



NORGES HØYESTERETT

Den 22. mars 2013 avsa Høyesterett dom i

HR-2013-00642-S, (sak nr. 2011/1938), sivil sak, anke over dom,

A

Forbrukerrådet (partshjelper)

(advokat John Christian Elden)

mot

DNB Bank ASA

(advokat Anders Ryssdal)

S T E M M E G I V N I N G :

- (1) Dommer **Noer**: Saken gjelder gyldigheten av avtaler mellom en bank og en kunde om investeringer i to aksjeindeksobligasjoner.
- (2) Norske banker begynte i siste halvdel av 1990-tallet å tilby sine kunder såkalte strukturerte eller sammensatte spare- eller investeringsprodukter, herunder aksjeindeksobligasjoner. Bankene utstedte selv obligasjonene. Det var altså tale om lån fra kunden til banken. Kunden var garantert å få lånebeløpet tilbake ved forfall. Bankene – som låntakere – betalte ikke avdrag eller vanlige renter på lånet. I stedet fikk kunden rett til en avkastning på et gitt forfallstidspunkt beregnet ut fra en verdiutvikling i nærmere angitte aksjeindekser.
- (3) A, født 1949, ble – sammen med andre såkalte Saga-kunder – invitert av Den norske Banks lokalavdeling i X til et møte 5. oktober 2000 om aksjeindeksobligasjoner. I tillegg til muntlig informasjon fikk A to trykte prospekter som banken hadde utarbeidet. Han mottok også – i møtet eller noen dager seinere – et løst ark, hvor det var inntatt beregninger som viste avkastningspotensialet for As investering.
- (4) A inngikk 24. oktober 2000 avtaler med Den norske Bank ASA, nå DNB Bank ASA (heretter kalt DNB), om kjøp av aksjeindeksobligasjoner i form av andeler på

10 000 kroner. De to obligasjonene han investerte i, var DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 og DnB Aksjeindeksobligasjon Sektor 2000/2006 (heretter Global og Sektor). A tegnet seg for 250 000 kroner i hver av obligasjonene, til sammen for 500 000 kroner. Begge hadde en løpetid på seks år, dvs. til 24. november 2006. A skulle ved forfall motta en eventuell avkastning som ble bestemt av aksjeindekser. For Global var aksjeindeksen sammensatt av de tre delindeksene DJ Eurostoxx 50, S&P 500 og Nikkei 225 – vektet med henholdsvis 50, 25 og 25 prosent. Indeksene var knyttet opp mot aksjeutviklingen for store selskaper i henholdsvis Europa, USA og Japan. For Sektor var aksjeindeksen sammensatt av delindeksene DJ Stoxx Healthcare, DJ Stoxx Telecom og DJ Euro Stoxx Bank, som var vektet med en tredjedel hver. Indeksene var her knyttet til aksjeutviklingen for "ledende selskaper" innenfor telecom, farmasi og bank i Europa. For Global skulle avkastningen beregnes som om 105 prosent av obligasjonsbeløpet hadde vært knyttet til indeksen, mens avkastningen for Sektor skulle beregnes som om 100 prosent hadde vært knyttet til indeksen. Investor hadde mulighet for å selge aksjeindeksobligasjonene før forfall om han ønsket det. Banken ville da på forespørsel tilby en pris på obligasjonen.

- (5) Investeringen i aksjeindeksobligasjonene ble finansiert ved at A 30. oktober 2000 tok opp et lån i banken på 520 500 kroner til en nominell fastrente på 7,95 prosent (8,37 prosent effektiv rente). Dette dekket obligasjonenes pålydende samt tegningsomkostninger for aksjeindeksobligasjonene på 3,75 prosent, dvs. 18 750 kroner, og etableringskostnader for lånet på 1 750 kroner. Lånet forfalt til betaling 15. desember 2006. Til sammen betalte A 270 219 kroner i renter og omkostninger på lånet fram til forfall. Korrigert for skattefordelen mv. er beløpet beregnet til ca. 230 000 kroner.
- (6) Kort tid etter at A hadde tegnet seg, falt aksjemarkedet kraftig, blant annet som følge av terrorangrepene i USA 11. september 2001 og den såkalte Enron-skandalen kort tid etterpå. Indeksene knyttet til Global og Sektor falt omtrent frem til årsskiftet 2002/2003. Etter dette steg de jevnt, men ikke nok til at de ved utløpstiden hadde hentet inn nedgangen. Samlet gikk indeksene i løpetiden ned med henholdsvis 16,35 og 8,09 prosent. På grunn av dette fikk A ingen avkastning på investeringen. Han fikk heller ikke noe til dekning av renter og omkostninger.
- (7) A fremmet 25. august 2006 krav overfor banken om å bli stilt som om lånet og investeringen ikke hadde funnet sted. Banken aksepterte ikke kravet, og A klaget 16. oktober 2006 til Bankklagenemnda, nå Finansklagenemnda.
- (8) Nemnda avga uttalelse 20. januar 2009, og ga A medhold under dissens 3–2. Flertallet bygget på at banken ikke hadde sannsynliggjort at produktene med lånefinansiering hadde en tilstrekkelig høy forventet produktavkastning. Flertallet fant at banken hadde forverret avkastningsmuligheten til produktene ved å beregne seg en ikke ubetydelig tilretteleggermargin og kreve en lånerente som ikke reflekterte den risiko banken var eksponert for.
- (9) DNB erklærte at den ikke ville følge nemndas uttalelse. Finansklagenemnda besluttet å stanse behandlingen av tilsvarende saker i påvente av endelig avgjørelse i As sak. Ifølge ankende part var det per oktober 2011 rundt 2000 saker som sto på vent.
- (10) A tok 2. juni 2009 ut stevning mot banken ved Oslo tingrett. Forbrukerrådet erklærte partshjelp.

- (11) Oslo tingrett ga A medhold og avsa 15. juni 2010 dom med slik domsslutning:

"Dnb NOR Bank ASA dømmes til å betale A 230 000 – tohundreogtrettitusen – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av denne dom med tillegg av rente etter forsinkelsesrenteloven § 3 første ledd første punktum fra 23. november 2006 til betaling skjer.

Saksomkostninger tilkjennes ikke."

- (12) Dommen ble avsagt under dissens, idet mindretallet – en fagkyndig meddommer – ville frifinne banken. Flertallet bygget på at A ikke forstod at produktene bestod av to deler, der særlig obligasjonsdelen var ufordelaktig for ham. Flertallet la til grunn at hvis han hadde forstått dette, ville han ikke ha gått inn på avtalene.

- (13) DNB anket tingrettens dom. A søkte om tillatelse til å bringe anken direkte inn for Høyesterett. Høyesteretts ankeutvalg besluttet 4. november 2010 at direkte anke til Høyesterett skulle nektes. Anken ble deretter sendt til Borgarting lagmannsrett, som 30. september 2011 avsa dom med slik domsslutning:

"1. DnB NOR Bank ASA frifinnes.

2. Saksomkostnader tilkjennes ikke."

- (14) Lagmannsretten la til grunn at A hadde blitt informert om vilkårene for lånet, og at indeksene måtte stige over et visst nivå for å gi avkastning. Selv om det kunne reises kritikk mot informasjonsmateriellet, fant lagmannsretten at det ikke ville være urimelig eller i strid med god forretningsskikk å gjøre avtalene gjeldende.
- (15) A – med partshjelp fra Forbrukerrådet – har anket lagmannsrettens dom til Høyesterett. Ankebehandlingen i Høyesterett ble ved kjennelse 18. januar 2012 stanset inntil endelig avgjørelse forelå i C-saken, Rt. 2012 side 355. Høyesterett avsa dom i denne saken 28. februar 2012, og etter ytterligere saksforberedelse ble As anke tillatt fremmet ved beslutning 8. mai 2012. I henvisningsbrevet til partene samme dag ble saken forutsatt behandlet i sammenheng med Fokus Bank-saken, der dom ble avsagt 20. desember 2012, jf. Rt. 2012 side 1926.
- (16) Ankeforhandling ble holdt 23. til 26. oktober 2012. Forhandlingene ble for enkelte spørsmål tatt opp til fortsatt behandling 16. november 2012. Under rettens videre drøftelse ble det begjært behandling av saken i forsterket rett. Eldste fungerende dommer traff deretter avgjørelse om at saken skulle behandles i storkammer, jf. domstolloven § 5 fjerde ledd første og annet punktum, jf. § 6 andre ledd tredje punktum sammenholdt med § 8 andre ledd.
- (17) Sammensetningen av storkammer er avgjort ved loddtrekning, jf. forretningsorden for Høyesterett i storkammer, fastsatt 12. desember 2007 i medhold av domstolloven § 8. Justitiarius Schei og dommerne Øie og Normann ble holdt utenfor trekningen på grunn av inhabilitet. Dommer Matheson ble holdt utenfor på grunn av karantenetid i saker som prosederes av advokatfirmaet Wiersholm, mens dommerne Tjomsland og Matningsdal ble holdt utenfor fordi det forelå rimelig fritaksgrunn, jf. HR-2012-2254-F og HR-2012-2340-F.

