ Dersom vi følger prinsippet i utvalgets enighet, kan det argumenteres for at markedsføringsmateriell og rådgivningen skal tilpasses hver enkelt og derav ikke kan markedsføre og rådgi kunder om investeringer som ikke er egnet eller hensiktsmessig for kunden.

⁷⁵ Finanstilsynets avgjørelse av 15. mai 2009, FIT2009.05.15

⁷⁶ Finanstilsynets avgjørelse av 23. oktober 2013, FIT2013.10.23

⁷⁷ Erhvervsministeriet, Rapport afgivet af Udvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter, 2014, s. 14 & 15

6. KONKLUSJON

Formålet med dette prosjektet var, som nevnt tidligere, å belyse hvilke plikter en aksjemegler har ved rådgivning overfor sine kunder. Med bakgrunnsrett i MiFID II har det blitt implementert flertallige danske regelsett med formål om å regulere finanssektoren og dens aktører. Disse regelsettene står i dag bak BIV's bestemmelser, som har hjemmel i 4 andre lovbekendtgjørelser.

På bakgrunn av problemstillingen har prosjektet forsøkt å belyse, og analysere elementene som skal overholdes for å oppnå forsvarlig og tilstrekkelig investeringsrådgivning for detailkunder. Analysen av disse momentene er hovedsakelig basert på BIV's bestemmelser. I tillegg til dette har juridiske artikler, domstolspraksis, og avgjørelser fra det danske Finanstilsynet bidratt med å tolke bestemmelsenes ordlyd.

Generalklausulen plikter finansinstitusjonene å handle “ærlig, redelig og profesjonelt”. Av den grunn har vi nærmere bestemte lovfestede krav for rådgivernes grad av kunnskap og kompetanse. I tillegg til krav om kunnskap og kompetanse, fastsetter BIV. visse krav om selve rådgivningen, som er sentrale for denne avhandlingen.

Opplysningsplikten, omhandler rådgiverens plikt til å opplyse kunden. Først og fremst omfatterplikten å opplyse kunden om rådgiveren selv, i tillegg til opplysninger om selve rådgivningen som ytes samt hva rådgivningen er basert på. I tillegg skal det opplyses om de forskjellige investeringene, oppsider og nedsider med plasseringene på en forståelig måte for å sikre at investoren tar valgene på et velinformert grunnlag.

Ved valg av investering og rådgivningsytelse skal rådgiveren kjenne til kundens finansielle stabilitet, kunnskap, erfaring, investeringshorisont og risikotoleranse. Dette skal fungere som et bakteppe for valg og rådgivning av de finansielle investeringene. Investeringen skal være egnet og hensiktsmessig for den spesifikke kunden og en rådgiver kan anses for å ha handlet uaktsomt dersom aksjemegleren utfører handler og yter rådgivningsservice for investeringene som ikke er egnet eller hensiktsmessige for kunden.

For komplekse investeringer er det viktig at kunden er tilstrekkelig opplyst om både oppsider og nedsider. Det er dermed viktig for rådgiveren å opplyse kunden om hva investeringen omhandler, og hvordan produktet kan generere fortjenester og potensielt føre til tap. Alternativt kan det være forsvarlig for en rådgiver å se bort fra komplekse investeringer dersom det ikke passer for den spesifikke kunden. I lys av dette, er det også viktig å unngå misvisende markedsføring når det rådgives. Med dette menes at kunden ikke skal bli villedet til å foreta investeringer som ikke er hensiktsmessige, gjennom tilbakeholdelse av informasjon, risikoinformasjon eller strategisk formulere rådgivningen med en manipulerende hensikt.

Forpliktelsene hos en investeringsrådgiver kan nærmest kokes ned til et felles moment, tilstrekkelig opplysning. Når rådgiveren tilstrekkelig opplyser kunden om servicen som ytes, instrumenten som tilbys, oppsider og risikofaktorer, hensiktsmessigheten og egnetheten, kan det tales for at rådgiveren har handlet i tråd med investorbeskyttelsen.

På bakgrunn av disse momentene kan det tales for at aksjemeglere og andre finansielle rådgivere har flertallige plikter å overholde for å sikre tilliten og de legislative hensynene. En fravikelse av disse kravene kan føre til bøter og / eller potensielt føre til en erstatningsplikt overfor kunden.

7. LITTERATURLISTE

Bekjentgørelser:

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

[Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen], BKG nr. 760 af 14/06/2024, Karnov Group (2024). <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000960798?tab=amends>

Lovbekendtgørelse om finansiel virksomhed, LBKG, nr. 1013 af 21/08/2024, Karnov Group (2024)

https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000974358?tab=karnov#LBKG20241013_P43

Lovbekendtgørelse om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere, LBKG nr. 1095 af 21/10/2024, Karnov Group (2024).

<https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000973067?tab=karnov#LBKG20241095>

Direktiv:

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2014/65/EU af 15/05/2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU, [MiFID II], EUR-Lex (2025).

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065>

Litteratur:

Eyben, Bo von og Isager, Helle. (2024). *Lærebog i erstatningsret* (10. udgave). Djøf Forlag

Rapporter:

Erhvervsministeriet. (Feb. 2014). *Erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter* [Rapport afgivet af Udvalget om erstatningsansvar ved rådgivning om finansielle produkter].

<https://www.em.dk/media/11781/erstatningsansvar-ved-raadgivning-om-finansielle-produkter.pdf>

Vejledninger:

Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, VEJ nr. 55 af 18/07/2011, Erhvervsministeriet (2011).

<https://www.retsinformation.dk/eli/mt/2011/55>

Domsregister:

Sag C-604/11

U.1999.1329H

FED1997.1856

U.2017.353V

U.2014.1570S

U.2023.4270

Kjendelsesregister:

FIT2013.06.26

FIT2013.10.23

FIT2009.04.17

FIT2008.09.26

FIT2009.05.15

Nettsider:

Finanstilsynet DK. (22/06/2017). *Hvad er MiFID II & MiFIR?*

Hentet fra:

<https://www.finanstilsynet.dk/finansielle-temaer/kapitalmarked/mifid-ii-og-mifir/hvad-er-mifid-ii-and-mifir>

Oppslagsverk:

Eyben, Bo von; Den Store Danske: *ansvarsgrundlag* i *Lex* på lex.dk.

Hentet 1. februar 2025 fra <https://lex.dk/ansvarsgrundlag>

Vagner, Hans Henrik; Kristoffersen, Sonny; Langsted, Lars Bo; Den Store Danske: *erstatningsansvar* i *Lex* på lex.dk.

Hentet 1. februar 2025 fra <https://lex.dk/erstatningsansvar>

Vagner, Hans Henrik; Kristoffersen, Sonny; Langsted, Lars Bo; Den Store Danske: *professionsansvar* i *Lex* på lex.dk.

Hentet 1. februar 2025 fra <https://lex.dk/professionsansvar>

Vagner, Hans Henrik; Kristoffersen, Sonny; Langsted, Lars Bo; Den Store Danske: *rådgiveransvar* i *Lex* på lex.dk.

Hentet 3. februar 2025 fra <https://lex.dk/r%C3%A5dgiveransvar>

Antall ord

Sider	37
Ord	9727
Tegn	68204
Antall tegn (unntatt mellomrom)	58672