



OSLO TINGRETT

DOM

Avsagt: 15. juni 2010

Saksnr.: 09-088470TVI-OTIR/04

Dommer: Tingrettsdommer Christofer Heffermehl

Meddommere: Liv Margareth Karlsen
Per Wilhelm Antonsen

Saken gjelder: Krav om at avtale om "strukturett"/"sammensatt" spareprodukt kjennes ugyldig

Ivar Petter Røeggen)
Partshjelper:) Advokat John Christian Elden
Forbrukerrådet)

mot

Dnb Nor Bank ASA Advokat Anders Christian Stray Ryssdal

Saken gjelder krav om at avtale om såkalt strukturert eller sammensatt spareprodukt kjennes ugyldig, og at Røeggen stilles som om avtalen ikke hadde vært inngått.

Den norske Bank ASA, som nå heter DnB NOR Bank ASA, og i det følgende kalles **DnB**, la høsten 2000 ut for tegning to obligasjonslån. De ble kalt DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 og DnB Aksjeindeksobligasjon Sektor 2000/2006, og kalles i det følgende **Global** og **Sektor**.

Det ble utgitt to brosjyrer om aksjeindeksobligasjonslånene, som blant annet forteller følgende: Tegningsperiode var fra 2. oktober til 3. november 2000. Innbetalingsdato var 24. november 2000. Minimum samlet tegningsbeløp for hvert av lånene var 50 millioner, maksimum 2 milliarder kroner. Lånet skulle løpe uten avdrag over seks år, og forfalle til betaling 24. november 2006 til pari kurs, sammen med eventuell avkastning. Avkastningen skulle ikke være renter, men beregnes på grunnlag av utviklingen av visse aksjeindekser.

I Global skulle avkastningen tilsvare 105 prosent av stigningen av en kurv av tre aksjeindekser, nemlig Dow Jones EURO STOXX 50 (Europa), Standard & Poor's 500-Index (USA) og Nikkei 225 (Japan), hvor den førstnevnte skulle veie 50 prosent, og de to sistnevnte 25 prosent hver. I Sektor skulle avkastningen tilsvare gjennomsnittet av utviklingen av følgende tre indekser: Dow Jones STOXX Healthcare, Dow Jones STOXX Telecom og Dow Jones EUROSTOXX Bank. – Retten bruker i det følgende betegnelsene **G-indeksen** og **S-indeksen** på denne kurven og dette gjennomsnittet.

Utviklingen av disse indeksene skulle telle fra et starttidspunkt til et sluttidspunkt. I Global var startverdien av hver enkelt indeks det aritmetiske gjennomsnitt av verdiene 24. november 2000 og 22. desember 2000, i Sektor av verdiene 24. november 2000, 22. desember 2000 og 24. januar 2001. Sluttverdien av hver enkelt indeks skulle i Global være det aritmetiske gjennomsnitt av verdien den tredje kalenderdag i hver måned i perioden fra og med november 2005 til og med november 2006. I Sektor skulle den være et slikt gjennomsnitt for perioden fra og med mai 2005 til og med november 2006.

En slik gjennomsnittsfastsettelse av sluttverdien kalles populært i finansmiljøet, og i det følgende: **asiatisk hale**.

Som låneformål var angitt at lånet inngår i låntagers (bankens) generelle finansiering.

Ovenstående beskrivelse er i hovedsak basert på tegningsinnbydelsene, langt bak i brosjyrene. Den mer populært anlagte informasjonsdelen i begynnelsen av Global-brosjyren, begynner slik:

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

DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 bygger på et obligasjonslån som banken selv utsteder. I stedet 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.

Avkastningsfaktor

Ved å investere i DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 er investor sikret 105 % av den positive verdiutviklingen på en bredt sammensatt aksjeindeks, bestående av ledende selskaper i de tre utvalgte områdene. Dette betyr at investor er sikret 5 % mer enn det Global-indeksen stiger med i løpetiden.

Sikkerhet

Den norske Bank ASA vil uansett utviklingen på Global-indeksen tilbakebetale investert pålydende beløp på forfallsdato den 24. november 2006. Dette betyr at investor ikke vil tape det investerte beløpet dersom Global-indeksen skulle være uendret eller negativ ved forfall."

Videre følger en beskrivelse av de indeksene som inngår i Global-indeksen, og det nevnes noen eksempler på kjente selskaper som dermed også inngår. Herunder står det også at aksjeindeksene ikke inkluderer utbytte som utbetales fra selskapene.

Så følger:

"Potensiale og historisk utvikling

Basert på de siste års utvikling i de aksjeindeksene vi vil investere i, og våre prognoser for fremtiden, tror vi at DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 vil gi et stort potensiale for kursstigning på din investering.

Utviklingen i de utvalgte aksjeindeksene har i perioden fra 31. august 1994 til 31. august 2000 (6 år) vært som følger:

DJ EuroStoxx 50	270,41 %
S&P 50	219,18 %
Nikkei 225	-18,26 %

Satt sammen til Global-indeksen, vektet med andelene fra hver enkeltindeks og beregnet med en avkastningsfaktor på 105 %, ville dette gitt investor en avkastning på 194,71 % over 6 år, eller en årlig effektiv avkastning på 19,74 %.

Til sammenligning har Oslo Børs Totalindeks over disse 6 årene hatt en verdiøkning på 144,91 % (16,10 % p.a.). Hadde man plassert til 3 måneders internbankrente ville avkastningen i denne perioden vært 38,69 % (5,60 % p.a.)."

Så følger en graf med kurver som viser utviklingen av "Global AF 105%", Oslo Børs Totalindeks og "3 mnd NOK rente" fra august 1994 til august 2000.

Så følger overskriften "Internasjonal aksjeindeksobligasjon – fornuftig strategi for en langsiktig investor", hvor det står om en del fordeler ved å investere i det internasjonale aksjemarkedet istedenfor i det norske, og ved å investere gjennom aksjeindekser.

Deretter følger "Mulige avkastningsscenarioer" med en tabell som viser "hva 100 000 investert i DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 vil gi i utbetaling under fem forskjellige utviklinger i aksjemarkedet målt med Global-indeksen over 6 år" og en avkastningsfaktor på 105 prosent:

Global-indeksen	Stiger 185,44%	Stiger 100%	Stiger 50%	Står stille 0%	Faller -20%
Garantert beløp	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
Tilleggsbeløp (Avkastning)	194,712	105,000	52,500	-	-
Samlet til utbetaling ved forfall	294,712	205,000	152,500	100,000	100,000
Total avkastning	194.71%	105.00%	52.50%	0.00%	0.00%
Avkastning pr. år	19.74%	12.71%	7.29%	0.00%	0.00%

Ved siden av tabellen, og nederst på siden, med ekstra liten skrift i kursiv, står følgende, forsynt med en stjerne som retten ikke kan se noen henvisning til:

"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."

Under overskriften "Hvordan beregnes avkastningen ?" står følgende:

"For å sikre stabilitet i indeksen både på starttidspunktet, og mot plutselige markedsforstyrrelser i indeksene på slutten av investeringsperioden, har vi gjort avkastningen avhengig av hva kursen på startindeksen er i snitt av startdatoene [...], samt et gjennomsnitt av de siste 12 måneder av investeringsperioden på 6 år."

(De nærmere detaljene fremgår av rettens beskrivelse av "asiatisk hale" ovenfor.)

Etter et kort avsnitt om løpetiden, kommer så følgende avsnitt:

"Finansiering til kjøp av DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006.

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 investeringen 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 månedlige 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.

Belåning av DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006 vil være gjenstand for normal kredittvurdering. Investor må derfor ta kontakt med sin kontaktperson i Den norske Bank ASA, eller ett av Den norske Bank's kontorer, for finansiering av kjøpet. Omkostninger knyttet til lånet vil i tillegg til løpende rente være depot- og etableringsgebyr (engangsomkostninger), samt månedlig termingebyr i lånets løpetid. Minimum lånebeløp er 100.000,-. Dersom lånet skal sikres med pant i obligasjonen vil det i tillegg komme et rettighetshavergebyr på kr. 250,-."

Ved siden av denne teksten er en tekstboks med følgende tekst og tabell:

"Tabellen under viser hvilken avkastning man kan oppnå ved ulike utviklinger i aksjemarkedet. I eksemplet er det forutsatt 100 % lånefinansiering av en investering på 200.000,- kroner til en fastrente på 7,95 % p.a., samt en avkastningsfaktor på 105 %. Alle tall er etter skatt.

Global-indeksen	0%	50%	77%	131%	195%
Aksjemarkedets endring pr år:	0.00%	7.00%	10.00%	15.00%	19.74%
Netto avkastning i kr. 1)	-75,168	39,985	96,860	210,575	343,781
Utbetales ved forfall i kr.	2,520	85,430	126,380	208,255	304,163
Egenkapitalavkastning	-100.00%	53.19%	128.86%	280.14%	457.35%
Årlig effektiv avkastning	-12.25%	7.37%	14.80%	24.93%	33.15%

1) Netto avkastning er investert beløp fratrukket egenkapital, lånebeløp, rentekostnader og tegningsomkostninger."

Under hovedforhandlingen har banken funnet noen feil disse tallene, jf. nedenfor, under Røeggens anførsler.

Deretter, i brosjyren, følger et forholdsvis langt avsnitt om "Globalt vekstpotensiale", som beskriver forhold av betydning for en forventning om at Global-indeksen utvikler seg positivt.

Videre følger et avsnitt om "Omsetning DnB Aksjeindeksobligasjon Global 2000/2006", der det gjøres rede for at obligasjonene kan selges i løpet av løpetiden, men at det bare er på forfallsdagen 24. november 2006 at DnB garanterer

minimumsverdien av investert pålydende beløp. DnB vil søke om at Global tas opp til notering på Oslo Børs.

Videre følger et avsnitt om "Risikoforhold", der det gjentas at investor vil få 100 % av pålydende investert beløp tilbake den 24. november 2006, og siden DnB er låntager, vises det til bankens årsrapport og kvartalsrapport lenger bak i brosjyren. Videre står det at investor ikke har noen valutarisiko, og det gjentas at investeringen ikke vil gi avkastning dersom Global-indeksen er uendret eller negativ ved forfall.

Videre følger et avsnitt om hvor man vil kunne orientere seg om obligasjonenes verdiutvikling, og et avsnitt om skatteforhold, og et avsnitt om tegningsomkostninger. For investering til og med én million kroner er tegningsomkostningene angitt til 4,5 prosent, men 3,75 prosent for "Programkunder". Det vil ikke påløpe forvaltningskostnader i løpetiden, og heller ikke innløsningsomkostninger ved forfall.

Etter denne populære produktbeskrivelsen, som retten nå har gitt et omfattende referat av, inneholder brosjyren "Låneavtale mellom Norsk Tillitsmann AS og Den norske Bank ASA", bankens årsrapport 1999 og regnskap første halvår 2000, tegningsinnbydelse og tegningsblankett.

Sektor-brosjyren er bygget opp på samme måte, og har stort sett de samme formuleringer, bortsett fra det som naturlig følger av at Global skal følge noen allmene børsindekser, mens Sektor følger indeksen for tre bransjer.