- (18) Saken står i hovedsak i samme stilling som for lagmannsretten.
- (19) Den ankende part – A – har med støtte fra Forbrukerrådet som partshjelper i hovedtrekk anført:
- (20) Avtalene mellom DNB og A må settes til side etter avtaleloven § 36, idet de både er urimelige og strider mot god forretningsskikk.
- (21) DNB har i realiteten solgt et "veddemål" til A – en forbruker – uten at oddsen har vært oppgitt, men der beregninger gjort i ettertid har vist at produktene har svært lav forventet positiv avkastning. Det var dessuten sannsynlighetsovervekt for at kunden ville komme ut med tap. Banken må ha kjent til begge deler, mens den selv var garantert både å få fortjeneste og å få hovedstol tilbake. Produktene er aktivt solgt som risikofri investering gjennom forutsatt nøytral kunderådgivning.
- (22) Aksjeindeksobligasjonene bestod i realiteten av to produkter; en innskuddsdel og en opsjonsdel. For A hadde innskuddsdelen ingen funksjon. Den pådro ham utelukkende ekstra kostnader i form av etableringsgebyrer. Når finansieringen var lånefinansiert, medførte innskuddsdelen ytterligere økte utgifter i form av renter og omkostninger på lånet. Dette gjaldt uansett hvor gode utsiktene til avkastning var.
- (23) A ville ha vært bedre tjent med å kjøpe opsjoner direkte eller gjennom banken. Risikoen ved bare å kjøpe en opsjon var imidlertid så stor at erfaringene tilsa at et slikt produkt ikke var salgbart i markedet. Bankens sammensetning av produktene med en innskuddsdel og en opsjonsdel hadde dermed som funksjon å gjøre produktene mer attraktive i markedsføringen ved at banken kunne hevde at kunden ikke risikerte å tape det investerte beløp. I tillegg bidro den lånefinansierte innskuddsdelen til bankens inntjening i form av etableringskostnader og renter, samt sikret banken tilbakebetaling av lånebeløpet på 500 000 kroner.
- (24) Det er enighet om at aksjeindeksen måtte stige med 7,47 prosent årlig for at A skulle få dekket inn sine kostnader. Sannsynligheten for at As investering ville gå med tap, var – etter beregninger gjort av professor Thore Johnsen – på om lag 60 prosent for Global og Sektor. Bankens egne beregninger bekrefter dette, selv om banken er kommet til at sannsynligheten for tap var ca. 55 prosent. Uansett var det sannsynlighetsovervekt for at A ville tape på investeringen. Dette må banken ha visst, men uten å opplyse det til A.
- (25) Gjennom renter, tegningsgebyrer og skjulte marginer tjente banken på den annen side betydelige beløp på As investering.
- (26) Det forelå dessuten flere feil i prospektet og det andre materialet som ble presentert for A før han tegnet seg, blant annet feilaktig angivelse av "break even". Feilene bidro sammen med den gjennomførte underkommunikasjon av risiko fra bankens side til å bygge opp et bilde av et produkt som kunden nesten ikke hadde råd til å gå glipp av.
- (27) Prospektet ga inntrykk av at indeksene fulgte aksjemarkedene. Bestemmelsene om "asiatisk hale" – som ga en reelt sett kortere løpetid for indeksene – og at utbytte ikke var inkludert i indeksene, gjorde imidlertid at det var snakk om en "utvannet indeks". Disse konsekvensene var ikke forklart for kunden. Det samme gjaldt en del andre egenskaper ved produktene.

- (28) Etter avtaleloven § 36 må det foretas en helhetsvurdering av alle relevante forhold, hvor spørsmålet er om det vil virke urimelig eller være i strid med god forretningsskikk å gjøre avtalen gjeldende. Avtaleloven § 37, som inkorporerer EUs forbrukeravtaledirektiv, inneholder særskilte tolkingsfaktorer i forbrukerforhold. Profesjonsansvaret for bankrådgivning er strengt, og manglende opplysninger til en forbruker om egenskaper av betydning for investeringen må få betydning for vurderingen. Banken har unnlatt å gi en helt sentral forbrukeropplysning, nemlig at det var sannsynlig at A ville tape på sin investering. Det vil dermed virke urimelig eller være i strid med god forretningsskikk å gjøre avtalene gjeldende.
- (29) Av betydning ved vurderingen er også at banken burde frarådet lånefinansieringen i tråd med frarådingsplikten etter finansavtaleloven § 47. Isteden har banken nærmest oppfordret til låneopptak.
- (30) Banken har heller ikke oppfylt sin opplysningsplikt, og har dermed handlet i strid med verdipapirhandelloven (1997) § 9-2.
- (31) Ved vurderingen av om avtalene er urimelige eller i strid med god forretningsskikk, må det tas hensyn til at Finanstilsynets forskrift av 25. september 2006 nr. 1317 nå i praksis forbyr lånefinansiering av sammensatte spareprodukter som Global og Sektor. Svært mange har dessuten uttalt seg meget kritisk om produktene.
- (32) Høyesteretts avgjørelse i C-saken, Rt. 2012 side 355, er ikke til hinder for at Høyesterett kommer til at avtalen mellom A og DNB kjennes ugyldig. Det er grunnleggende forskjeller mellom de to sakene, både i faktum og anførsler. Uansett kan Høyesterett ikke være bundet av denne avgjørelsen.
- (33) Avtalene mellom A og DNB må kjennes ugyldige, og A må settes i samme stilling som om avtalene ikke var inngått. Det må altså skje en fullstendig dekning av As tap på 230 000 kroner.
- (34) A og Forbrukerrådet har nedlagt slik påstand:
1. **DnB Bank ASA dømmes til å betale A kr 230.000 innen 2 uker fra dommens forkynnelse, med tillegg av forsinkelsesrentelovens renter fra 23. november 2006 inntil betaling skjer.**
 2. **DnB Bank ASA dømmes til å betale A/Forbrukerrådets omkostninger for tingrett, lagmannsrett og Høyesterett innen 2 uker fra dommens forkynnelse, med tillegg av forsinkelsesrentelovens renter fra forfallstidspunktet inntil betaling skjer."**
- (35) Ankemotparten – *DNB Bank ASA* – har i hovedtrekk anført:
- (36) Grunnen til at As investering slo feil, var at markedet sviktet. Den enkelte investor må selv bære risikoen for sin egen investering. Det er ikke grunnlag for noen avtalerevisjon etter avtaleloven § 36. Banken har overholdt de informasjons- og rådgivningsplikter som fulgte av verdipapirhandelloven (1997) § 9-2. Det var heller ingen grunn for banken til å fraråde A å ta opp lån etter finansavtaleloven § 47. Høyesterett har i C-saken, Rt. 2012 side 355, tatt stilling til et likt avtaleforhold med de samme rettslige hovedspørsmål.

- (37) Terskelen for revisjon av avtaler etter avtaleloven § 36 er høy. A ble informert om alle avtalevilkår, om produktenes egenskaper og sentrale risikoforhold. Han hadde rimelig tid til å vurdere den informasjonen han hadde fått før han inngikk avtalene. Han har derfor ikke basert sin investeringsbeslutning på mangelfull eller feilaktig informasjon fra banken, men selv gjort seg opp en mening om investeringen ville være fornuftig for ham. Det må stilles krav om at en investor leser den informasjonen som blir gitt, forstår grunnleggende økonomiske sammenhenger og spør dersom noe er uklart. Gjennom å signere tegningsblankett og lånepapirer bekreftet A at han var kjent med samtlige vilkår knyttet til investeringen og låneopptaket.
- (38) Ved vurderingen av om avtalene er urimelige, eller om det vil være i strid med god forretningsskikk å gjøre dem gjeldende, må det tas utgangspunkt i de opplysninger som forelå på avtaletidspunktet. Den alminnelige stemning på tegningstiden var positiv, samtidig som mediene pekte både på fordeler og ulemper ved denne typen produkter. Gjennom informasjonsmøtet, samtaler med bankens kundefrådgivere og prospektene ble A grundig informert om Global og Sektor – herunder om muligheten for at obligasjonene ikke ville gi avkastning, og at han således risikerte å tape på investeringen.
- (39) A ble videre informert om risikoen ved lånefinansiering. Slik finansiering var presentert som en mulighet, ikke en forutsetning for investeringen. Av prospektene fremgikk at man ved lånefinansiering risikerte å tape de månedlige rentebetalningene. As totaløkonomi var i stand til å tåle risikoen, og det var hans egen beslutning å søke lån. Lånevilkårene var ikke urimelige.
- (40) Det var heller ingen ubalanse i avtaleforholdet. Bankens margin på produktene var ikke for høye. Marginen skulle dekke bankens kostnader, risiko og fortjeneste. Det er ikke riktig som anført av A at banken ikke tok noen risiko.
- (41) A har gjort gjeldende at det ville ha vært mer fornuftig for ham å investere utelukkende i opsjonsdelen. Det var imidlertid ikke mulig for A å foreta en slik investering alene. Det fantes på denne tiden ikke noe slikt produkt som ble tilbudt overfor enkeltinvestorer.
- (42) Den negative markedsutviklingen avvek ikke fra det partene forutså som en mulighet. Ved sin investering hadde A akseptert og påtatt seg risikoen for markedsutviklingen.
- (43) Det kan ikke knyttes konkrete rettsvirkninger til begrepet "teoretisk beregnet forventet avkastning". En teoretisk beregnet forventet avkastning er et uegnet og uhåndterlig kriterium. Det er i saken foretatt flere beregninger av forventet avkastning. Korrigert for de feil som forelå tidligere i saken, er det ikke lenger noen av disse beregningene som viser negativ forventet avkastning. Beregningen kan uansett ikke ha hatt betydning for As investeringsbeslutning. Den ankende part har etter hvert også anført at sannsynligheten for tap var 60 prosent. Beregninger av sannsynligheten for tap er imidlertid meget skjønnspregete, og dessuten lite relevante.
- (44) En tilsidesettelse av avtalene innebærer i realiteten en regulering med tilbakevirkende kraft av hvilke typer kontrakter som kan inngås. Det er ikke domstolenes oppgave å foreta slike reguleringer. Om lovgiver i dag hadde bestemt at denne typen avtaler inngått i 2000 skulle settes til side, ville det innebære ulovlig tilbakevirkning. Domstolene kan ikke tilta seg større kompetanse enn lovgiver ville ha hatt.

- (45) Det er ikke prosessuell adgang til å avgjøre saken på grunnlag av de konkrete feilene i prospektet. Feilene er ikke påberopt som ankegrunn for Høyesterett, og anførselen om at feilene var avgjørende for As investeringsbeslutning, er ikke forsøkt underbygd bevismessig. Tvert i mot må det anses bevismessig klarlagt at feilene var uten betydning for As beslutning. Både tingretten og lagmannsretten behandlet feilene som en del av en helhetsvurdering.
- (46) EUs forbrukeravtaledirektiv, jf. avtaleloven § 37, er uten selvstendig betydning, idet terskelen for revisjon etter direktivet er høyere enn etter § 36. Formålet med direktivet var å bringe andre land med en svakt utbygd forbrukerlovgivning opp på et høyere nivå.
- (47) Hvis en avtale er ugyldig i sin helhet, er utgangspunktet full restitusjon. Bankens ytelser kan imidlertid ikke restitueres. Avtaleloven § 36 er dermed ikke anvendelig. Under enhver omstendighet rekker ikke domstolens kompetanse lenger enn til å fjerne urimeligheten.
- (48) DNB Bank ASA har nedlagt slik påstand:
- "1. Anken forkastes.**
 - 2. DNB Bank ASA tilkjennes sakens omkostninger fra partshjelp Forbrukerrådet for tingrett, lagmannsrett og Høyesterett."**
- (49) *Mitt syn på saken*
- (50) Jeg går innledningsvis gjennom noen rettslige utgangspunkter i saken. Deretter ser jeg på selve avtalene og bankens informasjon til A, og til slutt foretar jeg en samlet vurdering av avtaleforholdet.
- (51) Etter avtaleloven § 36 kan en avtale "helt eller delvis settes til side eller endres for så vidt det ville virke urimelig eller være i strid med god forretningsskikk å gjøre den gjeldende". Ved vurderingen skal det tas hensyn til "avtalens innhold, partenes stilling og forholdene ved avtalens inngåelse, men også til senere inntrådte forhold og omstendighetene for øvrig". Avgjørende er en totalbedømmelse av avtaleforholdet.
- (52) Paragraf 36 rammer både urimelige avtaler og avtaler som strider mot god forretningsskikk. Som det heter i Ot.prp. nr. 5 (1982–1983) side 31, er den selvstendige betydningen av det siste kriteriet ved siden av urimelighetskriteriet "neppe stor". Det som er i strid med god forretningsskikk, vil i regelen også være urimelig.
- (53) I proposisjonen på side 30 er det understreket at uttrykket "urimelig" må oppfattes som et "ganske strengt kriterium, som det ikke vil være kurant å påberope". Et avtalevilkår "må være positivt urimelig for at det skal kunne lempes; det er selvfølgelig ikke nok at det kan tenkes rimeligere løsninger". Høyesterett har i sin praksis bygget på dette. Jeg viser til plenumsdommen i Rt. 1990 side 284 på side 296 og fra nyere praksis C-dommen i Rt. 2012 side 355 avsnitt 55–56.
- (54) Det følger av bestemmelsen at det skal legges vekt på "partenes stilling" ved rimelighetsvurderingen. Når en avtale er inngått mellom en næringsdrivende og en forbruker, vil dette elementet gjennomgående stå sentralt.

- (55) Også avtalens karakter vil spille inn. Avtaler som inneholder elementer av spekulasjon eller risiko, kan ikke settes til side alene av den grunn at risikoen slår til. En investor må selv bære risikoen for egne forventninger om markedsutviklingen og lignende antagelser om fremtiden, så langt disse ikke er basert på villedende informasjon fra motparten. Og det må videre kunne legges til grunn at investor er kjent med helt grunnleggende forhold knyttet til investeringer, jf. Fokus Bank-dommen, Rt. 2012 side 1926, avsnitt 58 til 60.
- (56) A har for Høyesterett trukket inn rådsdirektiv 93/13/EØF om urimelige vilkår i forbrukeravtaler av 5. april 1993, som førte til vedtakelsen av avtaleloven § 37 ved lov 6. januar 1995 nr. 1. Det er særlig vist til artikkel 3 nr. 1 om at en kontraktsbestemmelse som ikke har blitt individuelt forhandlet skal "anses som urimelig dersom det til tross for kravet om god tro, medfører en betydelig skjevhet i de rettigheter og plikter partene har i henhold til avtalen, til skade for forbrukeren".
- (57) Det finnes ikke relevant praksis fra EU-domstolen om forståelsen av direktivet. Dette kan ha sammenheng med at den konkrete vurderingen av om en avtale er i strid med direktivets urimelighetsnorm, skal foretas av nasjonale domstoler, jf. EU-domstolens dom av 1. april 2004 i sak C-237/02 Freiburger Kommunalbauten vs. Hofstetter, avsnitt 21 og 22.
- (58) Det fremgår av forarbeidene til § 37 at direktivet var antatt å stille mindre strenge krav til avtaler enn avtaleloven § 36. I Justisdepartementets høringsbrev av 24. februar 1994 på side 9 het det:
- "En samlet vurdering av kriteriene for å foreta lemping viser at det skal mer til for å tilsidesette eller endre et avtalevilkår etter direktivet enn etter avtaleloven § 36. Norsk rett oppfylder derfor direktivet på dette punkt."**
- (59) I Ot.prp. nr. 89 (1993–1994) side 13 oppsummerte departementet rettstilstanden slik:
- "Etter departementets oppfatning vil det slik lovtkastet nå er formulert, gå klart fram at avtaleloven § 36 fortsatt skal være den sentrale bestemmelsen på dette området, også i forbrukerforhold. Utkastet til § 37 inneholder utelukkende supplerende bestemmelser for enkelte bestemt angitte tilfeller."**
- (60) Når lovgiver tilføyde § 37 som følge av direktivet, var hensikten altså ikke å gi anvisning på en annen rimelighetsstandard enn den som følger av § 36.
- (61) Jeg vil imidlertid føye til at direktivet må ses som uttrykk for et generelt syn om at forbrukere i møte med profesjonelle aktører har et særlig vern. Den betydelige tyngde forbrukerperspektivet har fått, må reflekteres i den konkrete rimelighetsvurderingen.
- (62) På det området saken gjelder, må avtaleloven § 36 ses i sammenheng med verdipapirhandelovens bestemmelser blant annet om informasjonsplikt. Jeg viser til Fokus Bank-dommen, Rt. 2012 side 1926, avsnitt 48, hvor det heter:
- "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. Jeg anser verdipapirhandelovens bestemmelser om finansforetaks plikter som et hensiktsmessig utgangspunkt for bedømmelsen av hvilke krav man kan stille til banken. Det gjelder selv om overtredelse av verdipapirhandeloven – som er en offentligrettslig lov – ikke automatisk gir avtaleparten et krav mot banken."**