I Sektor-brosjyren er tabellen "Mulige avkastningsscenarioer" slik:

Sektor-indeksen	Stiger 289,39%	Stiger 100%	Stiger 50%	Står stille 0%	Faller -20%
Garantert beløp	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
Tilleggsbeløp (Avkastning)	289,390	100,000	50,000	-	-
Samlet til utbetaling ved forfall	389,390	200,000	150,000	100,000	100,000
Total avkastning	289,39%	100,00%	50,00%	0,00%	0,00%
Avkastning pr. år	25,43%	12,25%	6,99%	0,00%	0,00%

og tabellen for avkastning ved lånefinansiering slik:

Sektor-indeksen	0,00%	77%	131%	199%	289%
Aksjemarkedets endring pr år:	0,00%	10,00%	15,00%	20,00%	25,43%
Netto avkastning i kr. 1)	-75.168	79.144	187.444	322.029	503.655
Utbetales ved forfall i kr.	2,520	113.625	191.601	288.502	419.272
Egenkapitalavkastning	-100,00%	105,29%	249,37%	428,41%	670,04%
Årlig effektiv avkastning	-12,25%	12,74%	23,18%	31,98%	40,52%

Banken markedsførte disse obligasjonslånene blant annet ved å avholde møter rundt omkring i landet for antatt interesserte personer. Ivar Petter Røeggen ble invitert til et slikt møte som fant sted i Kristiansund. På dette møtet fikk han, i tillegg til brosjyrene, tildelt et løst ark, heretter kalt "**det løse ark**", som inneholdt følgende investeringsforslag og tanker om utviklingen:

"Investering	500 000		
Egenkapital	-		0,00 %
Lån	500 000		
Lånerente	7,95 %		
Renteutgifter før/etter skatt	238 500		171 720
Månedlig renteutgift før/etter skatt	3 313		2 385
La oss anta 3 scenarier	Årlig avkastning	Total avkastning	
1. Aksjemarked opp	8,00 %	58,69 %	
2. Aksjemarked opp	13,00 %	108,20 %	
3. Aksjemarked opp	19,00 %	183,98 %	
	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Sluttverdi på investering	808 109	1 068 025	1 465 874
Tilbakebetaling lån	500 000	500 000	500 000
Rentekostnader	171 720	171 720	171 720
Etableringskostnader	18 750	18 750	18 750
Egenkapital	-	-	-
Plasseringsgevinst	117 639	377 555	775 404
Utbetaling etter skatt	227 088	414 228	700 680
Avkastning på egenkapitalen	64 %	204 %	419 %

Ved siden av denne tabellen er det en graf som viser kurven for "Plasseringsgevinst" (y-aksen) ved stigende "årlig avkastning på indeks" (x-aksen). Den starter med et underskudd på ca. 200 000 ved 0 årlig avkastning, passerer 0 i plasseringsgevinst ved ca. 5 % årlig avkastning, passerer 400 000 ved ca. 13 %, 800 000 ved ca. 19 % og 1 200 000 i plasseringsgevinst ved ca. 23 % årlig avkastning.

Røeggen er født i 1949, utdannet radiotelegrafist, og har nå stilling som avdelingsleder i Oddstøl elektronikk. Han har vært kunde i banken siden han var 18 år. Han fikk med seg brosjyrene og "det løse ark" hjem, og leste det der. Han meddelte banken at han ville investere 500 000 kroner og finansiere det ved et lån av samme størrelse fra DnB.

DnB gjennomførte 24. oktober 2000 en kredittvurdering av Røeggen, som resulterte i at han kunne innvilges lånet. Røeggen hadde i 1999 en lønnsinntekt på ca. 550 000 kroner, og ved årets slutt bankinnskudd og gjeld i størrelsesorden 30-40 000 kroner, med en positiv differanse på ca. 15 000 kroner.

Den 24. oktober 2000 møtte Røeggen i banken og undertegnet tegningsblanketter for Global og Sektor. Han kjøpte 25 andeler à 10 000 kroner i hver av dem, og tegnet seg altså for tilsammen 500 000 kroner. Tegningsomkostningene var 3,75 prosent fordi han var programkunde. Tilsammen skulle han betale 518 750 kroner. Egenkapital var 0. Han skulle låne beløpet av banken.

Datert 25. oktober 2000 fikk Røeggen et tilbud om gjeldsbrevlån på 520 500 kroner. Differansen fra de 518 750 kroner skyldes etableringsomkostninger på lånet, 1 750 kroner. Renteberegningsmetode skulle være "annuitet etterskuddsrenter". Renten ble angitt til 7,95 prosent nominell, 8,37 prosent effektiv fastrente, som skulle betales i 73 månedlige terminer over lånets løpetid på seks år og én måned. I tillegg kom 20 kroner i omkostninger hver termin. Røeggen undertegnet 30. oktober 2000 gjeldsbrev på disse betingelsene, og en erklæring som innebar at aksjeindeksobligasjonene ble pantsatt som sikkerhet.

Lånebeløpet ble av banken i år 2000 overført til å dekke investeringen i aksjeindeksobligasjonene. I 2006 ble Røeggens tilgodehavende i anledning garantien på tilbakebetalingen av obligasjonenes pålydende, den såkalte **hovedstolsgarantien**, anvendt av banken til nedbetaling av hans lån av banken.

I mellomtiden hadde Røeggen betalt 270 219 kroner i renteterminer og omkostninger.

Aksjemarkedet generelt, og de indeksene obligasjonslånene var knyttet til, sank over perioden november 2000 - november 2006. Røeggen fikk ingen avkastning, og heller ikke noe til dekning av de 270 219 kronene han hadde betalt i renter og omkostninger på sitt lån av banken.

Han ble oppmerksom på en kritisk artikkel til aksjeindeksobligasjoner i bladet "Dine Penger". Han tok kontakt med bladet, og med bladets assistanse skrev han 25. august 2006 et brev til DnB med overskriften "Kan DnB NOR selge meg et spareprodukt med negativ forventet avkastning – uten å opplyse om dette?". Han skrev blant annet at han var innforstått med at spareprodukter kan ha risiko, men at han ville påstå at det var en allmen oppfatning at de skal ha en positiv forventet avkastning. Høyskolen i Agder hadde gjort beregninger som viste at Global og Sektor hadde hatt en forventet negativ avkastning. Han vedla beregningen, og skrev at det var villedende og direkte feil av banken å reklamere med at han ville få hele aksjemarkedets avkastning. Når manglende utbyttejustering samt asiatiske haler ved start og slutt ble tatt i betraktning, var dette ikke riktig. Bankens hadde ikke fremlagt noen beregning av sannsynligheten av de ulike scenarier det ble operert med i brosjyrene og "det løse ark". Røeggen

krevde å bli stilt som om plasseringen ikke hadde funnet sted, og beregnet sitt tap per dato til 266 147 kroner før skatt og 191 765 kroner etter skatt.

DnB NOR Markets svarte i brev 29. september 2006. Banken skrev blant annet at Røeggen hadde hatt tilstrekkelig tid til å gjennomgå prospektet før han selv tok valget om investering og bruk av lånefinansiering. I år 2000 gjaldt det ikke noe krav om opplysning om forventet avkastning eller sannsynligheten av ulike utfall. Dette gjaldt heller ikke etter Kredittilsynets rundskriv 4/2004. Senere standard for å gi opplysninger hadde sammenheng med utvikling av forretningsområdet, og råd og krav fra myndighetene.

Den 16. oktober 2006 klaget Røeggen til Bankklagenemnda (**BKN**). Han skrev blant annet følgende, som har vært meget sitert av partene for retten, og som derfor siteres her:

"Derfor klager jeg

Jeg understreker at jeg ikke klager på den nominelle avkastningen – isolert sett. På tegningstidspunktet var jeg fullt klar over at nominell avkastning i perioder kan være negativ i aksjemarkedet. Jeg var inneforstått med at aksjemarkedet er forbundet med risiko. Jeg klager ikke over at DnBs vurderinger av aksjemarkedet slo feil.

Jeg klager heller ikke fordi jeg mener at risikoen tilknyttet produktet ikke passet min personlige økonomi – at jeg ikke skulle ha råd til å tape pengene.

Jeg klager heller ikke på at banken ikke skulle ha informert meg godt nok om at lånerentene utgjorde en del av mitt potensielle tap.

Alle disse forhold forstod jeg og aksepterte. Men det som DnB ikke fortalte meg om og som DnB ikke ga meg muligheter til å forstå på tegningstidspunktet, var **at forventet avkastning var negativ**. DnB latet som om forventet avkastning var høy, som i aksjemarkedet. **Det er selve produktet jeg klager på!** Produktet var et helt annet enn det DnB ga uttrykk for i salgsmaterialet og på rådgivningsmøtet. DnB solgte meg en sparekonstellasjon hvor jeg var "dømt" til å tape. Banken solgte meg en sparekonstellasjon med forventet negativ avkastning. Sparingene ville med overveiende sannsynlighet gjøre meg fattigere, viser beregningen fra Høyskolen i Agder."

(De to siste uthevelsene er gjort av retten.)

BKN innhentet flere innlegg fra begge parter. 18. april 2007 skrev BKN til partene at den nå hadde avgitt uttalelse i en annen, lignende sak, og at det fremgikk av denne at BKN ikke ville sette til side avtaler om lånefinansierte aksjeindeksobligasjoner utelukkende på grunnlag av investeringsproduktets innretning. BKN anså det derfor ikke hensiktsmessig å fremlegge Røeggens sak for BKN i møte, og saken ville bli henlagt om han ikke svarte innen tre uker.

Røeggen svarte 4. mai 2007 blant annet: "Nemnda forstår ikke produktet, men krever at kunden skal forstå det". Til nemndas oppfatning om at det svake aksjemarkedet måtte ta skylden for den svake avkastningen, var å si at den globale verdensindeksen MSCI hadde steget 37 prosent før skatt fra november 2000 til november 2006. Han hadde forståelse for at BKN ikke hadde tilstrekkelig finansfaglig kompetanse, men oppfordret den da til å innhente uavhengig ekspertise.

BKN engasjerte professor Thore Johnsen, Norges Handelshøyskole. Oppdraget ble bekreftet i BKNs brev 9. januar 2008. Det fremgår at Johnsen ble bedt om å vurdere holdbarheten i de analysene partene hadde fremlagt, hvilke valg av parametere som måtte antas å gi det mest korrekte bilde av forventet avkastning, og om det kunne gis en vurdering av avkastningsmuligheten for strukturerte produkter mer generelt.

Professor Johnsen avgav en betenkning som retten har i form av "Endelig versjon 17. august 2008". Denne gikk banken imot. Banken og professor Johnsen kom med flere nye innlegg.

BKN avgav 20. januar 2009 uttalelse med slik konklusjon:

"Klager har krav på å bli stilt som om investeringsavtalene og låneavtalen ikke var inngått."

Uttalelsen var avgitt under dissens. Flertallet bestod av formannen og de to medlemmene som er oppnevnt av Forbrukerrådet.

DnB erklærte at banken ikke ville følge uttalelsen, og begrunnet dette i brev 10. februar 2009.

Røeggen, med partshjelp fra Forbrukerrådet, tok 2. juni 2009 ut stevning mot DnB med påstand om at investeringsavtalene og tilhørende gjeldsbrevslån skulle kjennes ugyldige, og at DnB skulle dømmes til å betale 266 147 kroner til Røeggen, med tillegg av renter og saksomkostninger.

Hovedforhandling ble holdt over ti dager i perioden 13.-28. april 2010. Røeggen avgav forklaring. Nils Gunnar Brattlie, leder for seksjonen Produktutvikling i DnB Nor Markets, avgav forklaring som stedfortreder for DnB NOR Bank ASA, og administrerende direktør Randi Flesland for Forbrukerrådet. Videre hørte retten vitneforklaringer fra konserndirektør Ottar Ertzeid og megler Tor Bolland som begge er ansatt i DnB, og følgende personer som var innkalt som sakkyndige vitner av Røeggen: professor Johnsen, Petter Bjerksund, også professor ved Norges Handelshøyskole, Trond Helge Tostrup, administrerende direktør i Sparebanken Øst,

og Geir Ormseth, redaksjonssjef i Dine Penger; og følgende personer som var innkalt som sakkyndige vitner av DnB: Kjersti Aas, assisterende forskningssjef i Norsk Regnesentral, Anders Løland, seniorforsker ved Norsk Regnesentral, og Jan-Magnus Moberg, manager for Price Waterhouse Coopers. Ingen sakkyndig har vært oppnevnt av retten.