- (63) Verdipapirhandelloven av 1997 – loven som gjaldt på tegningstidspunktet – fastslo i § 9-2 første ledd første punktum at virksomheten skulle utøves i samsvar med god forretningsskikk. Første ledd andre punktum påla virksomheten å "påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte". Det fulgte av første ledd nr. 4 at selskapet skulle sørge "for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring". Av særlig betydning for vår sak er nr. 5, der det het at kundene "på egnet måte" skulle gis "nødvendige opplysninger", og andre ledd som slo fast at oppfyllelsen av kravene måtte "vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet".
- (64) Det var i 2000 ikke gitt spesifikke retningslinjer om salg og markedsføring av sammensatte produkter. Slike kom først i rundskriv 4/2004, hvor Finanstilsynet satte krav til den informasjon som skal gis ved salg av aksjeindeksobligasjoner, for å tilfredsstille kravet til nødvendige opplysninger i verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd. Mer detaljerte regler er fastsatt i informasjonspliktforskriften av 25. september 2006 nr. 1317 med seinere endring 12. februar 2008 nr. 133.
- (65) Banken har på prosessuelt grunnlag anført at de feil i informasjonsmaterialet om produktene som har blitt avdekket, ikke i seg selv kan føre til tilsidesettelse av avtalene. Det er vist til tvisteloven § 11-2 om at retten bare kan bygge på de påstandsgrunnlag som er påberopt, og anført at A ikke har påberopt at feilene gir selvstendig grunnlag for ugyldighet. Uansett ble anførselen etter bankens oppfatning satt fram så seint at banken ikke har hatt mulighet for å føre motbevis. Som jeg kommer tilbake til, må feilene tas med i betraktning ved den helhetsvurdering av avtaleforholdet som skal foretas etter avtaleloven § 36. At feilene er påberopt som momenter i en slik helhetsvurdering, kan jeg ikke se er tvilsomt. Feilene er kommentert i lagmannsrettens dom og nevnt generelt i anken, og ankemotparten har etter mitt syn hatt tilstrekkelig mulighet til å imøtegå anførselene.
- (66) Jeg går så over til å se på *avtalene mellom A og banken*.
- (67) As innsigelser er rettet mot avtalenes innhold og omstendighetene ved avtaleinngåelsen. Seinere inntrådte forhold er ikke påberopt som grunnlag for tilsidesettelse. Formelt sett dreier det seg om flere enkeltavtaler mellom banken og A knyttet til henholdsvis Global og Sektor, men de ble inngått som ledd i et samlet avtaleforhold, og jeg behandler dem derfor under ett. Heller ikke er forskjellene mellom Global og Sektor større enn at de kan vurderes samlet.
- (68) A tegnet seg altså for 500 000 kroner i aksjeindeksobligasjonene. Som vederlag for den likviditet banken ble tilført, skulle investor ha krav på en mulig avkastning basert på utviklingen i de to aksjeindeksene ved forfall i 2006. For Global skulle avkastningen som nevnt være som om 105 prosent av hovedstolen var knyttet til indeksen, mens avkastningsfaktoren for Sektor var 100.
- (69) Bankens forpliktelse overfor A besto i å tilbakebetale hovedstolen på 500 000 kroner og i tillegg den eventuelle avkastningen. Tilbakebetalingen hadde den realitet at A ikke risikerte å tape hovedstolen selv om indeksene utviklet seg negativt.

- (70) Det fremgikk av prospektene at banken ville kjøpe ulike finansielle instrumenter for å sikre avkastningen. Rent faktisk ble 162 500 kroner av beløpet brukt i tilknytning til opsjonshandel i London. Av dette gikk 134 450 kroner med til å betale for selve opsjonene, mens 28 050 kroner gikk til en tilretteleggermargin for banken. Opsjonene ga banken sikkerhet for å få dekket tilnærmet hele den avkastning som en eventuell stigning i indeksene ville gi i avkastningsforpliktelser for banken ved forfall i 2006.
- (71) Resten av hovedstolen ble av banken satt inn som innskudd i interbankmarkedet for å forrente seg opp til minimum 500 000 kroner til forfall.
- (72) A hadde ikke fri egenkapital, og måtte derfor ta opp lån om han skulle investere. Banken tilbød lånefinansiering i prospektene. Det var ikke noe vilkår for å investere at dette skjedde med lånekapital, og heller ikke at et eventuelt lån skulle være gitt fra DNB. Ifølge banken var det omtrent halvparten av kundene som finansierte investeringene i Global og Sektor med lånt kapital.
- (73) A tok opp et fastrentelån på 520 500 kroner av banken. Rentesatsen var på forhånd fastsatt til 7,95 prosent nominell rente. Lånet dekket hovedstolen og omkostningene ved tegningen og låneopptaket. Han betalte renter og termingebyr med rundt 3 500 kroner per måned. Til sammen ble det som nevnt 270 219 kroner i løpet av de seks årene avtalene varte.
- (74) Kjernen i avtalene fra As side når avtaleforholdet ses samlet, var altså at han tok opp lån for å kjøpe en "sjanse" – muligheten for avkastning etter seks år. As samlede ytelse var gebyr og tegningsomkostninger, de rentene han betalte på lånet på 520 500 kroner fra banken, og det rentefrie lånet til banken på 500 000 kroner.
- (75) Det ble inngått svært mange avtaler om investering i aksjeindeksobligasjoner i Norge, ikke bare av DNB, men også av andre banker og finansforetak. Det er opplyst at det selges langt færre slike produkter i Norge nå, men i andre europeiske land, også i Norden, er de vanlige. I Sverige ble det for eksempel solgt strukturerte produkter for 55 milliarder kroner i 2009. I utlandet er det imidlertid langt mindre vanlig å lånefinansiere investeringene.
- (76) Jeg går så over til å se på *anførslene fra A*.
- (77) Klagen fra A var opprinnelig begrunnet med at *den forventede avkastning på hans investering var negativ*. Det het om dette i brevet til Bankklagenemnda:

"Beregninger viser forventet negativ avkastning!

Det er bladet Dine Penger som har oppfordret meg til å klage. Dine Penger har hentet inn beregninger fra Høyskolen i Agder over forventet avkastning for de to produktene jeg kjøpte. Minus 12,4 % for DnB Sektor og minus 7,36 % for DnB Global, ved tegningsgebyr lik 3,5 % og en lånerente lik 8,75 %. Jeg betalte 3,75 % i tegningsgebyr og fikk en lånerente på 8,37 %. Min forventede avkastning vil altså være svært nær dette resultatet.

Dersom DnB hadde opplyst meg om at forventet avkastning var negativ, basert på en anerkjent beregningsmetode, ville jeg naturligvis aldri kjøpt dette spareproduktet. Denne informasjonen var helt fraværende. Derfor krever jeg å få dekket mine kostnader."

- (78) Den nevnte beregningen fra Høgskolen i Agder ble utført av førsteamanuensene Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline (heretter kalt K&Z). Den viste altså at investeringer i Global og Sektor ved lånefinansiering ville ha en negativ teoretisk forventet avkastning. Teoretisk forventet avkastning er et vektet gjennomsnitt av alle mulige utfall av en investering, der volatilitet, risikopremie og dividende er sentrale parametere.
- (79) Da K&Zs rapport ble fremlagt, foretok banken egne beregninger basert på samme metode. Disse viste positiv forventet avkastning ut fra de forutsetninger banken mente var de riktige. Banken engasjerte Norsk Regnesentral – en privat stiftelse som utfører oppdragsforskning – til å gi en vurdering av spørsmålet. I sin rapport fra april 2008 pekte Norsk Regnesentral på at å "beregne forventet avkastning til et garantert spareprodukt er ingen enkel øvelse, og det finnes ikke et fasitsvar på hvordan det bør gjøres". Rapporten konkluderte med at både K&Z og bankens parameterverdier kunne forsvares.
- (80) Bankklagenemnda oppnevnte professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøgskole som sakkyndig. Han kom i rapport av 17. august 2008 til at teoretisk forventet avkastning for Global og Sektor var negativ.
- (81) Det har seinere vist seg at beregningene til K&Z og Johnsen på noen punkter var basert på uriktige forutsetninger. Partene synes nå å være enige om at hvis disse forutsetningene korrigeres, viser samtlige beregninger en positiv forventet avkastning, også ved lånefinansiering. K&Z sine parametere gir en forventet avkastning på 9,70 prosent for Global og 6,62 prosent for Sektor, mens de tilsvarende tall for Johnsen er 2,22 og 2,56 prosent. Bankens beregning fører til høyest forventet avkastning, nemlig henholdsvis 13,31 og 14,18 prosent. Bakgrunnen for variasjonene er de forutsetningene som er lagt inn, og som, slik Norsk Regnesentral har påpekt, i stor grad er basert på skjønn.
- (82) Banken hadde ikke plikt til å opplyse om forventet avkastning i 2000. Det følger nå av informasjonspliktforskriften § 6 niende ledd at det ved salg av strukturerte spareprodukter skal oppgis et intervall for hvor produktets avkastning med 70 prosent sannsynlighet vil befinne seg. Dette kan imidlertid ikke anses å ha vært gjeldende rett i 2000. Dessuten føyer jeg til at også dagens regelverk indikerer at anslag over forventet avkastning må håndteres med varsomhet. Verdipapirforskriften av 29. juni 2007 nr. 876 § 10-9 femte ledd bokstav d krever at informasjon om fremtidig avkastning følges av "en klar advarsel om at slike prognoser ikke kan anvendes som en pålitelig indikator for fremtidig avkastning".
- (83) Som lagmannsretten påpeker, er det videre grunn til å tro at dersom banken *hadde* foretatt en beregning av teoretisk forventet avkastning av produktene i 2000, ville den resultert i tall lik de banken i dag opererer med. De ville neppe avholdt A fra å investere.
- (84) A har, med støtte i en ny beregningsmetode fra Johnsen, basert på såkalt forventet geometrisk avkastning, anført at *sannsynligheten for å tape* på investeringen ved lånefinansiering var rundt 60 prosent. Dersom bankens parametere legges til grunn, blir sannsynligheten for tap omlag 55 prosent.
- (85) Fra bankens side er det pekt på flere svakheter ved metoden, uten at jeg finner grunn til å gå nærmere inn på dem her. Ut fra reglene slik de var i 2000, kan det etter min mening ikke tillegges selvstendig vekt at forventet sannsynligheten for tap ikke var beregnet av

banken og formidlet til A. Men den omstendighet at det som nå finnes av tilgjengelige beregninger, viser at A mest sannsynlig ville tape på sin investering, sier likevel noe om risikoen ved produktene og er derfor ikke helt uten interesse ved vurderingen av avtalene og den informasjon banken ga om avtaleforholdet, opp mot avtaleloven § 36.

- (86) Det har vært en sentral anførsel fra As side at det var *ubalanse mellom hans og bankens ytelser*.
- (87) Det er for det første anført at *bankens risiko* ved avtalene var liten sammenlignet med den risiko A tok ved lånefinansiering av investeringene, uten at dette er reflektert i de konkrete avtalebetingelsene. Han har vist til at banken var sikret ved pant i VPS-kontoen hans med aksjeindeksobligasjonene.
- (88) Banken har pekt på at den bar risikoen for endring av utlånsrente og opsjonspris i tegningsperioden. Banken måtte sette avkastningsfaktoren før opsjonen kunne kjøpes, og bar risikoen for mulig mislighold av opsjonen i London. Endelig har banken vist til at den bar risikoen for at investorene betalte rentene på lånet, og at den delen av obligasjonen som ikke ble brukt til opsjonen, skulle forrente seg til 500 000 kroner innen seks år. På tross av dette er jeg likevel, samlet sett, enig med A i at bankens risiko knyttet til avtaleforholdet var relativt beskjeden.
- (89) *Renten på lånet* til A var som nevnt 7,95 prosent, og A har anført at denne var for høy i forhold til bankens risiko. Banken har opplyst at markedsrente da rentesatsen ble fastlagt, var 7,35 prosent, og at banken la på en margin på 0,5 prosent og dessuten 0,1 prosent for risikoen for renteøkning. Det er opplyst at renten lå i underkant av det som ble tilbudt ved boliglån på sammenlignbare betingelser. A fikk fullstendig informasjon om rentene, og jeg kan ikke se at det – isolert sett – kan reises kritikk mot banken for lånebetingelsene. Men lånefinansieringen økte risikoen i prosjektet, noe som får betydning ved den samlede bedømmelsen av avtaleforholdet.
- (90) A har pekt på at den *tilretteleggermarginen* på 28 050 kroner som banken beregnet seg ved opsjonskjøpet, ikke var gjort kjent for ham, og at også den bidrar til ubalansen i avtaleforholdet. Marginen kom i tillegg til det gebyret A betalte ved tegningen på 18 750 kroner, men samlet gebyr var etter det opplyste ikke høyere enn vanlig ved kjøp av aksjeindeksobligasjoner. Bankenes plikt til å opplyse om avansen ble først innført ved ikrafttreddelsen av informasjonspliktforordningen i 2007, som i § 4 siste ledd pålegger finansinstitusjonene å opplyse skriftlig "om de totale kostnadene og den endelige prisen kunden betaler". Jeg kan imidlertid ikke se at dette var uttrykk for gjeldende rett på avtaletidspunktet.
- (91) A har som overordnet synspunkt anført at han ville *kommet bedre ut om han bare hadde kjøpt en ren opsjon*, istedenfor den "pakken" som Global og Sektor var. Etter As syn innebar kjøpet av aksjeindeksobligasjonene i realiteten at han ble lokket til å inngå et "*veddemål mot London*", som han var dømt til å tape.
- (92) A hadde ikke noe avtaleforhold med opsjonsmarkedet i London, og slik sett er anførselen om veddemål lite treffende. Avtalene med banken gikk ut på at A skulle få en viss avkastning ved forfall dersom indeksene steg tilstrekkelig. Det gjorde de ikke, og dermed ble det heller ikke noen avkastning. Jeg tilføyer imidlertid at bankens kostnad ved å få

opsjonsmotparten til å påta seg risikoen for å dekke avkastningen, kan gi en indikasjon på den risiko investeringen innebar for A.