Ivar Petter Røeggen og Forbrukerrådet nedla slik påstand:

- "1. Investeringsavtalene DnB Global og DnB Sektor og tilhørende gjeldsbrevslån mellom Dnb NOR BANK ASA, org.nr. 984851006 og Ivar Petter Røeggen kjennes ugyldige.**
- 2. Dnb NOR BANK ASA ved styrets formann dømmes til innen 14 dager til å betale Ivar Petter Røeggen inntil kr 230 000,-, med tillegg av forsinkelsesrente fra 23.11.2006 til betaling skjer.**
- 3. Ivar Petter Røeggen/Forbrukerrådet tilkjennes sakens omkostninger."**

Dnb NOR Bank ASA nedla slik påstand:

- "1. Dnb NOR Bank ASA frifinnes.**
- 2. Dnb NOR Bank ASA tilkjennes sakens omkostninger."**

Ivar Petter Røeggen og Forbrukerrådet har anført:

Retten eller dens medlemmer må spørre seg: "Ville jeg ha puttet pengene mine i dette prosjektet med den informasjonen jeg nå har fått ?" – Eller: "Ville jeg ha gjort det ved lånefinansiering ?". Dersom svaret er nei, har Røeggen en sak. Da foreligger en urimelighet som gjør at avtalen må settes til side. Ved denne vurderingen skal man se bort fra den kunnskap man nå har om den konkrete utviklingen av aksjemarkedet etter avtaleinngåelsen.

Det som skjedde ved bankens markedsføring, var at gråstein ble presentert som gull. Man ble fortalt at man skulle få 100 eller 105 prosent avkastning på visse børsindekser, men andre avtalevilkår innebar at det man fikk, var mye dårligere. Disse vilkårene var bortgjemt i brosjyrene, og Røeggen ble ikke forklart hvilken betydning de hadde.

Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter ble gitt i 2006. Den avspeiler regler som langt på vei må anses gjeldende også i år 2000. Retten må i alle fall ta reglene i betraktning fordi den rettslige målestokk for rimelighetsvurderingen etter avtaleloven § 36 er oppfyllelsestidspunktet.

Det er ingen uenighet mellom partene om hvilken informasjon Røeggen faktisk fikk. Men dette var ikke tilstrekkelig informasjon. Det han fikk, pekte ensidig oppover. Det burde ha vist frem investeringens negative trekk, eller i det minste vært nøytralt. Banken tok initiativet og pushet produktene på Røeggen. Derav følger en sterkere opplysningsplikt.

Dersom Røeggen og andre investorer hadde fått den informasjon som de hadde krav på, ville ingen av dem ha kjøpt produktet. Når avtalen ikke er fundert på balansert informasjon fra bankens side, er den urimelig. Det er av mindre betydning å klarlegge om ugyldigheten skal baseres på tilblivelses- eller innholdsmangel.

Megler Tor Bolland har forklart at banken i 2002 prøvde å selge et "rent" produkt, det vil si andeler av en opsjon, men at ingen ville ha det. Kundene vil altså ikke ha grunnproduktet. Det er bare når banken forkler det med uvedkommende tillegg, som gir et tilforlatelig inntrykk, at folk vil ha det.

Hjemmel for å sette avtalen til side er avtaleloven § 36, jf. § 37 første ledd nr. 1 og 4, som suppleres av verdipapirhandelloven av 1997 § 9-2 om "God forretningsskikk", og må tolkes i lys av standarden for "God bankskikk". Produktenes svake evne til å gi positiv avkastning er sentralt. I den brede skjønnsutøvelsen som de nevnte reglene krever, er det grunn til å trekke linjer til forhold rundt avtalens tilblivelse, herunder markedsføring, avholdelse av salgsmøte og bankens etterfølgende kontakt og oppfølging. Sannsynligheten for positiv avkastning, størrelsen på bankens tilretteleggermargin, og om lånerenten er rimelig, er sentrale momenter i vurderingen. Etter finansavtaleloven § 47 hadde banken plikt til å fraråde investeringen med lånefinansiering.

Banken må ha bevisbyrden for at produktet hadde en tilstrekkelig positiv forventet avkastning med lånefinansiering. Banken måtte ha plikt til å foreta egne beregninger av produktenes avkastningsmuligheter, og å gjøre potensielle kunder oppmerksom på usikkerheten i slike beregninger. Under saksforberedelsen for retten og BKN er de sakkyndige, herunder bankens sakkyndige, kommet til svært ulike resultater for forventet avkastning fordi de opererer med ulike verdier for parametre som legges inn i beregningene. Banken mener nå at alle beregningene kan forsvares, eller er like gode. Banken har valgt parametre som får forventet avkastning til å bli svært mye høyere enn alle andre sakkyndige. Norsk Regnesentral, engasjert som sakkyndig av banken, har gitt bankens beregninger den knappest mulige form for godkjennelse, men har også uttalt under hovedforhandlingen at bankens valg av parameterverdier er uvanlige.

Røeggen har gjennom årene betalt 270 219 kroner til banken for renter og omkostninger. Det er en fiksjon å si at han i 2000 fikk 520 500 kroner av banken i lån og gav banken 518 750 kroner for aksjeindeksobligasjoner, og at han i 2006 fikk 500 000 kroner på aksjeindeksobligasjoner og gav banken 520 500 kroner som nedbetaling av lån.

Det banken gjorde, var å kjøpe en opsjon for 27 prosent av tegningsbeløpet i aksjeindeksobligasjonslånene. Dette sikret banken all den avkastning som en positiv indeksutvikling ville kunne gjøre det nødvendig å utbetale Røeggen i henhold til avtalen. Resten ble brukt til investeringer som kastet rente av seg, nok til å dekke hovedstolgarantien. Man kan på denne måten si at banken har forledet Røeggen til å kjøpe en opsjon pluss å lånefinansiere en høyrentekonto. Dette er en pakke man ikke bør kjøpe, og ikke selge.

Produktene var svært dårlig egnet til å gi avkastning. Det er stor enighet blant de sakkyndige fra begge sider om at investeringen måtte ha gitt en årlig avkastning på 7,47 prosent om Røeggen skulle ha gått "break even", det vil si om han skulle ha fått igjen det han betalte på sitt lån fra banken. Samtidig var "risikofri rente" – det vil si rente på urisikable investeringer – 6,8 prosent. Professor Johnsen sine beregninger viser at forventet avkastning er 1,3 prosent per anno i Global og 1,6 prosent i Sektor – eller ca. fem prosent mindre enn risikofri rente. Professor Johnsen har beregnet at det var minst 60 prosent sannsynlig at kunden vil tape, selv om man godtar bankens tall for forventet avkastning. Seniorforsker Anders Løland uttalte i retten at alle aksjeindeksobligasjoner har gjort det dårligere enn rentemarkedet. Han har på oppdrag av Finansnæringens Hovedorganisasjon undersøkt historisk avkastning for såkalte sammensatte produkter i det norske markedet for et utvalg av norske banker i perioden 8. juli 1997 - 1. juli 2007.

Banken laget "Det løse ark", men ingen vet hvem i banken som har gjort det. Det må ha vært gjort som en forenkling for salg til privatkunder. Men tallene og grafen er feil. Grafen viser break even ved 5,29 % årlig avkastning, mer enn to prosentpoeng lavere enn det alle de sakkyndige nå er enige om. Dessuten hadde banken på "det løse ark" trukket fra rentekostnader etter skatt, mens det riktige ville ha vært før skatt. Dermed blir korrekt "plasseringsgevinst" (før skatt) betydelig lavere enn på "det løse ark", for eksempel i scenario 1: 50 859 – 5,67 prosent, istedenfor 117 639 – 64 prosent.

Også i Global-brosjyren var det viktige feil som bidro til å gi et alt for optimistisk inntrykk av gevinstmuligheter. I tabellen for "hvilken avkastning man kan oppnå ved ulike utviklinger i aksjemarkedet" står det at ved 50 og 77 prosent samlet stigning i Global-indeksen vil årlig effektiv avkastning bli henholdsvis 7,37 og 14,80 prosent, mens det riktige er henholdsvis 0,21 og 12,9 prosent. Selv ved disse nye beregningene

er det ikke tatt hensyn til etableringskostnader for lånet og termingebyr, og at Røeggen ikke betalte tegningsomkostninger med egenkapital. Riktig resultat ved 50 prosent stigning i indeksen blir da null årlig avkastning.

Brosjyrene forteller at avkastningsmulighetene er større når man lånefinansierer investeringen. Det er riktig at om indeksveksten hadde kommet over et visst nivå (ca. 9 prosent per år) ville avkastningen blitt større ved lånefinansiering. Men den økonomiske risikoen ved lavere indeksvekst er ekstremt mye større. Det står det ikke noe om i brosjyrene.

Man må også ta i betraktning hva Røeggen tapte i kostnader. Brosjyrene forteller bare om tegningsomkostningene, 18 750 kroner for Røeggens del. I tillegg kom tilretteleggermargin med 28 450 kroner og lånemargin med 24 353 kroner. Det siste kommer av forskjellen på effektiv lånerente 8,37 prosent på Røeggens lån av banken, og markedsbestemt lånerente 7,07 prosent (swaprente 6,77 prosent + 0,3 prosent). Tilsammen hadde Røeggen således kostnader på 71 553 kroner, i tillegg til renteutgiftene.

Andre momenter av betydning for rettens avgjørelse er at Røeggen – som er en alminnelig mann, uten kunnskap om finanser – ble oppsøkt av banken, og at banken anbefalte ham å investere, og å låne penger, siden han ikke hadde 500 000 kroner i ledig kapital. "Det løse ark" bidro til å understøtte anbefalingen om en slik investering. Informasjonsmaterialet forteller om en viss risiko, men Røeggen ble lokket med tilbud om store gevinster. Han var vant til å stole på at banken er innstilt på å gi ham råd som er til hans beste. Han hadde små forutsetninger for å gjennomskue at tilbudet var så mye dårligere enn fremstilt.

Banken var den profesjonelle part. Den investerte ikke i noen av de børsene som ble fremstilt som så gode overfor kundene. Den kjøpte en opsjon som fungerte som en forsikringspremie mot at de angitte indeksene steg. Dette gjorde banken før 23. november 2000, og hadde således null risiko.

Bankens mulighet for å tjene var derimot stor. Banken fikk billig likviditet. Undersøkelser etterpå viser også at bankene tjente mye på sammensatte produkter, og kundene tapte mye, og nesten unntaksfritt.

Banken hadde dessuten en høy rente på lånet til Røeggen, selv om den hadde fullgod sikkerhet i tilbakebetalingsgarantien på aksjeindeksobligasjonen. For den del av Røeggens "innbetaling" som ikke gikk til å kjøpe opsjon i London, hadde dette lånet ingen annen realitet enn Røeggens rentebetalinger: Begge parter lånte av og til den annen. Banken kunne låne ut de samme pengene til flere mennesker.

Røeggen fikk ikke vite at de personene som solgte produktet på vegne av banken, fikk økonomiske fordeler ved salg av aksjeindeksobligasjoner, og dessuten ved salg av lånefinansiering.

Selv om Røeggen hadde fått overskudd, burde produktet ha vært bedre, og han burde ha saksøkt banken. Men produktenes dårlighet ville i så fall neppe ha blitt gjennomskuet. Det er når sammenbruddet kommer, man ser strukturen.

BKN er et tvisteløsningsorgan med spesialkompetanse. Retten bør legge stor vekt på at BKNs uttalelse gikk i favør av Røeggen.

Oslo Børs' godkjenning av aksjeindeksobligasjonslånene har ikke stor vekt. Dette er en begrenset kontroll av visse formalia.

Virkingen av at avtalen er ugyldig, må være at Røeggen settes i den stilling han ville ha vært i hvis avtalen ikke hadde vært inngått. Bankens anførsel om at revisjon er umulig, er irrelevant. Røeggen ville ikke ha inngått avtalen hvis han hadde fått full informasjon. Utgangspunktet og hovedregelen ved ugyldighet er at avtalen settes helt til side, og at foretatte ytelser skal føres tilbake. Det er bare Røeggen som har ytet noe. Det er ikke mulig å sette noen pris på det forhold at Røeggen i avtaleperioden "nøt godt av" å ha en viss teoretisk utsikt til å få positiv avkastning.

Påstandsbeløpet utgjør de terminer Røeggen har betalt på lånet fra banken, med tillegg av rente frem til november 2006, og med fradrag av den skatt Røeggen har spart på grunn av disse betalingene.

Dnb NOR Bank ASA har anført:

Utgangspunktet er at man har frihet til å inngå de avtaler man vil, og at avtaler skal holdes. Avtaleloven § 36 er en snever sikkerhetsventil, som skal anvendes med varsomhet, ikke minst overfor senere inntrådte forhold. Den krever en meget klar urimelighet for å anvendes. Den omstendighet at saken gjelder en standardavtale som er inngått med mange, en masseavtale, taler også mot å sette den til side, jf. Rt. 2005-1471 avsnitt 57. Det er en særegenhet ved denne saken, sammenlignet med andre saker i rettspraksis hvor det har vært spørsmål om å anvende avtaleloven § 36, at kravet om ugyldighet fremsettes etter at kontrakten er ferdig oppfylt fra begge sider.

Om Røeggen skulle få medhold, ville det innebære at han fikk en adgang til å spekulere på den annen parts bekostning. Dette er uvanlig og uakseptabelt. Han inngikk en avtale med løpetid seks år, og var klar over at den kunne gi gevinst eller

tap. Han var uheldig med tidspunktet da han gikk inn på avtalen. Han kan ikke bare kvitte seg med avtalen når han forstår dette. At banken har tjent, og han har tapt, er ikke noe argument for ugyldighet. Røeggen har nærmest erkjent at dersom han hadde tjent på investeringen, ville det ikke ha blitt noe søksmål.

Det er uriktig at banken har tatt en høy margin, eller en skjult margin. Banken har beregnet en avanse, som skal dekke bankens kostnader, som er nødvendige for utvikling og administrasjon av produktene, og fortjeneste, som banken også må ha. Det er ikke noe spesielt for finansprodukter at de kjøpes selv om kjøperne innser at selgerne tjener på det.

Det tar tid å utarbeide, lansere og inngå masseavtaler som Global og Sektor. Vilåårene måtte fastlegges mer enn to måneder før avtalene faktisk trådte i kraft. I mellomtiden løp banken alene risikoen for at markedsforholdene kunne endre seg.

Rentenivået falt fra innbydelsene ble sendt ut, til innbetalingene kom inn.

Global og Sektor er avtaler med gjensidige rettigheter og forpliktelser som det ikke er uklarhet om, og som er oppfylt som programmert i avtalene. Hvor mye banken tjente på dette, og hvordan, er den annen part uvedkommende.

Det er uvanlig å opplyse en kjøper hvilken avanse man beregner. Kravet om å oppgi avanse ved salg av sammensatte produkter var nytt da forskriften kom i 2007, og kan ikke anses gjeldende i år 2000.

Det var konkurranse mellom finansinstitusjonene om salg av sammensatte spareprodukter. Man må gå ut fra at konkurransen her, som på andre områder, har sørget for at prisnivået har holdt seg på et lavt eller moderat nivå i forhold til risiko og avkastningsmuligheter.

Røeggen ble invitert, ikke presset, til å komme til et salgsmøte. Han fikk brosjyrene med seg hjem, og han leste dem. Han har bekreftet, både den gang ved sin underskrift og nå i retten, at han forstod alt som stod der. Han leste og forstod blant annet beskrivelsen av "asiatisk hale", at utbytte ikke er med G- og S-indeksene, og at investeringen og resultatberegningen skulle skje i norsk valuta. Han forstod altså alt det som hans sakkyndige nå hevder gjør at produktet i virkeligheten gir dårligere avkastning enn brosjyrene gir inntrykk av. Røeggen har utdannelse, lang yrkeserfaring og kan styre sin økonomi. Det var ikke vanskelig for ham å forstå brosjyren. Han vedtok avtalen ved sin underskrift. – Forøvrig virket valutasikringen til Røeggens fordel. Amerikanske dollar ble betydelig svekket i perioden.

Dessuten forstod Røeggen at han tok en risiko for å tape det han investerte i renteterminer på lånet. Ulike investorer har ulik risikoprofil og ulike diversifiseringsbehov, og må selv avgjøre hva som passer for dem. Alle må bære den risiko de påtar seg. Særlig bør det være vanskelig å få satt til side en risikofylt eller spekulativ kontrakt, som denne saken gjelder, jf. Rt. 1983-716. Det finnes ikke noe helt uventet og utenforliggende forhold som kan gjøre avtalen urimelig, som Hagstrøm uttrykker det i Obligasjonsrett, 2003, side 294-95.

Lovgivningens krav til informasjon i en tegningsinnbydelse til et obligasjonslån var oppfylt. Oslo Børs kontrollerte prospektet i henhold til børsforskriften og fant ikke at det inneholdt villedende eller ufullstendige opplysninger..

Hovedstolsgarantien var en sentral del av produktet, som det må antas at mange investorer og Røeggen la betydelig vekt på, men som ikke er tillagt noen vekt i betenkningene fra Røeggens sakkyndige.

Forøvrig inneholdt brosjyrene og "det løse ark" blant annet redegjørelse for historisk avkastning, beregninger av hvordan det ville gå ved noen utvalgte eksempler på utviklingen av G- og S-indeksene, redegjørelse for risikoforhold, og for gebyrberegningen. Bortsett fra de feilene som banken selv har funnet under arbeidet med hovedforhandlingen, finnes det ikke feil i noen av opplysningene i brosjyrene eller "det løse ark". De feilene banken selv har funnet, skyldes inkonsistent behandling av skattemessige forhold og periodiseringsspørsmål. Dette hadde neppe noen betydning for Røeggen. Han var bare opptatt av hovedstolsgarantien, og av muligheten for å tjene noen kroner, som han har sagt under hovedforhandlingen.

Etter Røeggens brev til BKN er hovedspørsmålet om det var feil av banken å unnlate å opplyse om at "forventet avkastning var negativ". Dette var – av fire grunner – ikke noen feil:

For det første var det ikke noen regel i 2000 som krevde at finansinstitusjonen skulle oppgi forventet avkastning, sannsynligheten for positivt utfall eller konfidensintervall. Heller ikke Kredittilsynets rundskriv 4/2004 hadde noe slikt krav. Ved forskriften av 2006 kom et krav om at det skulle oppgis et intervall for sannsynlig avkastning på produktet, og hvilken sikkerhet det var for dette intervallet. Men først ved endring av forskriften fra 1. mars 2008 kom et slikt krav om å oppgi forventet avkastning som Røeggen mener banken skulle ha etterkommet i år 2000. Både i rundskriv av 2004 og 2006 uttalte Kredittilsynet at dersom retningslinjene var overholdt, ville også lovens krav til informasjon være overholdt. Å anvende reglene av 2008 på denne saken fra 2000 vil være i strid med Grunnlovens forbud mot at lov gis tilbakevirkende kraft.

For det annet viser beregninger at forventet avkastning var positiv. Også beregningene fra Røeggens egne sakkyndige viser dette, etter at de er blitt justert, dels for kraftige regnefeil, dels for fakta som er påpekt fra bankens side. Også professor Johnsen's beregninger er påvist å svikte. De bygger konsekvent på lave anslag i parametrene. Bankens beregninger – som gir et markert høyere resultat for forventet avkastning enn andre sakkyndiges – er fullt forsvarlige, ifølge de sakkyndige fra Norsk Regnesentral. Tingretten må legge til grunn at forventet avkastning var positiv også ved lånefinansiering.

For det tredje er beregning av forventet avkastning komplisert, og resultatet er avhengig av hvilke verdier man legger inn for de ulike parametrene som går inn i beregningen. BKN har sannsynligvis misforstått hva forventet avkastning er. Forventet avkastning er en tverrsnittsberegning av alle mulige utfall. Det gis ingen fasit for svaret, og det er uklart hvem som skal bestemme hvilke parametre som er riktige, og hvilket resultat som er tilstrekkelig godt. For eksempel finnes det ikke noe autoritativt svar på om man skal legge til grunn historisk eller implisitt volatilitet, og i førstnevnte fall under hvilken tidshorison. Videre er det blant annet uklart hvilken risikopremie man skal regne med, hvilke utbytter som ville bli utdelt (med negativ virkning for indeksene), og verdien av historisk input. Alt dette gjør "forventet avkastning" uegnet til å gå inn som en del av den informasjon en tegningsinnbyder skal gi. Til syvende og sist må det alltid være den enkelte investor som må bestemme hvilken risiko han vil akseptere, og hvilke gevinstmuligheter han vil la seg friste av.

For det fjerde sier ikke forventet avkastning noe om sannsynligheten for denne avkastningen. Forventet avkastning er ingen prognose for utviklingen. Ingen kan si noe om hvordan fremtiden blir. Det er ikke sannsynliggjort at en teoretisk beregnet forventet avkastning i 2000 ville ha gitt bedre informasjon om utsiktene enn brosjyrene gav.

Uansett er det ikke sannsynlig at Røeggens investeringsbeslutning ville ha blitt påvirket av en beregning av forventet avkastning. En slik beregning ville heller ikke ha eliminert usikkerhet eller gitt noe annet utfall av investeringen. Når årsakssammenheng mangler, kan det aldri bli tale om ugyldighet.

BKN har for denne saken fra 2000 lagt seg på en strengere norm enn de nye forskriftene av 2006 om opplysningsplikt. Bankens innlegg til BKN i denne saken tilfredsstiller forskriftene, men BKN kom likevel til at det ikke var nok.

Det finnes ikke noe absolutt krav om at finansinstitusjonen skal forvise seg om at kunden har tilstrekkelig forståelse av den mulige risiko, jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 43.

Det er feil å si at det ikke hadde noen realitet at Røeggen investerte mer enn den delen av innbetalt beløp som banken brukte til å kjøpe opsjoner for (27 prosent av 500 000), eller ikke mer enn de renteterminene han betalte (253 812 kroner). Røeggen fikk etter avtalen hele avkastningen av 500 000 kroner.

Det er feil å si at banken ikke selv trodde på oppgang i aksjemarkedet. Dersom det hadde vært riktig, ville ikke banken ha brukt penger på å sikre seg ved å kjøpe opsjoner i London.

Banken kan ikke ha bevisbyrden for at produktene i år 2000 hadde en tilstrekkelig positiv forventet avkastning, slik motparten og BKN mener. Bevisbyrde er noe man kan ha for historiske fakta, ikke for forutsigelser om en fremtidig utvikling.

Avtalen mellom partene innebærer en fordeling mellom dem av risikoen for en fremtidig utvikling. Man kan ikke kreve at den annen part skal bevise hvordan utviklingen vil bli. Den utviklingen som kom, var beskrevet som en mulighet i avtalen, og således fullt ut forutsett av partene.

Det var slett ikke slik at det var umulig for en investor å tjene penger på produktene. Bankens på rettens anmodning utarbeidet en oversikt som viser til dels god avkastning om starttidspunktet hadde vært et annet. Røeggen fikk mindre tap enn om han hadde investert i et aksjefond i samme periode.