- (93) Når det gjelder alternativet kjøp av bare en opsjon, var dette, som banken har påpekt, ikke et aktuelt alternativ for A den gangen, siden det ikke fantes som tilbud på markedet. Ved vurderingen av om det ville blitt en "billigere løsning", må det videre tas hensyn til at opsjonsprisen som banken fikk, var en "grossistpris", og at A ifølge banken ikke kunne regne med samme pris om han skulle kjøpt opsjonen. I tillegg måtte han ha betalt kostnadene til lånefinansiering også av dette kjøpet samt en tilretteleggermargin for banken.
- (94) På tross av disse innvendingene fra banken, kan det ikke være tvil om at A ved lånefinansiering betalte mye for den usikre avkastningsmuligheten som avtalene ga ham.
- (95) Banken har på sin side vist til fremlagte rapporter som har sett på *historisk avkastning og sammenlignet med andre investeringer*.
- (96) Den første rapporten ble avgitt av Kredittilsynet 2. januar 2008 og viste at årlig avkastning på lånefinansierte sammensatte produkter var negativ i perioden fra 2002 til og med 2006, men god for produkter med forfall de tre første kvartalene i 2007.
- (97) Den andre rapporten er laget av Norsk Regnesentral på oppdrag fra Finansnæringens Hovedorganisasjon og er fra 1. september 2009. Norsk Regnesentral konkluderte med at "garanterte spareprodukter solgt i det norske privatmarkedet siden 1997, og som har forfalt innen utgangen av 2008", ga høyere gjennomsnittlig avkastning enn investering i aksjemarkedet. Avkastningen var imidlertid noe lavere enn å ha pengene i banken. Undersøkelsen så bare på egenkapitalfinansierte produkter.
- (98) Banken har under henvisning til disse undersøkelsene anført at aksjeindeksobligasjoner gir avkastning som aksjemarkedet generelt, men lavere avkastning i oppgangstider og bedre avkastning i nedgangstider. As tap skyldes derfor at han var uheldig med tidspunktet for når han gikk inn i ordningen.
- (99) Jeg er i og for seg enig i dette. Men samtidig illustrerer undersøkelsene ett av de elementer som gjorde at aksjeindeksobligasjoner var risikable investeringer, nemlig at investor "måtte ut" på et gitt forfallstidspunkt. I motsetning til ved kjøp av aksjer kunne han ikke sitte med obligasjonene i håp om at utviklingen ville snu. Det var riktignok mulig å gå ut før forfall og ta tap og så reinvestere for å få del i en seinere oppgang. I følge banken var det også en del som gjorde dette. Men for mange "småsparere" vil jeg anta at det fremsto som lite attraktivt.
- (100) Det er i saken lagt fram flere andre utredninger som på ulikt vis forsøker å beskrive produktenes reelle innhold, uten at jeg har funnet grunn til å redegjøre i detalj for disse. Det må etter mitt syn legges til grunn at aksjeindeksobligasjoner, særlig ved lånefinansiering, innebar en risikofylt investering, og var komplekse produkter som det var krevende å overskue konsekvensene av for ikke-profesjonelle investorer. Dette har også Finanstilsynet uttalt i forbindelse med at tilsynet i rundskriv av 12. februar 2008 frarådet bankene å tilby lånefinansiering av produktene. Selv om rundskrivet er fra tiden etter vårt avtaleforhold, gjelder det produkter med samme struktur og innhold som i saken her. Det heter i rundskrivet:

"Kredittilsynet legger til grunn at en ikke-profesjonell kunde normalt ikke vil ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter. Ofte vil slike komplekse produkter ha en kostnadsstruktur som gjør at produktet heller ikke gir avkastning i tråd med kundens investeringsmål. Dette gjelder ikke minst ved lånefinansierte investeringer i sammensatte produkter.

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

...

Sammensatte produkter vil være å anse som komplekse instrumenter, da disse instrumentene blant annet inneholder et derivatelement og for øvrig ut fra produktets egenskaper ikke kan forventes enkelt å bli forstått av en gjennomsnittlig ikke-profesjonell kunde."

- (101) Det sentrale spørsmålet i saken blir *om denne risikoen ved investeringen og produktenes egenskaper i tilstrekkelig grad ble formidlet til A ved avtaleinngåelsen.*
- (102) Bankens initiativ overfor A begynte med at banksjefen i X ringte ham. Det videre forløpet er beskrevet slik av lagmannsretten:

"For A startet det hele med at han ble ringt opp av banksjefen i X, som han kjente, og som inviterte ham til en kaffekopp. I et senere møte var også kundeforholdet B til stede. Temaet var As økonomi, og investering i aksjeindeksobligasjon ble framholdt som interessant for ham. Muligheten for lånefinansiering ble trukket fram. Lagmannsretten forstår det slik at bankens framstøt overfor A var begrunnet i et ønske om å få ham til å utvide sitt kundeforhold til banken.

A ble så invitert til informasjonsmøtet 5. oktober 2000, hvor banken presenterte nærmere aksjeindeksobligasjonene Global og Sektor. Etter at banksjefen ønsket velkommen, holdt B en kort innledning. I sin forklaring for lagmannsretten kunne hun rimeligvis ikke huske eksakt hvilke ord hun brukte. Hun hadde imidlertid laget seg en stikkordsmessig huskelapp til møtet, og lagmannsretten legger til grunn at disse stikkordene er dekkende for det budskapet som ble framført. Det heter blant annet:

Som sakt er det mange innfallsvinkler i forhold til sparing/plassering.

Det jeg kanskje oftest har hørt uttalt når jeg spør om hva man har tenkt seg i utgangspunktet: HØY AVKASTNING – INGEN RISIKO!!!!!!

Akkurat det er det sjeldent at man oppnår!!!

Unntatt det vi i dag skal presentere – tror vi!

Her har du i alle fall ingen risiko!

Og mulighetene for god avkastning er absolutt tilstede!

Det ble så gitt en presentasjon av Global og Sektor ledsaget av en foilserie, som er framlagt for lagmannsretten."

- (103) En av foilene som det må legges til grunn at banken brukte under presentasjonen, viste en illustrasjon av at 30 prosent av hovedstolen gikk til kjøp av opsjoner.
- (104) Lagmannsretten konkluderte slik med hensyn til bankens presentasjon av produktene:

"For lagmannsretten ser det ut som om banken i denne presentasjonen nokså ensidig la vekt på gevinstmulighetene ved en investering og var lite opptatt av at gevinsten kunne

utebli. Det ble vist foiler som viste at utviklingen på indeksene historisk i den foregående seksårsperioden hadde pekt entydig oppover, og det ble gitt inntrykk av at denne utviklingen ville fortsette. Tapsgarantien ble nevnt, men synes bare å ha vært et lite underpunkt."

(105) Det samlede bildet av markedsføringen på møtene er altså at A fikk presentert produktene som meget gunstige investeringer, som, slik lagmannsretten bemerker, "ga A inntrykk av at dette var en investering han ikke kunne tape på". Selv om sjansen for nedgang i markedene ble nevnt, var det muligheten for fortsatt sterk oppgang i aksjemarkedene som ble særlig fremhevet.

(106) A fikk som nevnt også informasjon om investeringen i to seks sider lange *prospekter* for henholdsvis Global og Sektor. De sitater jeg kommer til å nevne, er fra prospektet for Global, men lignende formuleringer ble brukt i prospektet som gjelder Sektor.

(107) Prospektet for Global hadde følgende overskrift:

"DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 gir deg stor fortjenestemulighet – og sikkerhet for å få tilbakebetalt investert beløp ved forfall!"

(108) Innledningsvis het det:

"DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 bygger på et obligasjonslån som banken selv utsteder. Isteden for å betale renter på lånet kjøper DnB ulike finansielle instrumenter som gir deg som investor tilgang til en eventuell oppgang i aksjekursene i noen av verdens største selskaper i Euro-sonen, USA og Japan.

Med andre ord:

Obligasjonen sørger for at du er sikret tilbakebetaling av pålydende investert beløp ved forfall på obligasjonen 24. november 2006, mens de finansielle instrumentene sørger for at du får delta i oppgangen i de valgte aksjemarkedene."

(109) Det går fram at banken tror investeringen "vil gi et stort potensiale for kursstigning på din investering". Det er vist til at utviklingen i aksjeindeksene de siste seks år har vært slik at Global ville hatt en årlig avkastning på 19,74 prosent og Sektor 25,43 prosent. Avkastningspotensialet var illustrert i en tabell som viste "Mulige avkastningsscenarioer" ved investering av 100 000 kroner i egenkapital i Global. Scenariene gikk fra 185,44 prosent stigning i indeksen til 20 prosent fall. Ved siden av tabellen sto det med liten skrift:

"Utviklingen er beregnet ut fra at sluttverdien på Global-indeksen fastsettes som en gjennomsnittskurs de siste 12 måneder av investeringsperioden. Tegningsomkostninger er ikke medtatt da dette varierer med tegningsbeløpets størrelse. Tabellen er kun for illustrasjon av mulig utvikling. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig gevinst fra de markeder DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 vil knyttes opp mot."

(110) I prospektene var det i tillegg tatt inn en utfyllende gjennomgang av de aksjemarkedene som aksjeindeksobligasjonene var knyttet til.

(111) Om *lånefinansiering* sies det i prospektet følgende:

"Ønsker du enda høyere avkastningspotensiale på investert egenkapital, har du mulighet til å lånefinansiere investeringen. Siden investor er sikret tilbakebetaling av

100 % av pålydende investert beløp ved forfall kan investeringene belånes med pant i obligasjonen. Finansiering kan gis for inntil 100 % av pålydende beløp, samt tegnings- og etableringsomkostninger, med løpetid lik obligasjonen.

Lånefinansierer, og tegner, du deg for f.eks. 200.000,- til en fastrente på 7,95 % vil månedlig rentebeløp bli 1.325 kroner, etter fradrag av skatt vil månedlig rentekostnad være 954,- kroner. Du får dermed mulighet til å delta i en investering i aksjemarkedet uten å benytte egenkapital. Det eneste du risikerer å tape er de månedlige rentekostnadene – og det forutsetter at de aksjemarkeder vi deltar i utvikler seg uendret eller negativt over de neste 6 år. Historisk sett er det svært lite sannsynlig."

- (112) Innledningen i sitatet kan gi inntrykk av at det er en fordel å lånefinansiere investeringen. Informasjonen er ment å formidle at man ved lånefinansiering bare investerer rentekostnadene, i motsetning til ved egenkapitalinvestering, og at den forholdsmessige gevinsten dermed blir større. Men dette er likevel en lite treffende beskrivelse av konsekvensene av å lånefinansiere produktene overfor en vanlig bankkunde. Heller enn ensidig å fremstille lånefinansiering som en mulighet for å øke avkastningen, burde informasjonen gitt et realistisk bilde av at en slik finansiering også gir større risiko for tap. I denne sammenheng er siste setning i det siterte – om at nedgang historisk sett er *svært* lite sannsynlig – i særlig grad egnet til å ta oppmerksomheten bort fra risikomomentet ved lånefinansiering.
- (113) Banken har med styrke anført at det ikke er noe prinsipielt skille mellom egenkapital- og lånefinansiering av investeringene, og at en avtale ikke kan kjennes urimelig alene av den grunn at den er lånefinansiert. Det er jeg i og for seg enig i. Som påpekt blant annet i C-dommen, Rt. 2012 side 355 avsnitt 79, har også bruk av egenkapital en pris. Men forskjellen er at den reelle kostnaden på produktet øker med lånefinansiering, og risikoelementet blir dermed større. Slik finansiering øker dessuten kompleksiteten i avtaleforholdet, noe som har betydning for den informasjon banken må gi kundene. For As del var for øvrig ikke egenkapitalfinansiering noe alternativ. Han var avhengig av lån for å kunne investere i produktene. Dette var banken klar over.
- (114) Også ellers har informasjonen knyttet til lånefinansiering av produktene mangler. Jeg peker på nest siste setning i det siterte om at investor kun risikerer å tape de månedlige rentekostnadene dersom "*de aksjemarkeder vi deltar i utvikler seg uendret eller negativt over de neste 6 år.*" Partene er enige om at hvis A skulle få dekket renteutgifter og omkostninger, måtte *indeksene* i snitt stige mer enn 7,47 prosent hvert år på disse seks årene. Setningen er derfor villedende når det gis inntrykk av at investeringen ville gå i pluss så lenge aksjemarkedene ikke sank.
- (115) I prospektet er det også tatt inn en tabell som viser "hvilken avkastning man kan oppnå ved ulike utviklinger i aksjemarkedet". Forutsetningen er 100 prosent lånefinansiering med samme fastrente som A ble tilbudt. Tabellen viser korrekte tall for hva som ville bli utbetalt "ved forfall i kr". Men for øvrig er det flere feil i tabellen. De gir seg gjennomgående det utslag at avkastningen er satt for høyt for de scenarier som viser liten vekst i indeksen, og for lavt for de scenarier som viser stor vekst i indeksen.
- (116) Blant annet viser tabellen at dersom indeksen stiger 50 prosent i løpet av de seks årene, det vil si med en årlig vekst på rundt 7 prosent, vil investor ha en netto avkastning på 39 985 kroner ved forfall og en årlig avkastning på 7,37 prosent. Dette er feil. Det riktige var at han ville hatt en netto avkastning på 542 kroner og en årlig avkastning på

0,21 prosent. Selv med 50 prosent stigning i indeksene ville avkastningen altså være minimal, i motsetning til det disse tallene i prospektet ga inntrykk av.

- (117) Også for Sektor var det beregningsfeil, men mindre alvorlige. Netto avkastning ved 77 prosent stigning var for eksempel oppgitt til 79 144 kroner og årlig avkastning til 12,74 prosent. Det riktige var 35 937 kroner og 11,46 prosent.
- (118) Jeg har ikke funnet grunn til å legge vekt på de feil i tabellen som viste for lav avkastning ved stor stigning i indeksene. Selv om fokus blant investorene nok har vært på hva de ville tjene ved oppgang, er likevel de tall som viser forutsetningene for at man i det hele tatt oppnår avkastning viktige. Jeg kan derfor vanskelig se at de feilene som ga seg utslag i for negative tall, kan oppveie feilene som gikk motsatt vei.
- (119) I tillegg til prospekt og tegningsinnbydelse, ble A informert om muligheten for avkastning i det såkalte "løse arket" som han fikk i tilknytning til bankens møte om aksjeindeksobligasjonene. Arket viste avkastningspotensiale ved investering av 500 000 kroner i Global. Også her er det samme type feil som i prospektet. Dessuten er "break even" (det punkt hvor veksten i indeksene er slik at avkastningen dekker kostnadene) oppgitt å være 5,29 prosent årlig stigning i indeksen. Dette var feil. Indeksene måtte som nevnt stige med mer enn 7,47 prosent per år for å gi A fortjeneste. Dette var for øvrig eneste sted i det skriftlige materialet hvor "break even" ved lånefinansiering var uttrykkelig tallfestet.
- (120) Både prospektet og det løse arket inneholdt altså feil som gjorde at investeringen så ut til å gi avkastning ved lavere stigning i indeksene enn det som var riktig. Dette er forhold av sentral betydning for risikovurderingen. Banken har anført at feilene til dels var åpenbare, noe som ville vise seg ved sammenligning med de korrekte tallene som var tatt inn. Jeg kan ikke være enig i dette. Prospektene ble brukt i markedsføringen uten at bankens ansatte selv oppdaget feilene. Og verken i Bankklagenemnda eller i tingretten ble feilene avdekket fullt ut, på tross av omfattende behandling av saken. Det kan da ikke forventes at en alminnelig bankkunde skal oppdage dette.
- (121) Jeg går så over til *den samlede vurderingen* av avtaleforholdet.
- (122) Spørsmålet er om avtalene mellom A og banken – sett på bakgrunn av forholdene rundt avtaleinngåelsen og avtalenes innhold – rammes av avtaleloven § 36. Som jeg har vært inne på, må det ved denne vurderingen ses hen til at avtalene gjaldt en spekulasjonspreget investering, hvor gevinsten var avhengig av utviklingen i de aksjer som indeksene var knyttet til. At aksjemarkedet ikke utviklet seg som forutsatt, kan ikke føre til etterfølgende revisjon av avtalene.
- (123) Jeg peker videre på at denne typen produkter fremdeles – etter all den oppmerksomhet som har vært om disse sakene – lovlig kan tilbys, gitt at informasjonen er god nok, jf. informasjonspliktforskriften. Sammensatte eller strukturerte produkter har dessuten vært på markedet i lang tid, og har vært hyppig omtalt i media og er godt kjent av tilsynsmyndighetene. Det gjelder også lånefinansiering av produktene. Ut fra en samlet vurdering av avtalene mellom A og banken, og på tross av de innvendinger som jeg har pekt på vedrørende balansen i avtaleforholdet, har jeg kommet til at det ikke er grunnlag for tilsidesettelse av avtalene etter avtaleloven § 36 alene ut fra deres innhold. En annen

sak er at balansen i avtaleforholdet får betydning for den informasjon som banken måtte gi om produktene.