Røeggens sakkyndige mener banken burde ha solgt (andeler av) opsjoner, men erfaring viser at kunder ikke er interessert. De vil ha garanterte spareprodukter. Røeggen har forklart at hovedstolsgarantien betydde mye for ham, og i tillegg muligheten til å tjene noen kroner. I 2000 var det ingen som la ut opsjoner for vanlige investorer som Røeggen. Hadde han kjøpt opsjoner, ville han ikke ha fått hovedstolsgaranti. Det fantes ikke noe forbud mot å selge aksjeindeksobligasjoner. Flere av de sakkyndige, også Røeggens, har uttalt at Global og Sektor var av de bedre og enklere produktene.

Det er ingen grunn til å betvile eller kritisere at banken brukte de beløp den fikk inn på aksjeindeksobligasjonslånene, til sin generelle funding, eller som det står i tegningsinnbydelsen: "Opplåningen inngår som en del av Låntakers generelle finansiering". Bankens virksomhet består i å låne penger inn og ut, og dette er en beskrivelse av inn-siden.

Investeringen i aksjeindeksobligasjonslånene og det lånet Røeggen fikk av banken, er to forskjellige avtaleforhold, som må bedømmes uavhengig av hverandre.

Det er ikke grunn til å kritisere at banken tilbød lånefinansiering. Det er ikke noen vesensforskjell mellom egenkapitalfinansiering og lånefinansiering. Ved lånefinansiering må man betale renter av lånet, mens man ved egenkapitalfinansiering må gi opp den avkastning man kunne ha fått ved en alternativ plassering. Renten for lånefinansiering er normalt høyere. Lånefinansiering økte derfor risikoen, eller kravet til stigning av G- og S-indeksene, for at investeringen skulle gi positiv avkastning. Til gjengjeld ville avkastningen på egenkapitalen (som ved lånefinansiering tilsvarte innbetalingene av renter) ha blitt større dersom indeksene hadde steget over et visst nivå (ca. 9 % per år). Det er elementært at økt risiko vanligvis også gir muligheter for større gevinst.

Banken kunne ikke avverge at investorene lånefinansierte investeringene, for eksempel ved lån annetsteds eller ved å la finansieringen gå på bekostning av nedbetaling av gjeld på andre aktiva.

Professor Bjerksund sa at "produktet er OK uten lånefinansiering". Men det kan ikke være slik at produktet var akseptabelt med egenkapitalfinansiering, men urimelig og ugyldig med lånefinansiering.

Lånet var til fastrente. Røeggen slapp risikoen for rentestigning. Slik rente må være høyere enn flytende rente da låneavtalen ble inngått. Den fastrente Røeggen fikk tilbud om i september 2000, var 0,2 prosentpoeng lavere enn den fastrente banken på samme tid tilbød for femårs fastrente på boliglån av samme størrelse med pantesikkerhet innenfor 60 prosent av takst. Den var heller ikke høy i forhold til markedsrenten ellers. Røeggen var kredittverdig fordi han hadde ordnet økonomi og fast inntekt. Han fikk alle opplysninger om rente og omkostninger, og hvor mye han skulle betale hver måned fremover, før han gikk inn på avtalen.

Hovedreaksjonsformen ved anvendelse av avtaleloven § 36 er at bare en del av avtalen settes til side. Det fremgår av lovteksten, lovforarbeider (NOU 1979:32 side 48 og Ot.prp. nr. 5 (1982-83) side 36), teori og rettspraksis, f.eks. Rt. 1998-1683 på side 1699 og Rt. 1993-1497. Det er bare unntaksvis at avtaler er blitt satt til side i sin helhet.

Restitusjon av partenes ytelser er ikke mulig i dette tilfellet. Ingen av bankens, men samtlige av Røeggens ytelser er lette å verdsette. Banken har i seks år båret risikoen for at aksjemarkedet skulle gå opp, noe som ville hatt den følge at banken hadde måttet betale avkastning til Røeggen. Denne ytelsen kan ikke leveres tilbake. Det har påløpt kostnader som ikke lar seg reversere. Røeggen har sittet i seks år og hatt mulighet for

avkastning. Hvis Røeggen skal få tilbake noe av det han har betalt til banken, må det settes tall på det banken har ydet, og banken må få det tilbake.

Det kan ikke under noen omstendighet være grunnlag for å sette investeringsavtalen til side. En eventuell ugyldighet kan bare gjelde låneavtalen, og bare delvis, for eksempel i den form at Røeggen får igjen noe av renteutgiftene.

Banken står overfor en pressestyrt prosess etter at aksjemarkedet gikk feil. Politisk initiativ har påvirket saksbehandlingen. Det er kommet frem at etter samtaler mellom en pressemann og finansministeren skulle sistnevnte "ta en telefon". Etter dette endret BKNs praksis seg. Saker som lignet Røeggens, fikk tidligere motsatt resultat.

Retten bemerker:

Retten skal treffe sin avgjørelse uavhengig av Bankklagenemndas avgjørelse. Retten er ikke bundet til å holde seg innenfor rammen av det som har vært vurdert av BKN. Retten har også oppfattet partene – iallfall Røeggen – slik at de har gått utenfor denne rammen i sin argumentasjon i retten.

Det foreligger ikke noen praksis i Bankklagenemnda av slik varighet og styrke at retten behøver å ta hensyn til den. Uttalelsen i Rt. 1984-248 på side 258, om grunn til å legge vekt på praksis i et slikt fagorgan, har ingen vekt i denne sak.

Avtaleloven § 36 innebærer at avtalens rimelighet skal vurderes på oppfylleles-tidspunktet. I dette tilfellet er avtalen oppfylt fra begge parter side. Oppfyllelsen skjedde gradvis over en seksårsperiode. Det må i noen grad være anledning til å ta hensyn til forhold som først viste seg da denne perioden var slutt. De sentrale poengene er imidlertid avtalens innhold uavhengig av den faktiske markedsutviklingen, og bankens informasjon til Røeggen før avtalen ble inngått, og hva partene den gang kunne forstå eller forutse. Alt dette er forhold som ligger klart innenfor vurderingstemaet ved anvendelse av avtaleloven § 36.

Retten er enig med banken i at iallfall noen av reglene i Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter (FOR 2006-09-25-1317) har et slikt preg av positivrettslige nyheter at de ikke kunne anses gjeldende seks år før forskriften ble gitt. Det gjelder blant annet kravet om å oppgi avansen, eller "totale kostnader".

Retten er også enig med banken i at det ikke kan legges til grunn at banken kjøpte opsjonene i London (se nedenfor, under flertallets bemerkninger) for dyrt. Denne påstanden er ikke underbygget, og har formodningen mot seg. Hver krone spart ved

kjøp av opsjon i London, ville være en krone tjent for banken. Retten må gå ut fra at banken hadde tilstrekkelig ekspertise til å ivareta sine interesser ved disse kjøpene.

Banken har anført at den lånte Røeggen 500 000 kroner til å foreta en investering i Global og Sektor. Banken hadde solid sikkerhet for dette utlånet ved pant i Global og Sektor, som jo var utstyrt med hver sin tilbakebetalingsgaranti på 250 000 kroner. Dersom Røeggen hadde begynt å misligholde lånterminen, er det vanskelig å tenke seg at banken ikke skulle ha klart å realisere pantet og få tilstrekkelig dekning. Det er trolig noe uvanlig, som en sakkyndig har satt fingeren på, at lånerenten ble fastsatt et par måneder før lånet skulle utbetales. Til tross for disse forhold kan ikke retten se at lånerenten var urimelig høy i forhold til det rentemarkedet ellers tilsa. Flertallet, jf. nedenfor, tilføyer at dette er under forutsetning av at man tenker seg lånet gitt til et mer reelt investeringsformål, for eksempel til å investere i aksjeindeksobligasjoner i en annen bank.

Røeggen har anført at produktene var "uegnet", og at banken derfor ikke skulle ha solgt dem. Som selvstendig anførsel kan dette etter rettens oppfatning vanskelig føre frem. Det er en sammenheng mellom et produkts kvalitet og nødvendig nivå på opplysninger fra utstederen. Et produkt kan være svært dårlig. Men hvis dette opplyses klart nok, og noen likevel kjøper, kan avtalen neppe bli ugyldig fordi produktet er så dårlig som opplyst. Retten ser bort fra tilfelle av utnyttelse av forstandssvakhet hos kjøperen.

Steen Koekabakker og Valeri Zakamouline, Institutt for økonomi, Høgskolen i Agder, skrev en avhandling om "Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner" der de brukte Global og Sektor som eksempler. Denne avhandlingen dannet grunnlag for noen artikler i *Dine Penger*, som Røeggen så. Røeggen tok kontakt med *Dine Penger*, som hjalp ham med å skrive de første brevene i saken. På denne måten ble saken født inn i et spor hvor diskusjonen om begrepet "forventet avkastning" har stått sentralt. Dette har også preget hovedforhandlingen i høy grad.

Banken har i sin prosedyre konsentrert seg meget om at Røeggen skal ha anført at produktet var uegnet, at han ikke skal ha anført feil i rådgivningen, og at han har anført at banken pliktet å beregne og/eller oppgi produktenes forventede avkastning i sin markedsføring. Retten har oppfattet Røeggen mer slik at han har anført at avtalen er urimelig når den er så dårlig egnet til å gi avkastning, når dessuten markedsføringen gav inntrykk av at produktene var meget godt egnet til å gi avkastning.

Retten har fått begrepet forventet avkastning definert slik at det er en gjennomsnittsbetraktning av flere forskjellige, mulige utfall av en investering, under forskjellige, mulige utviklinger i fremtiden. Begrepet forutsetter en noe komplisert

beregning på grunnlag av forskjellige parametre. Begrepet er diffust, i det minste fordi det beror på individuelt skjønn hvilke verdier man vil tilordne de ulike parametrene. I forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter § 6 tiende ledd står det, etter endring i 2008, at det skal opplyses om forventet årlig avkastning, og at beregningen skal baseres på rimelige forutsetninger. Men hva som er rimelige forutsetninger, beror også på et skjønn. I denne saken har forskjellige sakkyndige kommet til svært forskjellige resultater, og den sakkyndige Aas uttalte at alle resultatene kunne forsvares.

Retten forstår at forventet avkastning er et verktøy økonomer bruker for å bedømme hvor god en investering er, men har ikke fått noen redegjørelse for dette verktøyets status i forhold til andre mulige slike verktøy, eller historisk – hvor lenge det eventuelt har vært vanlig at økonomer bruker verktøyet – og om begrepet har skiftet innhold. Retten har ikke fått opplyst om det før 2000 var vanlig å bruke det ved handler mellom mer profesjonelle parter, noe som eventuelt kunne ha talt for at også forbrukere eller småinvestorer burde ha fått en slik beregning i et tilfelle som dette.

På denne bakgrunn oppfatter retten plikten til å opplyse om forventet avkastning som en så spesiell regel at den ikke kunne anses gjeldende uten at det ble bestemt i lov, forskrift eller bransjeavtale. Retten kan ikke se at banken hadde en slik plikt i 2000.

Imidlertid er det ingen tvil om at banken i 2000 hadde en viss opplysningsplikt. Dels kan det utledes av generelle bestemmelser som avtaleloven § 36. Dels kan det utledes av dagjeldende lov om verdipapirhandel (LOV 1997-06-19 nr 79) § 9-2 om "God forretningskikk", som blant annet sa følgende:

"**Første ledd:**] Verdipapirforetak 1 skal utøve sin virksomhet i samsvar med [blant annet] god forretningskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

1. opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet,
[...]
4. sørger for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring,
5. på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder, og
6. bestreber seg på å unngå interessekonflikter ved bl.a. å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.

[Annet ledd:] Ved utførelse av ordre skal anvendelsen av første ledd nr. 1 til 6 vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet. [...]

[Fjerde ledd:] Kunden skal gis den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon, [...]

[Femte ledd:] Før foretaket påtar seg oppdrag eller yter investeringstjenester i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal oppdragsgiver eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet."

Den opplysningsplikt og varsomhetsplikt som således forelå, kunne tenkes å bli oppfylt – iallfall langt på vei – ved å presentere en beregning av forventet avkastning. Men den kunne alternativt oppfylles på andre måter.

I de videre betraktninger har retten delt seg i et flertall og et mindretall.

Flertallet, rettens leder og meddommer Karlsen, bemerker:

Flertallet tar utgangspunkt i en mer generell argumentasjon som er fremholdt av Røeggen: At kontrakten virket og ble presentert som forlokkende, men at nærmere analyse har vist at den bestod av to deler som hver for seg og i sum var ugunstige. Informasjonen var generelt for dårlig.

Stevningen sier at saken gjelder krav om at avtaler om "lånefinansiert strukturert spareprodukt" kjennes ugyldig. Banken har gjentatt denne betegnelse i sine prosesskriv. Ellers er ofte betegnelse "sammensatt" eller "garantert" spareprodukt benyttet. Alt dette betyr det samme. Flertallet bruker fortrinnsvis betegnelsen "sammensatt (spare)produkt".

Brosjyrene eller "det løse ark" sier ikke noe om at produktene er "sammensatte". Det kan heller ikke antas at dette kom frem under den muntlige markedsføring. Det er intet i Røeggens forklaring som tyder på det.

Det er imidlertid ingen tvil om at produktene var sammensatte. Produktene var, som det uttrykkes i definisjonen i forskriften av 2006 § 2 bokstav a: "satt sammen av en innskudds- eller obligasjonsdel og en derivatdel der kundens avkastning er knyttet til indekser eller andre nærmere definerte markedsvariabler, som aksjer [...]". Professor Bjerksund har uttrykt det enklere i et notat av 14. mars 2008: "Et garantert spareprodukt består av et bankinnskudd som skal sikre et fremtidig garantert beløp og en opsjon som kan gi fremtidig gevinst."

Det er på det rene at banken benyttet 27 prosent av de beløp den fikk inn (eller skulle få inn) fra investorene i Global og Sektor, til å kjøpe opsjoner i det internasjonale finansmarkedet i London – i denne dom enkelt sagt "**London**". Opsjon, også kalt warrant eller derivat, innebærer i dette tilfellet at man betaler et engangsbeløp for på et bestemt tidspunkt i fremtiden å ha rett til å få avkastning i forhold til utviklingen av visse aksjeindekser. Dersom utviklingen ikke er tilstrekkelig god, får man ingen ting.

Det man betalte, får man heller ikke igjen. I dette tilfellet gav opsjonene rett til omtrent den avkastning banken ville ha fått plikt til å betale obligasjonseierne i Global og Sektor dersom indeksene hadde gått opp.

Banken har anført at avtalen har klare forpliktelser om partenes ytelser, og at det ikke angår Røeggen eller andre hvordan banken tedde seg for å oppfylle sin del av avtalen. Man kan tenke seg dette eksemplifisert slik at banken kunne ha kjøpt opsjoner i London for alle pengene, og dermed selv tapt penger, slik markedet utviklet seg; eller at banken kunne ha latt være å kjøpe opsjoner i det hele tatt, og dermed vunnet mye mer enn den gjorde.

Dette er imidlertid en formell betraktning. Realiteten er at banken ut fra sin generelle policy, eller muligens ut fra pålagte normer, hadde en strategi for å minimalisere risiko. Banken kunne gjerne invitere andre til å ta stor risiko mot å få en viss utsikt til stor gevinst, men kunne ikke selv innlate seg på slike spekulative forretninger. Et stykke på vei må Global og Sektor anses som formidling av spekulative forretninger. Flertallet finner det lite tvilsomt at det som skjedde, da banken kjøpte opsjoner i London for 27 prosent av de investerte beløp, var resultatet av en nøye uttenkt plan, med blant annet en nærmest aktuarmessig beregning av hvor mye en opsjon måtte koste for å avdekke så nøyaktig som mulig den risiko banken hadde påtatt seg ved å love obligasjonseierne avkastning i forhold til indeksene. Retten har forøvrig forstått det slik at bankens kjøp av opsjonene fant sted i tiden mellom tegningsperiodens slutt og investorenes innbetalingsfrist i Global og Sektor.

At banken hadde kjøpt opsjoner for 27 prosent, kom frem under professor Johnsens utspørring av banken, som en del av saksforberedelsen for BKN. Han visste hva han skulle spørre om. Flertallet ser det som klart at i de mest velinformerte kretser blant økonomer, har det vært kjent at det er slik finansinstitusjonene ordner seg når de legger ut sammensatte spareprodukter.

Det banken gjorde, var altså å kjøpe opsjoner for 27 prosent av Global- og Sektor-pengene. Resten, 73 prosent, har ikke retten hørt noe bestemt om, annet enn at den gikk inn i bankens generelle forretningsvirksomhet. Denne resten var med vanlig forretning mer enn nok til å sikre banken muligheten for å oppfylle hovedstolsgarantien. Man kan med andre ord si at det sammensatte produktet var en koblingshandel, der obligasjonseierne dels kjøpte er risikoprodukt, dels lånte banken penger.

Hvilken betydning hadde så dette for en obligasjonseier ? Kort fortalt var det at han betalte en overpris, mer enn om han hadde "kjøpt" disse produktene hver for seg. Dette kan illustreres ved regnestykket i tabellen nedenfor. Flertallet ser foreløpig på en obligasjonseier som investerte like mye som Røeggen, men av sin egenkapital. Det

er opplyst at risikofri rente var 6,8 prosent per anno. Flertallet oppfatter dette som den rente man høsten 2000 kunne forvente å få på en bankkonto av denne størrelsesorden i seks år fremover, eller som kunne avtales for seks år fremover.

	Investors rentetap ved egenkapitalfinansiering - får hovedstolen tilbake		Investors tap hvis han bare hadde kjøpt og egenfinansiert opsjonsdel		Rente på "Obligasjonsdelen" (hovedstolsgarantien)	
	Hovedstol	Rentefot	Hovedstol	Rentefot	Hovedstol start	Rentefot
	500 000	6,80	135 000	6,80	365 000	5,39
År	Tapt rente hvert år:	Akkumulert tapt rente	Tapt rente hvert år:	Akkumulert tapt rente	Rente hvert år:	Akkumulert rente
1	34 000	34 000	9 180	9 180	19 674	19 674
2	36 312	70 312	9 804	18 984	20 734	40 407
3	38 781	109 093	10 471	29 455	21 851	62 259
4	41 418	150 512	11 183	40 638	23 029	85 288
5	44 235	194 746	11 943	52 582	24 271	109 559
6	47 243	241 989	12 756	65 337	25 579	135 137
RESULTAT	Brutto rentetap:	241 989	Brutto rentetap:	65 337	Sum rente	135 137
	Skatt spart:	67 757	Tapt hovedstol:	135 000	Hovedstol start	365 000
	Netto tap	174 232	Sum tap:	200 337	Hovedstolsgarantien	500 137
			Skatt spart:	56 094		
			Netto tap:	144 243		

Dette er flertallets eget regnestykke, i det partene ikke har bidradd med noe tilsvarende. For flertallet fremstår dette som en hensiktsmessig metode for å anskueliggjøre noen poenger som ligger innenfor Røeggens anførsler. Det kan tenkes at tabellen avviker noe fra om partene hadde satt den opp selv, blant annet fordi rentebetalingene ikke er fordelt og utjevnet til månedlige betalinger etter et annuitetsprinsipp, og fordi tegningsomkostninger ikke er medregnet i noen av kolonnene. Men flertallet er overbevist om at tabellen i grove trekk, med omtrentlige beløp, gir en sann illustrasjon av noen viktige størrelsesforhold:

Man ser i venstre hovedkolonne at investor tapte 241 989 kroner i renteinntekter. I midtre hovedkolonne ser man at dersom han hadde kunnet nøye seg med å kjøpe risikoproduktet, ville han bare ha tapt 200 337 kroner. Koblingshandelen gjorde altså at han tapte ca. 40 000 kroner mer enn om han hadde kjøpt bare risikoproduktet, eller ca. 30 000 kroner mer etter skatt. Dessuten var 365 000 kroner pluss renter unødvendig bundet i seks år.

En annen måte å uttrykke den tellbare delen av dette tapet på, er den som fremkommer i høyre hovedkolonne. Obligasjonsdelen av investeringen bestod i at investor skjøt inn 365 000 kroner ved start, det vil si den delen banken ikke brukte til opsjon, og fikk

500 000 kroner utbetalt etter seks år. Dette innebærer en rente på ca. 5,4 prosent per anno, altså ca. 1,4 prosent under markedsrente.

Det er selvfølgelig en sammenheng mellom den dårlige handel for Røeggen som tabellen illustrerer, og den dårlige forventede avkastning som flere av de sakkyndige mener foreligger. Flertallet har mest tro på de beregningene av forventet avkastning som viser at denne var lav, og klart lavere enn risikofri rente, men finner det unødvendig å gå nærmere inn på dette. Det var berettiget av Røeggen i brevet til BKN å klage på "selve produktet". Men flertallet finner det mest treffende å fastslå dette ved å sammenligne med markedsprisen på bankinnskudd og risikoprodukter.

Som nevnt, antar retten at 27 prosent av investeringen er et riktig uttrykk for markedsprisen på risikodelen. Flertallet ser det derfor slik at overprisen lå på obligasjonsdelen. Hvis man i stedet, som Kredittilsynet i sin rapport av 2. januar 2008, "Undersøkelse av sammensatte produkter", definerer obligasjonsdelen som den delen av investeringen som tilsvarer det garanterte beløpet neddiskontert over løpetiden, og derivatdelen som resten, vil obligasjonsdelen bli mindre og opsjonsdelen større (hvis diskonteringsfaktoren er den markedsrente retten har lagt til grunn).

En tredje mulighet er å se de ca. 40 000 kronene som en gevinst for banken som hverken henføres til obligasjons- eller risikodelen, slik Høegh-Krohn gjør i sitatet nedenfor. I alle tre tilfellene er dette en gevinst banken får ved koblingshandelen, som den neppe ville ha fått om opsjonsdelen hadde vært forsøkt solgt alene.

Flertallet finner ikke at det er et viktig moment for vurdering av hvor god investeringen var, at et par bankansatte vitner har opplyst at de selv investerte i produktet. Retten har ikke fått opplyst hvor mye de investerte for, og hvor mye dette utgjorde av deres personlige økonomi. Retten vet ikke om de ansatte hadde andre særfordeler enn den som fremgår av tegningsinnbydelsen: at de slapp tegningsomkostninger. Endelig vet ikke retten om slike personlige investeringer delvis kan ha sin bakgrunn i et ønske om å demonstrere at tilbudet er godt.

Flertallet finner det klart at banken ikke har opplyst om todelingen av produktet. Riktignok står det helt i innledningen i brosjyren: "Istedet for å betale renter på lånet kjøper DnB ulike finansielle instrumenter som gir deg som investor tilgang til en eventuell oppgang i aksjekursene ...", og i neste avsnitt:

"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."

Langt ut i tegningsinnbydelsen står det: "Låneformål: Opplåningen inngår som en del av Låntakers generelle finansiering".

Det første og det siste av disse utsagnene gir nærmest inntrykk av at hele det innkomne beløp skulle anvendes til det ene, henholdsvis det annet. Det midterste er ikke noen tydelig forklaring av en todeling.

Flertallet finner det klart at banken burde ha opplyst om koblingen. Dette kan forankres i den lojalitetsplikt partene har overfor hverandre etter avtaleloven. Men det er enklere å vise til verdipapirhandelloven av 1997 § 9-2, hvor opplysningsmangelen mer eller mindre klart støter an mot flere delbestemmelser.

Klart er den i strid med første ledd nr. 6, om at verdipapirforetaket skal "sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser". Det er ikke tvil om at investor ville ha vært bedre tjent med å kjøpe bare andel i opsjonen, og det synes lite tvilsomt at koblingsarrangementet var tenkt ut av noen sentralt plasserte personer i banken for å skaffe banken billig lån eller ekstra fortjeneste.

Nå har banken anført at det ikke ville ha vært mulig for Røeggen å kjøpe en opsjon i London for et beløp tilsvarende hans investering. Svaret på det er at selvsagt hadde det vært mulig for banken å kjøpe de samme opsjonene og distribuere dem på de samme kundene med det samme volum, uten å koble det sammen med et lån til banken – forutsatt at kundene da ville ha meldt seg.

Men så har banken forklart at da melder ikke kundene seg. Bankene og flere, og flertallet, antar at dette skyldes at investorer blir mer skremt når de får høre at alt det de skyter inn (tilsvarende 135 000 kroner for Røeggens del), går tapt dersom børsene ikke stiger tilstrekkelig. Det virker mer betryggende å skyte inn 500 000 kroner med hovedstolsgaranti.

Realiteten er da at banken har dekket over den sannheten kundene ikke tåler å høre, ved å bringe inn utenforliggende momenter som gjør at investeringen – til og med en langt større investering – gir et tilforlatelig inntrykk.

Videre er det klart at banken har brutt verdipapirhandelloven § 9-2 fjerde ledd, at "Kunden skal gis den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon". Det hadde åpenbart vært bedre for kunden å la obligasjonsdelen av investeringen stå på høyrentekonto.

Av de brudd på verdipapirhandelloven § 9-2 som fremstår som særlig klare, nevner flertallet også paragrafens femte ledd: "Før foretaket påtar seg oppdrag eller yter

investeringstjenester i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal oppdragsgiver eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet". Regelen gir ytterligere støtte til at investeringens sanne karakter burde ha vært klart opplyst, fordi den var en veldig god forretning for banken. Videre skulle det ha vært opplyst at bankens selgere eller agenter fikk provisjon av sitt salg av aksjeindeksobligasjonene.

Endelig har flertallet noen bemerkninger til den generelle markedsføringen. Den var ikke rettet mot profesjonelle, men mot alminnelige mennesker, småsparere som gjennom brosjyrene ble stilt i utsikt at de kunne rykke opp i en slags elite som "investorer". Brosjyrene og "det løse ark" fremviser generelt en urimelig begeistring for og understrekning av faktorer som tilsier at det blir stor og god avkastning. Tendenser eller muligheter for det motsatte gis liten plass. Dette gjaldt også den muntlige markedsføringen, etter Røeggens forklaring, som flertallet for såvidt legger til grunn. I september 2000 hadde det vært oppgangstider over en del år. Det er imidlertid en velprøvet erfaring gjennom århundrer at oppgang blir avløst av nedgang, ofte en brå og brutal nedgang, og at tidspunktet for omslaget er meget vanskelig å forutsi. Dette må antas å være en del av økonomers opplæring.

Brosjyrene og "det løse ark", som er meget informative om hvor mye man kunne tjene dersom indeksene stiger 10 prosent per år eller mer, eller svært mye mer, sier lite om risikoen hvis det går dårligere. Tvert i mot gis det inntrykk av at hovedstolsgarantien redder alt: "Sikkerhet – Den norske Bank ASA vil uansett utviklingen på Globalindeksen tilbakebetale investert pålydende beløp på forfallsdato den 24. november 2006. Dette betyr at investor ikke vil tape det investerte beløpet dersom Globalindeksen skulle være uendret eller negativ ved forfall ". Senere står det riktignok, men bare til dem som lånefinansierer: "Det eneste du risikerer å tape er de månedlige rentekostnadene – og det forutsetter at de aksjemarkedet vi deltar i utvikler seg uendret eller negativt over de neste 6 år. Historisk sett er det svært lite sannsynlig." Det finnes ingen opplysning eller tabell som viser hva "de månedlige rentekostnadene", når de summeres, eller rentetapet for en egenkapital-investor beløper seg til. Tapsmuligheten gjemmes og bagatelliseres.

Forhold som er ufordelaktige, fremstilles som om de er til investors fordel. Et eksempel er den asiatiske hale – som alle sakkyndige er enige om er et trekk som med den største sannsynlighet reduserer investors avkasning – som forklares i brosjyren med at den skal "sikre stabilitet i indeksen både på starttidspunktet, og mot plutselige markedsforstyrrelser i indeksene på slutten av investeringsperioden".

I tillegg til dette kommer de feil banken selv har avdekket i løpet av hovedforhandlingen. Dette er ikke avgjørende for flertallets resultat. Men flertallet

finner det rimelig klart at om Globalbrosjyren ved alternativet lånefinansiert investering og 50 prosent stigning av Global-indeksen over seks år, i stedet for 7,37 prosent årlig effektiv avkastning hadde vist ca. 0, som riktig er, ville mange interesserte ha trukket seg.

I rundskrivet "Informasjon ved salg av sammensatte produkter, herunder aksjeindekserte obligasjoner og innskudd" av 16. februar 2004 uttalte Kredittilsynet at dersom retningslinjene i rundskrivet var etterlevet, ville lovens krav til informasjon være overholdt. Flertallet har ovenfor gjennomgått det det mener er sentrale mangler ved informasjonen i forhold til lovens krav.

Flertallet mener etter dette at det ville vært nærliggende at avtalen ville kunne settes til side for en investor som hadde egenkapitalfinansiert den. Mange slike interessenter ville ikke ha gått inn på avtalen om informasjonen hadde vært balansert.

Dette må iallfall bli tilfellet for Røeggen, som finansierte investeringen ved lån fra banken selv. Banken inviterte til lånefinansiering. Omtalen av denne mulighet i brosjyrene var et tilbud, ikke bare et eksempel. Investeringen med lånefinansiering må ses på som en pakke. Forøvrig ble det under hovedforhandlingen opplyst at bankens selgere eller agenter fikk en ekstra provisjon for å selge aksjeindeksobligasjonene med lånefinansiering, noe som Røeggen ikke fikk vite i år 2000, og som dermed også er et brudd på verdipapirhandelloven § 9-2 femte ledd.

Siden lånerenten var høyere, ble Røeggens tap større, således etter påstanden 230 000 kroner, som blir å sammenligne med 174 232 kroner i tabellen ovenfor.

Differansetapet i forhold til om Røeggen bare hadde kjøpt og lånefinansiert opsjonsandelen, ble også betydelig større, antagelig ca. 65 - 70 000 kroner etter skatt.

Lånet fremtrer for obligasjonsdelens vedkommende som en ren fiksjon. Det er ikke et lån til en reell investering. Det er ikke en gang lån for at låntageren skal låne beløpet videre ut til en annen bank. Røeggen lånte 365 000 kroner av banken for å kunne låne det samme beløpet til banken. Røeggen betalte 8,37 prosent rente på sitt lån av banken, og banken betalte 5,39 prosent rente på sitt lån av Røeggen, jf. tabellen ovenfor. Den eneste realitet av denne delen av lånet, var således at Røeggen betalte en årlig avgift til banken på ca. 3 prosent av 365 000 kroner – altså ca. 11 000 kroner. Hvis man skal si at denne avgiften var for noe, måtte det være for å få lov til å eie den delen av opsjonen som han hadde betalt fullt ut.

Flertallet vil sitere noe fra artikkelen "Gratislunsjer finnes ikke" av Joachim Høegh-Krohn, som tidligere blant annet har vært investeringsdirektør og administrerende

direktør i DnB Kapitalforvaltning. Artikkelen ble lest under hovedforhandlingen og finnes på <http://joachimhoeghkrohn.na24blogg.no/?p=10>, og synes publisert 12. desember 2007 som en kommentar til Terra-saken. Flertallet finner at dette er en klar fremstilling, som har vært viktig for å forstå saken. Etter å ha gjennomgått noen typer investeringer som er mindre gunstige enn de synes, skriver han følgende:

"Bankinnskudd med aksjeavkastning?"

Såkalte aksjeindeksobligasjoner eller bankinnskudd med aksjeavkastning må da være en gratislunsj? Det virker i hvert fall slik: Investerer du f.eks. 100.000 kroner i en femårig indeksobligasjon er avtalen at du om fem år får igjen 100.000 kroner med tillegg av avkastningen på en angitt aksjeindeks. Men dessverre. Ingen gratislunsj dette heller. Langt der i fra.

Det som skjer er at selgeren av aksjeindeksobligasjonen, f.eks. en bank, fordeler dine 100.000 kroner slik: cirka 77.350 kroner brukes til å kjøpe en femårsobligasjon som er verdt 100.000 kroner om fem år. 16.200 kroner brukes for eksempel til å kjøpe en kjøpsopsjon på den japanske aksjeindeksen. Dette sikrer aksjeavkastningen din. Resten, 6.450 kroner, tilfaller banken som gevinst. Du har altså kjøpt noe som er verdt 93.550 kroner for 100.000 kroner. Egentlig er dette en meget kronglete og dyr måte å kjøpe en opsjon på det japanske aksjemarkedet som er verdt 16.200 kroner. Du betaler, i dette eksempelet, minst 40 prosent av opsjonens verdi i gevinst til banken. Hvordan kunne du ende opp med en så dårlig avtale? Det skal jeg forsøke å forklare deg i neste avsnitt. Og forstår du ikke forklaringen, så bør du kanskje vurdere å ikke kjøpe aksjeindeksobligasjoner.

Nærmere om hvordan betale 1 krone for 94 øre

[...]

Lånefinansiering, er det lurt?

[...] Det du i realiteten inviteres til gjennom lånefinansieringen er å låne penger for så å sette disse i banken eller obligasjonsmarkedet til en lavere rente. Neppe en god strategi det heller.

Forstå eller ikke forstå, det er spørsmålet

Jeg antar at mitt eksempel ovenfor kan virke komplisert for mange. Moralen er at hvis du ikke forstår eksempelet forstår du neppe heller hvordan en aksjeindeksobligasjon eller BMA fungerer. Og da skal du ikke investere i et slikt produkt. Hvis du forstår produktet vil du normalt heller ikke kjøpe det. I hvert fall ville ikke jeg gjort det. [...]"

Forfatteren retter i avslutningen den moralske pekefinger mot investor. Men dette er også en pekefinger mot banken. Det er alminnelig anerkjent blant økonomiske rådgivere at man ikke bør investere i noe man ikke forstår. Da bør banken heller ikke selge noe som kundene ikke forstår, eller som de ikke kan forklares "på en egnet måte", jf. verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd nr. 5.

Selv om Røeggen sier at han leste og forstod brosjyrene, forstod han ikke at produktet bestod av to deler som sammen, og obligasjonsdelen for seg, var så dårlige som flertallet har funnet. Flertallet finner det klart at hvis han hadde forstått det, ville han ikke ha gått inn på avtalen. Dette er helt klart for obligasjonsdelen. Det er rimelig klart også for opsjonsdelen. Banken har selv bevist det, ved å opplyse at produktet i sin rene form ikke er salgbart.

Det er riktig som banken har anført, at Røeggen var uheldig med tidspunktet for sin investering, og at om han hadde gått inn på de samme betingelser noen år før eller senere, ville han ha kunnet tjene penger på investeringen. Men Røeggens tap på koblingshandelen, og ved lånefinansieringen, sammenlignet med om han bare hadde kjøpt andel i opsjonen, ville blitt det samme som fremstilt ovenfor. Flertallet mener derfor at avtalen ville ha kunnet kjennes helt eller delvis ugyldig også om den hadde gitt indeksavkastning.

Slik aksjemarkedet gikk, ble det maksimalt tap for Røeggen. Det økte sannsynligheten for at han kom på banen som saksøker. Det er ikke noe påfallende at en sak som denne lettere kommer opp når utviklingen gjør at avtalens svake sider kommer særlig klart frem.

Flertallet finner at Røeggen må få fullt medhold i sin påstand, og stilles som om avtalen ikke hadde vært inngått. At han hadde gått inn på et spenningsprosjekt, kunne tale for bare delvis restitusjon av hans ytelser. Men flertallet finner at det dominerende hensyn er at banken har gitt så mangelfull informasjon som ovenfor vist, og at Røeggen med stor sannsynlighet ikke ville ha gått inn på avtalen – heller ikke delvis – om han hadde fått riktig informasjon. Om selve beregningen av påstandsbeløpet er det ingen uenighet mellom partene.

Når det gjelder utformingen av domskonklusjonen, kan ikke flertallet se at det er aktuell rettslig interesse i å få fastslått at avtalene er ugyldige, etter at de er oppfylt. Røeggen får medhold i påstandens pkt. 2, og dette bygger på at avtalene var ugyldige.

Mindretallet, meddommer Antonsen bemerker:

Banken må frifinnes. Avtalen ble inngått frivillig, og Røeggen har bekreftet at han leste og forstod det han skrev under på. Det er naturlig at han angrer på investeringen i dag, men det er etterpåklokskap. Han må ta ansvar for egne investeringsbeslutninger.

Det er ikke påvist noen vesentlige feil i prospektet. Prospektet informerte om at investor kunne komme til å tape rentekostnadene.

Aksjeindeksobligasjonslån ble solgt av flere aktører på markedet. Flere av de sakkyndige har forklart at Global og Sektor var av de bedre produktene. Mindretallet kan da ikke se noe galt i at DnB markedsførte dem. Det er sannsynlig at konkurransen sørget for en pris som ikke var urimelig. Det var aksjeindeksobligasjonslån kundene ville ha. De ville ikke ha rene opsjonsandeler.

Senere retningslinjer for opplysningsplikt kan ikke gis tilbakevirkende kraft. Banken spilte med så åpne kort som tidens regelverk tilsa. Røeggen hadde ikke krav på informasjon om bankens "funding" eller hvordan banken oppfylte sine forpliktelser.

Det er ikke sannsynlig at Røeggen ville ha avstått fra investeringen om han hadde fått opplyst forventet avkastning. Det ville ha blitt enda noen tall å forholde seg til. Røeggen gav under hovedforhandlingen inntrykk av at informasjonsnivået var mer enn høyt nok. Han sa blant annet at under møtet med banken der avtalen ble underskrevet, hadde han litt dårlig tid, og ønsket bare å komme tilbake til jobben. Hovedstolsgarantien var noe av det viktigste for Røeggen.

Det produktet Røeggen fikk, var den type slike produkter som fantes på markedet. Mindretallet kan ikke se at Røeggen hadde krav på informasjon om produkter som ikke fantes, slik flertallet legger opp til.

Mindretallet finner at banken har oppfylt kravene til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 9-2.

Det er misvisende når Røeggen nå fremstiller investeringen som et "spareprodukt". Brosjyrene taler overhodet ikke om sparing, og heller ikke om renter, annet enn for lånet ved eventuell lånefinansiering. Brosjyrene bruker konsekvent ord som investering, investor og avkastning. Investering er noe annet enn sparing. En investering kan gå begge veier.

Røeggen har vært klar over at han gikk inn på et prosjekt med risiko, men som også hadde mulighet for gevinst. En vanlig forbruker eller små-investor som han, vil trenge assistanse for å sette sammen en pakke med gunstige opsjoner. Denne assistansen må koste noe.

Røeggen var uheldig med det tidspunkt da han gikk inn i avtalen, og kunne ha kommet heldig ut av det om han hadde gått inn på et annet tidspunkt.

Vi står overfor en avtale som er en gjensidig regulering av mulighetene for gevinst og tap, og den er oppfylt fra begge parters side.

Hvis Røeggen skulle gis medhold, har han i realiteten hatt en opsjon på å holde seg til avtalen eller å gå fra den. Denne opsjonen kan vanskelig verdsettes, og fordelene kan ikke føres tilbake til banken.

Investeringen og Røeggens lån av banken må vurderes separat. Investeringen må bedømmes som om den var finansiert med egenkapital. Røeggen kunne ha finansiert investeringen med lån fra annet hold.

Lånerenten synes rimelig, i betraktning av at det var fastrente og sammenlignet med tidens boligrente.

Lånefinansieringen økte risikoen for tap, men gav også større mulighet for gevinst.

Etter det flertallet er kommet til, blir resultatet at Røeggen får medhold.

Saksomkostninger:

Retten har delt seg i tre fraksjoner når det gjelder saksomkostninger.

Retten leder bemerker at etter tvisteloven § 20-2 første ledd har en part som har vunnet saken, krav på full erstatning for sine saksomkostninger fra motparten. Denne bestemmelsen er anvendelig for Røeggen og Forbrukerrådet, selv om påstanden i stevningen var høyere enn under hovedforhandlingen. Retten leder kan ikke se at noen av unntakene i paragrafens tredje ledd er anvendelige. Dnb NOR bør følgelig erstatte ham hans saksomkostninger.

Meddommer Karlsen har funnet saken kvalifisert tvilsom og mener at dette utgjør tungtveiende grunner for å finne det rimelig at banken fritas for omkostningsansvaret, jf. § 20 tredje ledd bokstav a.

Meddommer Antonsen mener ut fra sitt standpunkt at det ikke kan komme på tale å tilkjenne Røeggen og Forbrukerrådet saksomkostninger.

Dommen er avsagt under dissens, såvel med hensyn til hovedspørsmålet, som med hensyn til saksomkostningene.

D o m s s l u t n i n g :

Dnb NOR Bank ASA dømmes til å betale Ivar Petter Røeggen 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.

*)

Retten hevet

Christofer Heffermehl

Liv Margareth Karlsen

Per Wilhelm Antonsen

*)

Dommen rettes i medhold av tvisteloven § 19-8 annet ledd tredje punktum, jf første ledd, slik
at følgende avsnitt tilføyes i slutningen:

Saksomkostninger tilkjennes ikke.

15.juni 2010

Christofer Heffermehl

Rettledning om ankeadgangen i sivile saker

Reglene i tvisteloven kapitler 29 og 30 om anke til lagmannsretten og Høyesterett regulerer den adgangen partene har til å få avgjørelser overprøvd av høyere domstol. Tvisteloven har noe ulike regler for anke over dommer, anke over kjennelser og anke over beslutninger.

Ankefristen er én måned fra den dagen avgjørelsen ble forkynt eller meddelt, hvis ikke noe annet er uttrykkelig bestemt av retten.

Den som anker må betale behandlingsgebyr. Den domstolen som har avsagt avgjørelsen kan gi nærmere opplysning om størrelsen på gebyret og hvordan det skal betales.

Anke til lagmannsretten over dom i tingretten

Lagmannsretten er ankeinstans for tingrettens avgjørelser. En dom fra tingretten kan ankes på grunn av feil i bedømmelsen av faktiske forhold, rettsanvendelsen, eller den saksbehandlingen som ligger til grunn for avgjørelsen.

Tvisteloven oppstiller visse begrensninger i ankeadgangen. Anke over dom i sak om formuesverdi tas ikke under behandling uten samtykke fra lagmannsretten hvis verdien av ankegjensstanden er under 125 000 kroner. Ved vurderingen av om samtykke skal gis skal det blant annet tas hensyn til sakens karakter, partenes behov for overprøving, og om det synes å være svakheter ved den avgjørelsen som er anket eller ved behandlingen av saken.

I tillegg kan anke – uavhengig av verdien av ankegjensstanden – nektes fremmet når lagmannsretten finner det klart at anken ikke vil føre fram. Slik nekting kan begrenses til enkelte krav eller enkelte ankegrunner.

Anke framsettes ved skriftlig ankeerklæring til den tingretten som har avsagt avgjørelsen. Selvprosederende parter kan inngi anke muntlig ved personlig oppmøte i tingretten. Retten kan tillate at også prosessfullmektiger som ikke er advokater inngir muntlig anke.

I ankeerklæringen skal det særlig påpekes hva som bestrides i den avgjørelsen som ankes, og hva som i tilfelle er ny faktisk eller rettslig begrunnelse eller nye bevis.

Ankeerklæringen skal angi:

- ankedomstolen
- navn og adresse på parter, stedfortredere og prosessfullmektiger
- hvilken avgjørelse som ankes
- om anken gjelder hele avgjørelsen eller bare deler av den
- det krav ankesaken gjelder, og en påstand som angir det resultatet den ankende parten krever
- de feilene som gjøres gjeldende ved den avgjørelsen som ankes
- den faktiske og rettslige begrunnelse for at det foreligger feil
- de bevisene som vil bli ført
- grunnlaget for at retten kan behandle anken dersom det har vært tvil om det
- den ankende parts syn på den videre behandlingen av anken

Anke over dom avgjøres normalt ved dom etter muntlig forhandling i lagmannsretten. Ankebehandlingen skal konsentreres om de delene av tingrettens avgjørelse som er omtvistet og tvilsomme når saken står for lagmannsretten.

Anke til lagmannsretten over kjennelser og beslutninger i tingretten

Som hovedregel kan en *kjennelse* ankes på grunn av feil i bevisbedømmelsen, rettsanvendelsen eller saksbehandlingen. Men dersom kjennelsen gjelder en saksbehandlingsavgjørelse som etter loven skal treffes etter et skjønn over hensiktsmessig og forsvarlig behandling, kan avgjørelsen for den skjønnsmessige avveiningen bare angripes på det grunnlaget at avgjørelsen er uforsvarlig eller klart urimelig.

En *beslutning* kan bare ankes på det grunnlaget at retten har bygd på en uriktig generell lovforståelse av hvilke avgjørelser retten kan treffe etter den anvendte bestemmelsen, eller på at avgjørelsen er åpenbart uforsvarlig eller urimelig.

Kravene til innholdet i ankeerklæringen er som hovedregel som for anke over dommer.

Etter at tingretten har avgjort saken ved dom, kan tingrettens avgjørelser over saksbehandlingen ikke ankes særskilt. I et slikt tilfelle kan dommen isteden ankes på grunnlag av feil i saksbehandlingen.

Anke over kjennelser og beslutninger settes fram for den tingretten som har avsagt avgjørelsen. Anke over kjennelser og beslutninger avgjøres normalt ved kjennelse etter ren skriftlig behandling i lagmannsretten.

Anke til Høyesterett

Høyesterett er ankeinstans for lagmannsrettens avgjørelser.

Anke til Høyesterett over *dommer* krever alltid samtykke fra Høyesteretts ankeutvalg. Slikt samtykke skal bare gis når anken gjelder spørsmål som har betydning utenfor den foreliggende saken, eller det av andre grunner er særlig viktig å få saken behandlet av Høyesterett. – Anke over dommer avgjøres normalt etter muntlig forhandling.

Høyesteretts ankeutvalg kan nekte å ta til behandling anker over *kjennelser og beslutninger* dersom de ikke reiser spørsmål av betydning utenfor den foreliggende saken, og heller ikke andre hensyn taler for at anken bør prøves, eller den i det vesentlige reiser omfattende bevissspørsmål.

Når en anke over kjennelser og beslutninger i tingretten er avgjort ved kjennelse i lagmannsretten, kan avgjørelsen som hovedregel ikke ankes videre til Høyesterett.

Anke over lagmannsrettens kjennelse og beslutninger avgjøres normalt etter skriftlig behandling i Høyesteretts ankeutvalg.