- (124) Avtaler om komplekse finansielle instrumenter som inngås med forbrukere uten særlige forhåndskunnskaper, stiller særlige krav til dem som tilbyr disse produktene. Kravene er strengere i dag enn de var i 2000. Men også i 2000 gjaldt verdipapirhandelloven (1997) § 9-2 andre ledd om at informasjonen må avpasses etter investors erfaring og forbrukeravtaledirektivets krav i artikkel 5 om at skriftlige vilkår skal "formuleres på en klar og forståelig måte". Og kjernen i kravet til god forretningsskikk var den samme etter verdipapirhandelloven av 1997 som etter någjeldende lov, jf. Fokus Bank-dommen, Rt. 2012 side 1926, avsnitt 49.
- (125) A var en ikke-profesjonell investor. Det var banken som tok kontakt med ham og foreslo investering i produktene. Bankens informasjonsplikt må da – også i 2000 – bedømmes strengt. Det innebærer ikke et krav om at alle tenkelige situasjoner skal beskrives. Men ved salg av risikopregede og komplekse produkter til ikke-profesjonelle investorer, må banken forsikre seg om at kunden forstår innholdet i den handelen han begir seg inn på, og ikke gi misvisende eller feilaktige opplysninger om viktige forhold av betydning for investeringsbeslutningen. I Fokus Bank-dommen er kravet til informasjon presisert slik i avsnitt 51 og 52:
- "Banken pliktet å gi de nødvendige opplysninger om det finansielle produktet, blant annet i lys av kundens investeringserfaring.**
- Blant de nødvendige opplysninger må opplysninger om den risiko som er forbundet med en investering, inngå, jf. Rt. 2000 side 679 på side 688. ..."**
- (126) Bankens markedsføring tok utgangspunkt i den svært gunstige utviklingen som hadde vært i aksjemarkedet de siste årene. Det er nok så at det i prospektene også var gitt en balansert gjennomgang av utsiktene til vekst for de aktuelle aksjemarkedene. Men den øvrige markedsføringen gjenspeilet ikke dette. Global og Sektor ble solgt av banken som svært trygge og gunstige investeringsmuligheter, og lånefinansiering av investeringen ble tilbudt og anbefalt.
- (127) Som banken har påpekt, var det på denne tiden generelt stor tro på fortsatt vekst på børsene. Det er lagt fram diverse avisutklipp som viser dette. Media anbefalte investering i aksjeindeksobligasjoner, og det gjaldt til dels også lånefinansiering av slike investeringer.
- (128) Men også i slike tider har banken et ansvar for å gi riktig, nøktern og realistisk informasjon når den inngår avtaler med småsparere og uerfarne investorer. Banken burde, som profesjonell part, i større grad ha fremhevet at en fortsatt ubrutt og sterk vekst i aksjemarkedet var et usikkert scenario, og ikke nøydt seg med å bemerke dette i liten skrift i prospektet. Dessuten burde banken – ved markedsføring av kompliserte produkter som dette – ha forklart risikoen ved produktene og konsekvensene av lånefinansiering på en måte som var tilpasset ikke-profesjonelle investorer.
- (129) Når materialet A fikk som grunnlag for sin investeringsbeslutning, i tillegg inneholdt direkte misvisende opplysninger om vesentlige parametere, må det samlet få konsekvenser for avtalenes gyldighet. De viktigste av disse var uriktig angivelse av "break even" og uriktige opplysninger om avkastningspotensialet ved moderat stigning i

indeksene. Feilene ga sammen med bankens ensidige bilde av fortjenestemulighetene i sum et fortegnet bilde av utsiktene til fortjeneste på investeringen i aksjeindeksobligasjonene. Med en mer nøktern tone fra bankens side – og med korrekte opplysninger om avkastningspotensialet ved lånefinansiering – antar jeg at A 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.

- (130) Det følger av avtaleloven § 36 at rettsvirkningen av at det vil virke urimelig eller stride mot god forretningsskikk å gjøre avtalen gjeldende, er at avtalen "helt eller delvis settes til side eller endres". Banken har anført at det bare kan være aktuelt med en delvis revisjon for å gjenopprette balansen i avtaleforholdet og har videre pekt på at bankens ytelse allerede er levert og ikke kan tilbakeføres. Jeg har kommet til at rettsvirkningen i vår sak må bli at avtalene settes til side i sin helhet. Avgjørende i så måte er at jeg har lagt til grunn at A ikke ville ha inngått avtalene om han hadde fått tilstrekkelig nøktern og korrekt informasjon om avtaleforholdet. Resultatet må da bli at avtalene settes til side, og at A får tilbakeført sin del av ytelsen, det vil si det beløp han innbetalte banken i løpet av avtalenes løpetid. Beløpet er av partene beregnet til 230 000 kroner.
- (131) A har vunnet fram i saken og skal i utgangspunktet ha dekket sakskostnadene av banken etter hovedregelen i tvisteloven § 20-2. Han har ikke nådd fram med sin opprinnelige prinsipale anførsel knyttet til forventet avkastning på produktene. Det er videre i hovedsak banken som har avdekket feilene i prospektet og det løse arket. Jeg har på denne bakgrunn vurdert om unntaksregelen i § 20-2 tredje ledd bokstav a er anvendelig, men har likevel kommet til at banken, som den profesjonelle part, må dekke As og Forbrukerrådets kostnader.
- (132) Advokat Elden har lagt fram en kostnadsoppgave. For tingretten kreves 1 305 272 kroner for salær og utgifter. I tillegg kommer rettsgebyr med 31 820 kroner. For lagmannsretten kreves 1 148 125 kroner og for Høyesterett 2 050 169 kroner for salær og utgifter. Rettsgebyret for Høyesterett kommer på 44 720 kroner.
- (133) Totalt blir det altså 4 580 106 kroner inkludert merverdiavgift, som med tillegg av avsavnsrente samlet utgjør 4 758 000 kroner. Dette dekker salær og utgifter blant annet til vitner og sakkyndige. Beløpet er svært høyt. Det er imidlertid snakk om en meget arbeidskrevende sak som har vært behandlet over 10 rettsdager i hver av de to foregående instansene, samt i Høyesterett i til sammen 8 ½ dag. Saken har vært behandlet som en "pilot-sak", og er lagt bredt opp, blant annet med mange sakkyndige utredninger. På bakgrunn av at Bankklagenemnda baserte sin avgjørelse på de sakkyndiges konklusjon knyttet til forventet avkastning, kan det vanskelig sies noe på dette. Banken har ikke hatt innvendinger til kostnadsoppgaven, og under tvil finner jeg at kravet må tas til følge.
- (134) Jeg stemmer for denne

D O M :

1. DnB Bank ASA betaler til A 230 000 – tohundreogtredvetusen – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av denne dom, med tillegg av forsinkelsesrenter etter forsinkelsesrenteloven fra 23. november 2006 til betaling skjer.

2. I sakskostnader for tingretten, lagmannsretten og Høyesterett betaler DnB Bank ASA til A og Forbrukerrådet i fellesskap 4 758 000 – firemillionersjuhundreogfemtiåttetusen – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av denne dom.

- (135) Dommer **Skoghøy:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende.
- (136) Dommer **Stabel:** Likeså.
- (137) Dommer **Tønder:** Likeså.
- (138) Dommer **Indreberg:** Likeså.
- (139) Dommer **Bårdsen:** Likeså.
- (140) Dommer **Webster:** Likeså.
- (141) Dommer **Falkanger:** Likeså.
- (142) Dommer **Bull:** Likeså.
- (143) Dommer **Kallerud:** Likeså.
- (144) Dommer **Gjølstad:** Likeså.
- (145) Etter stemmegivningen avsa Høyesterett denne

D O M :

1. DnB Bank ASA betaler til A 230 000 – tohundreogtredvetusen – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av denne dom, med tillegg av forsinkelsesrenter etter forsinkelsesrenteloven fra 23. november 2006 til betaling skjer.
2. I sakskostnader for tingretten, lagmannsretten og Høyesterett betaler DnB Bank ASA til A og Forbrukerrådet i fellesskap 4 758 000 – firemillionersjuhundreogfemtiåttetusen – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av denne dom.

Riktig utskrift bekreftes: