



NORGES HØYESTERETT

Den 28. februar 2012 avsa Høyesterett dom i

HR-2012-00436-A, (sak nr. 2011/1053), sivil sak, anke over dom,

Halvor Lognvik

Harald Lognvik

(advokat Rolf Chr. Trolle Andersen – til prøve)

mot

Storebrand Bank ASA

(advokat Kyrre Eggen)

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

- (1) Kst. dommer **Arnesen**: Saken gjelder gyldigheten av avtaler om lånefinansierte kjøp av sammensatte investeringsprodukter. Nærmere bestemt er spørsmålet om to privatpersoners lånefinansierte investering i Storebrand Bank ASAs ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” helt eller delvis skal settes til side etter avtaleloven § 36.
- (2) Halvor Lognvik er utdannet ingeniør, og han har vært gårdbruker siden 1979. Harald Lognvik er født i 1984 og er sønn av Halvor Lognvik. Han bor på hjemgården i Rauland og er student ved BI.
- (3) Før jul i 2005 fikk Halvor Lognvik brev fra Storebrand med tilbud om rådgivning fra en erfaren autorisert finansiell rådgiver ansatt i Storebrand. Halvor Lognvik tok kontakt, og det ble avtalt et møte 24. mars 2006. Her ble det bestemt at en fripolise som Halvor Lognvik hadde stående i Storebrand fra et tidligere arbeidsforhold, skulle plasseres i to Skagenfond. Andre investeringsmuligheter ble også diskutert. Lognvik hadde nylig solgt hyttetomter for 770 000 kroner, og hadde penger som han var interessert i å investere.
- (4) Det ble etter hvert snakk om investering i et strukturert produkt fra Storebrand, ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010”, som denne saken gjelder. Dette kan kort beskrives slik at investor ved kjøp av andeler i produktet får investeringsbeløpet, med fradrag for tegningsomkostninger, tilbake ved løpetidens slutt. Løpetiden for ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” var fire og et halvt år. Eventuell avkastning

avhang av utviklingen i den beste av tre forhåndsdefinerte investeringsprofiler. Produktet var dermed dels et lån til Storebrand, og dels et kjøp av en rett til indeksavhengig avkastning.

- (5) Etter ytterligere møter, der også Harald Lognvik var med, tegnet Halvor Lognvik seg 3. april 2006 for 150 andeler á 10 000 kroner i "Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010". I tillegg til tegningsbeløpet på 1,5 millioner kroner kom tegningsprovisjon på 3,25 prosent.
- (6) Investeringen ble finansiert ved at det ble tatt opp lån i Storebrand tilsvarende investeringsbeløp, tegningsprovisjon og etableringsgebyr – 1 500 kroner – for lånet, til sammen 1 550 250 kroner. Lånet ble gitt med sikkerhet i Halvor Lognviks VPS-konto. Det ble avtalt flytende rente på lånet, og månedlige innbetalinger. Innbetalingene skulle dekke avdrag på tegningsprovisjon og etableringsgebyr, termingebyr samt renter på hovedstolen. Renten var den samme som rente på første prioritets pantelån innenfor 80 prosents sikkerhet, på tegningstidspunktet 3,6 prosent pro anno. Bankens risikopåslag var 0,6 prosent. Ved forfall skulle lånet innfris ved motregning, og det ble derfor ikke avtalt avdragsinnbetaling på hovedstolen.
- (7) Ett av de dokumentene Halvor Lognvik undertegnet 3. april 2006 var "akseptblankett ved lånefinansiering", og her het det:
- "... Tegningen er bindende. Jeg bekrefter herved følgende:**
- **Jeg har mottatt informasjonsbrosjyre som beskriver produktet, og jeg har forstått at produktet kun gir sikkerhet for 100 % av tegnet beløp (eks. omkostn.) ved forfall**
 - **Jeg har fått kopi av lånedokumentasjon, fullstendig prospekt og akseptblankett**
 - **Jeg har fått illustrasjoner som viser verdiutviklingen både ved negativ avkastning og Storebrands forventede avkastning ut fra dagens forutsetninger"**
- (8) Den 7. april 2006 investerte Harald Lognvik 1 million kroner i "Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010", fordelt på 100 andeler á 10 000 kroner. Tegningsprovisjonen utgjorde for hans del 32 500 kroner, og etableringsgebyret for lånet var også for ham 1 500 kroner. Harald Lognvik lånte derfor 1 034 000 kroner, og også her ble det avtalt flytende rente og månedlige innbetalinger etter samme mønster som for Halvor Lognvik.
- (9) Det er ikke omtvistet at Halvor og Harald Lognvik har mottatt informasjonsbrosjyre om indeksobligasjonen, fullstendig prospekt, lånedokumentasjon og illustrasjoner som viser verdiutviklingen både ved negativ avkastning og ved Storebrands forventede avkastning ut fra forutsetningene på tegningstidspunktet. Innholdet i brosjyren ble også forklart på møtene med den finansielle rådgiveren, og risikoen ved investeringen ble gjennomgått.
- (10) Etter hvert som det alminnelige rentenivået steg, økte også de månedlige innbetalingene på lånene. I desember 2007 tok Halvor Lognvik kontakt med Storebrand og ga uttrykk for at han ikke hadde anledning til å betale så høye beløp. Han ble da meddelt at han kunne avslutte forholdet og betale 107 666 kroner for å få lånet innfridd i sin helhet. For Harald Lognvik ble det tilsvarende beløpet beregnet til 99 687 kroner.
- (11) Halvor og Harald Lognvik stanset de månedlige innbetalingene. I brev 16. januar 2008 til Storebrand gjorde Halvor Lognvik gjeldende at avtalene var ugyldige, og krevde at

Storebrand skulle tilbakeføre de innbetalte beløpene. Disse utgjorde henholdsvis 145 989 kroner til ham og 86 562 kroner til sønnen. Storebrand avviste kravet, og senere korrespondanse mellom partene førte ikke til enighet.

- (12) Storebrand anså lånet som misligholdt, og Halvor og Harald Lognviks andeler i "Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010" ble tvangsinnløst 29. mai 2009. Innløsningsbeløpet utgjorde 1 431 009 kroner for Halvor Lognvik, og 954 006 kroner for Harald Lognvik.
- (13) Ved forfall endte "Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010" med en positiv avkastning på 6,4 prosent i perioden. Det er da ikke tatt hensyn til tegningsomkostningene.
- (14) I stevning 4. august 2009 til Oslo tingrett la Halvor og Harald Lognvik ned påstand om at avtalene med Storebrand Bank var ugyldige, og at banken skulle betale kostnadene i forbindelse med investeringen. Som grunnlag ble anført avtaleloven § 33, brudd på frarådningsplikten i finansavtaleloven § 47 og brudd på kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandeloven § 9-2. Banken påsto seg frifunnet, og reiste motsøksmål med krav om at saksøkerne skulle betale det som gjenstod av lånet.
- (15) Oslo tingrett avsa 14. januar 2010 dom med slik domsslutning:
- ”1. **Storebrand Bank ASA frifinnes.**
 2. **Halvor Lognvik dømmes til å betale Storebrand Bank ASA kr. 256.897,- med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra 29. mai 2009 til betaling skjer.**
 3. **Harald Lognvik dømmes til å betale Storebrand Bank ASA kr. 183.647,- med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra 29. mai 2009 til betaling skjer.**
 4. **Halvor Lognvik og Harald Lognvik dømmes in solidum innen 14 dager fra dommens forkynnelse til å erstatte Storebrand Bank ASA sakens omkostninger med kr. 317.250,- – trehundreogsyttentusentohundreogfemti – med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra forfall til betaling skjer.”**
- (16) Halvor Lognvik og Harald Lognvik anket tingrettens dom til Borgarting lagmannsrett. For lagmannsretten ble anførselen om brudd på frarådningsplikten etter finansavtaleloven frafalt, og som ny anførsel ble det gjort gjeldende at avtalene var i strid med avtaleloven § 36.
- (17) Borgarting lagmannsrett avsa 4. april 2011 dom med slik domsslutning:
- ”1. **Anken forkastes hva gjelder tingrettens dom, domsslutningens punkt 1, 2 og 3.**
 2. **I sakskostnader for tingretten betaler Halvor Lognvik og Harald Lognvik en for begge og begge for en 150 000 – etthundreogfemtitusen – kroner til Storebrand Bank ASA innen to uker fra forkynnelsen av denne dom.**
 3. **I sakskostnader for lagmannsretten betaler Halvor Lognvik og Harald Lognvik en for begge og begge for en 200 000 – tohundertusen – kroner til Storebrand Bank ASA innen to uker fra forkynnelsen av denne dom.”**
- (18) Halvor og Harald Lognvik anket til Høyesterett over lagmannsrettens bevisvurdering og rettsanvendelse.

- (19) Høyesteretts ankeutvalg tillot ved beslutning 29. august 2011 anken fremmet, men presiserte at det forsto anken over bevisvurderingen slik at de ankende parter aksepterer det faktum lagmannsretten har lagt til grunn med hensyn til den muntlige informasjon som ble gitt ved avtaleinngåelsen. Anken ble tillatt fremmet med denne begrensningen.
- (20) Det er fremlagt skriftlige forklaringer fra fem partsoppnevnte sakkyndige og enkelte nye dokumenter. Saken står ellers i det vesentlige i samme stilling som for lagmannsretten.
- (21) De ankende parter – *Halvor Lognvik og Harald Lognvik* – har i hovedtrekk anført:
- (22) Lagmannsretten har på flere punkter feiltolket de økonomiske realitetene i ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” når dette produktet tilbys i sammenheng med lånefinansiering. Dette har medført at rettsanvendelsen er blitt feil.
- (23) Det sikkerhetselement som ligger i obligasjonsdelen i indeksobligasjonen har ingen funksjon for investor der investeringen er lånefinansiert. I denne situasjonen er det man får i realiteten utelukkende en opsjon, og dette fremkommer ikke av den informasjonen som ble gitt ved tegning.
- (24) Når en investering i ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” er lånefinansiert, er den økonomiske realiteten langt på vei den samme som der man foretar en lånefinansiert investering i rene opsjoner. I den grad det er noen forskjell, er en investering i ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” enn mer risikofylt, fordi tapspotensialet øker. Dette fremkommer ikke av de opplysningene Storebrand har gitt ved omtalen av lånefinansierte investeringer i produktet, og det gjøres gjeldende at ingen fornuftige personer ville lånefinansiert en investering i produktet om de kjente realiteten i det.
- (25) Det var dermed ikke i samsvar med god forretningsskikk, slik denne standarden kom til uttrykk i verdipapirhandeloven 1997 § 9-2, å tilby lånefinansierte kjøp av ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010”, og det er da urimelig og i strid med god bankskikk å gjøre disse avtalene gjeldende etter sin ordlyd. De må derfor settes til side i medhold av avtaleloven § 36.
- (26) Det presiseres at det verken anføres at avtalen om investering i ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” er urimelig isolert sett, eller at låneavtalen er det. Det er kombinasjonen av lån fra Storebrand og investeringen i ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” som gir det urimelige utslaget. Det vises særlig til at de lånte pengene rent faktisk aldri skulle bli, eller ble, overført fra Storebrand til Halvor og Harald Lognvik.
- (27) Det presiseres også at det ikke anføres at risikoen for investeringens utfall er av en slik art at den rammes av avtaleloven § 36.
- (28) Anførselen om at arrangementet er ugyldig etter avtaleloven § 33 er ikke opprettholdt for Høyesterett.
- (29) Halvor Lognvik og Harald Lognvik har nedlagt slik påstand:

”1. Storebrand Bank ASA dømmes til å betale til Halvor Lognvik innen 2 – to – uker fra dommens forkynnelse kr. 145 989 – kroner

etthundreogfertifemtusenihundreogåttini – med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra 16. februar 2008 og til betaling skjer.

2. Storebrand Bank ASA dømmes til å betale til Harald Lognvik innen 2 – to – uker fra dommens forkynnelse kr. 86 562 – åttisekstusenfemhundreogsekstito – med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra 16. februar og til betaling skjer.
3. De ankende parter frifinnes for motkravet.
4. Storebrand Bank ASA erstatter det offentlige sakskostnader for Høyesterett innen 2 – to – uker fra dommens forkynnelse.
5. Storebrand Bank ASA erstatter Halvor og Harald Lognviks sakskostnader for lagmannsretten og tingretten innen 2 – to – uker fra dommens forkynnelse.”

- (30) Ankemotparten – *Storebrand Bank ASA* – har i hovedtrekk anført:
- (31) Halvor og Harald Lognvik er blitt informert om alle relevante risikoforhold, så vel skriftlig som muntlig. Det foreligger således ingen informasjonsmangler, og de må da selv bære risikoen for investeringen de foretar.
- (32) Avtaleloven § 36 hjemler ikke sensur av den grunnleggende investeringsrisiko en investor påtar seg. Terskelen for sensur etter denne bestemmelsen er under alle omstendigheter høy. Dette gjelder i utpreget grad når det som her er spørsmål om å sensurere det som kan kalles avtalens kjerneisiko.
- (33) Obligasjonelementet i indeksobligasjonen har positiv betydning også for en investor som har lånefinansiert investeringen hos utsteder. Dersom rentenivået faller, vil investeringen i obligasjonsdelen kunne gi en positiv avkastning. I tillegg reduseres motpartsrisikoen fordi utsteders krav etter lånet som finansierer investeringen, kan motregnes mot investors krav etter obligasjonelementet dersom utsteder skulle gå konkurs. Under enhver omstendighet har Storebrand forpliktet seg til å tilbakebetale det investerte beløpet.
- (34) Det er ikke saklig grunn til å forskjellsbehandle investorer med egenkapital og lånt kapital.
- (35) Storebrand Bank ASA har nedlagt slik påstand:
- ”1. Anken forkastes
 2. Halvor Lognvik og Harald Lognvik erstatter Storebrand Bank ASAs sakskostnader for Høyesterett.”
- (36) *Mitt syn på saken*
- (37) Før jeg går inn på de rettsspørsmål saken reiser, finner jeg grunn til å omtale ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” – heretter indeksobligasjonen – noe nærmere.
- (38) En investering i indeksobligasjonen ga rett til tilbakebetaling av andelens pålydende, men ikke tegningsomkostningene, på innløsningstidspunktet. I tillegg fikk investor rett til avkastning svarende til hva den ville vært om hele investeringen i indeksobligasjonen

hadde blitt gjort i den av tre angitte investeringsprofiler som var best på innløsningstidspunktet.

- (39) De tre investeringsprofilene var sammensatt av fem aktivaklasser, nemlig råvarer, eiendom, valuta, obligasjoner og aksjer. Andelen av de enkelte aktivaklassene varierte i de tre investeringsprofilene, og den enkelte profil var karakterisert som henholdsvis ”aggressiv”, ”moderat” og ”defensiv”.
- (40) En investor som ønsket å gå ut av indeksobligasjonen før innløsningstidspunktet, ville bli løst ut til markedskurs, fratrukket en innløsningskostnad på inntil 0,5 prosent av postens salgsverdi.
- (41) Avkastningspotensialet var avledet av utviklingen i de angitte investeringsprofilene, og indeksobligasjonen hadde dermed et derivatelement – indekssdelen. I prospektet estimerte banken prisen på derivatelementet til 12,04 prosent av indeksobligasjonens pålydende. Den resterende del av pålydende besto av margin til banken, estimert til 3,06 prosent, og nåverdien av obligasjonselementet på investeringstidspunktet, estimert til 84,9 prosent. Ved tegningsperiodens utløp viste det seg at derivatelementet utgjorde 11,29 prosent av indeksobligasjonens pålydende, obligasjonselementet 84,20 prosent og marginen 4,51 prosent.
- (42) Sett fra investors side fremsto produktet som oversiktlig. Utgiftene knyttet til tegningen var klart angitt, og tapspotensialet var begrenset til disse. Avkastningspotensialet var knyttet til utviklingen i investeringsprofilene. Sannsynligheten for at potensialet skulle materialisere seg, var det imidlertid vanskeligere å ta stilling til. Historisk avkastning for de aktuelle aktivaklassene var riktignok angitt, men slik avkastning gir bare begrenset veiledning om fremtidig utvikling, noe som også var uttrykkelig opplyst. De tallene som var oppgitt, indikerte en beskjeden avkastning. Den profilen som ville gitt best avkastning var den defensive, med en avkastning på 2,8 prosent pro anno.
- (43) Storebrand tilbød lånefinansiering av investeringer i indeksobligasjonene. Slikt lån var imidlertid ingen forutsetning for investeringsadgang, og lånetilsagn ble først gitt etter en vurdering av lånesøkerens betjeningsevne.
- (44) Ved lånefinansiering vil lånekostnadene øke investors samlede kostnader, og utviklingen i den beste av de tre investeringsprofilene må da være tilsvarende mer positiv for at investeringen skal gi netto avkastning.
- (45) For investor vil det avgjørende være om han forventer at minst én av investeringsprofilene vil generere en avkastning som er akseptabel sett i forhold til de kostnader investeringen medfører og alternative investeringsmuligheter. Der investeringen er lånefinansiert, må han i tillegg ta kostnadene knyttet til lånet med i betraktningen.
- (46) Indeksobligasjonen var et sammensatt produkt. Én del av den var et lån til Storebrand – obligasjonselementet. Som jeg har nevnt, fremgikk det av prospektsammendraget at nåverdien av dette på tegningstidspunktet var estimert til å utgjøre 84,9 prosent av pålydende. Obligasjonselementet var et lån fra investor til banken. Formålet med det var, som det fremgår av prospektsammendraget, generell finansiering av Storebrands virksomhet.

- (47) For Storebrand hadde indeksobligasjonen dermed to funksjoner. Gjennom obligasjonsdelen fikk banken bidrag til finansieringen av virksomheten, og gjennom gebyrer og provisjoner inntekter. Der investeringene i indeksobligasjonen var lånefinansiert i Storebrand, ga også lånene inntekter for banken. Disse forholdene var det opplyst om i prospektet. Her fremgikk det også at en del av bankens ansatte hadde en delvis prestasjonsbasert avlønning hvor salg av indeksobligasjonene kunne virke inn på avlønnen.
- (48) Lånet til kunden ble ikke utbetalt. Bankens risikoeksponering var derfor beskjedent. I tillegg kommer at lånet var sikret med pant i investors VPS-konto. Den reelle risikoen knyttet seg dermed til de delene av lånet som dekker indekselementet og bankens margin, samt rentebetalingsene.
- (49) En investering i indeksobligasjonen kan sammenfattes som en spekulasjonspreget investering med klar risiko, men der nedsiden ble begrenset ved at det investerte beløp skulle betales tilbake til investor. Dette var investor klar over.
- (50) Fordeler man risikoen forbundet med investeringen på de to delene av indeksobligasjonen – lånet til banken og avkastningselementet – ser vi at risikoen knyttet til lånet var liten, men risikoen knyttet til avkastningselementet var stor.
- (51) Det investor betalte for avkastningsmuligheten, herunder gebyrer og lignende, ville tapes fullstendig dersom ingen av de investeringsprofilene i indeksobligasjonen er knyttet til hadde utviklet seg positivt på innløsningsstidspunktet. Om tapet ble mindre enn dette var beroende på hvor positiv utviklingen hadde vært. Dette betyr igjen at på investeringstidspunktet måtte – selvfølgelig – forventninger om markedsutviklingen stå sentralt.
- (52) Sammensatte produkter som "Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010" tiltrakk seg atskillig oppmerksomhet allerede før Halvor og Harald Lognvik foretok sine investeringer. Dette foranlediget at Kredittilsynet – nå Finanstilsynet – utarbeidet rundskriv 4/2004, der det ble gitt retningslinjer om hvilken informasjon som skulle gis ved salg av sammensatte produkter. Opplysningene banken ga om indeksobligasjonen i vår sak og forhold knyttet til den, var i samsvar med disse retningslinjene.
- (53) Ved forskrift 25. september 2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter – heretter opplysningspliktforskriften – ble de krav som kom til uttrykk i retningslinjene utvidet og forskriftsfestet. Forskriften er vedtatt etter at Halvor og Harald Lognvik investerte i indeksobligasjonen. Den trådte i kraft 1. januar 2007. Nytt i forhold til rundskriv 4/2004 er blant annet at det skal oppgis et såkalt "konfidensintervall" for produktets avkastning pro anno. Dette intervallet skal angi hvor produktets avkastning med 70 prosent sannsynlighet vil befinne seg, jf. forskriften § 6 niende ledd. Jeg kommer tilbake til betydningen av denne forskriften ved urimelighetsvurderingen senere.
- (54) Avtaleloven § 36 første og annet ledd lyder slik:
- "En avtale kan 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. Det samme gjelder ensidig bindende disposisjoner.**

Ved avgjørelsen tas hensyn ikke bare til avtalens innhold, partenes stilling og forholdene ved avtalens inngåelse, men også til senere inntrådte forhold og omstendighetene for øvrig.”

- (55) Det fremgår av forarbeidene til bestemmelsen at ikke enhver skjevhet i et avtaleforhold medfører lempingsadgang etter bestemmelsen, jf. Ot.prp. nr. 5 (1982–83) side 30, hvor det heter:

”Selv uten noe tilleggsvilkår i lovteksten, er det på det rene at domstolene vil stille visse krav før avtalevilkår blir satt til side som urimelige. Slik tilsidesettelse vil neppe skje uten at domstolene finner urimeligheten klart eller tydelig påvist. Det ligger også i formuleringen ”urimelig” at et vilkår må være positivt urimelig for at det skal kunne lempes; det er selvfølgelig ikke nok at det kan tenkes rimeligere løsninger. ”Urimelig” må oppfattes som et i seg selv ganske strengt kriterium, som det ikke vil være kurant å påberope. En formulering om “klart” urimelig i selve lovteksten, vil imidlertid lett virke som et ytterligere krav om kvalifisert urimelighet (ikke bare om tydelig eller utvilsom urimelighet), som man altså ikke finner ønskelig”.

- (56) Det er således de klare, i betydningen tydelige, urimeligheter som kan sensureres med hjemmel i bestemmelsen. Det avgjørende er, som det uttrykkes i Ot.prp. nr. 5 (1982–83) side 30, ”om vilkåret i det konkrete tilfelle er så urimelig at dommeren ikke finner å kunne opprettholde det uforandret”. Avtaleforholdets egenart står dermed sentralt ved vurderingen.
- (57) Jeg nevner derfor at indeksobligasjonen ikke ble markedsført som noe spareprodukt, men et investeringsprodukt. Det fremgikk således klart av så vel brosjyre som prospekt og den muntlige informasjon som ble gitt at det var knyttet risiko til kjøp av andeler i indeksobligasjonen.
- (58) I Ot.prp. nr. 5 (1982–83) side 11, fremheves det at det
- ”... viktigste hensyn bak en generell lempingsregel er å beskytte den svake part i avtaleforholdet mot at den andre part misbruker avtalefriheten ved å utnytte sin sterke avtaleposisjon, sin innsikt og erfaring etc til å skaffe seg urimelige fordeler på den andre parts bekostning”.**
- (59) Storebrands forpliktelse til å betale mer enn indeksobligasjonens pålydende er betinget av situasjonen i de markedene den er knyttet opp til, mens Halvor og Harald Lognviks forpliktelse overfor Storebrand er markedsuavhengig, om vi ser bort fra rentebetingelsene på lånet. Etter mitt syn innebærer imidlertid ikke dette at Storebrand har skaffet seg en urimelig fordel på Halvor og Harald Lognviks bekostning.
- (60) Den urimelighet kjøpet av andeler i indeksobligasjonen lånefinansiert i Storebrand eventuelt innebærer, knytter seg ikke til balansen i avtaleforholdet – verken tegningsomkostninger eller lånebetingelser er det noe å si på – men til grunnlaget avtalen ble inngått på. Jeg ser derfor nærmere på dette.
- (61) Jeg har allerede nevnt at risikoen knyttet til avkastningselementet i indeksobligasjonen var stor. Samtidig fremsto det arrangementet Halvor og Harald Lognvik ga seg inn på, med lånefinansiert investering i indeksobligasjonen, som oversiktlig i den forstand at tapspotensialet nokså enkelt lot seg kvantifisere. I tillegg ble risikoen konkretisert for dem gjennom møter med deres kontaktperson i Storebrand, og ved illustrasjoner.

- (62) De ankende parter har anført at det er det forhold at investeringen er lånefinansiert hos utsteder som medfører urimeligheten. Det de i realiteten tegnet seg for, og lånte for å kjøpe, hevdes det, var utelukkende indekselementet. Synspunktet er at ved lånefinansiering hos utsteder har det såkalte sikkerhetsmomentet i indeksobligasjonen – det vil si retten til andelens pålydende ved forfall – ingen verdi for investor. Dette i motsetning til de tilfellene der investeringen gjøres med egenkapital, eller lånefinansieres hos andre.
- (63) Dette er jeg ikke enig i. Tvert i mot vil investors sikkerhet være bedre der han låner fra utsteder. Dersom banken ikke innfrir forpliktelsene etter obligasjonen, vil investor kunne motregne i bankens krav etter lånet. Er investeringen lånefinansiert hos andre enn utsteder påvirkes ikke forpliktelsene overfor långiver av utsteders forhold, og dermed øker risikoen for investor, prinsipielt sett.
- (64) Etter mitt syn er det heller ikke andre grunner til at utfallet av urimelighetsvurderingen bør påvirkes av om investeringen er lånefinansiert hos utsteder eller ikke. Så lenge det ikke er forbudt å tilby sammensatte produkter som indeksobligasjonen, viker jeg tilbake for å forstå avtaleloven § 36 slik at den tvinger investorer i slike produkter uten egenkapital til å eksponere seg for den ekstrarisiko som ligger i at investeringen, om den skal foretas, må skje med lån fra andre enn utsteder.
- (65) Jeg kan derfor ikke se at alene den omstendighet at investeringene til Halvor og Harald Lognvik i indeksobligasjonen er finansiert av Storebrand, medfører urimelighet.
- (66) Det kan være liten tvil om at Halvor og Harald Lognvik har betalt en hel del for den usikre avkastningsmulighet som er knyttet til indeksobligasjonen. I tilknytning til dette er det anført at ingen fornuftig person ville lånefinansiert en investering i indeksobligasjonen om han hadde skjønnet at realitetene i investeringen var en svært usikker utsikt til nettoavkastning.
- (67) Så vidt jeg kan forstå, er investeringen gjort med åpne øyne, jf. hva jeg har sagt tidligere om at utgiftene, og dermed tapspotensialet, ved en lånefinansiert investering i indeksobligasjonen fremsto som temmelig oversiktlige. Det usikkerheten i første rekke knyttet seg til, var sannsynligheten for at avkastningen ville bli stor nok til å gi fortjeneste.
- (68) Lagmannsretten har fremhevet at en investor i kapitalmarkedet i utgangspunktet har risikoen for sin egen investeringsbeslutning, men at dette utgangspunktet forlattes der det er kvalifiserte mangler ved den informasjon tilbyder har gitt investor, og investor har basert sin investeringsbeslutning på denne.
- (69) Jeg er enig i dette utgangspunktet.
- (70) Verken brosjyren om indeksobligasjonen, prospektet eller annen dokumentasjon knyttet til indeksobligasjonen redegjør nærmere for sannsynligheten for at indeksene skal utvikle seg slik at avkastningen på investeringen blir positiv. I brosjyren beskrives riktignok to tenkte utviklinger, kalt scenarier, og hvilke konsekvenser hvert av dem vil ha for avkastningen. Det er ikke sagt noe om sannsynligheten for at utviklingen inntreffer. I de

møtene Halvor og Harald Lognvik hadde med sin rådgiver i Storebrand, fremholdt imidlertid denne at hun trodde på oppgang, og på at investeringen ville gi gevinst.

- (71) I forbindelse med låneutstedelsene til Halvor og Harald Lognvik, ble verdiutviklingen ved en ”forventet avkastning” på henholdsvis 7 og 10 prosent beskrevet, sammen med verdiutviklingen ved negativ avkastning på de underliggende verdipapirene. I akseptblanketten som ble undertegnet i forbindelse med låneopptaket, er de positive avkastningsalternativene omtalt som ”Storebrands forventede avkastning ut fra dagens forutsetninger”. Hva disse forutsetningene består i, er imidlertid ikke forklart, og heller ikke er det sagt noe om sannsynligheten for at forventningene blir innfridd.
- (72) Jeg har nevnt at opplysningspliktforskriften § 6 krever at sannsynligheten for avkastning skal oppgis. Paragraf 6 niende og tiende ledd lyder slik:
- ”Det skal oppgis et konfidensialitetsintervall for produktets avkastning per anno, hvor produktets avkastning med 70 % sikkerhet vil befinne seg. Intervallet skal angis både uten tegningskostnader og med tilbyders høyeste anslag for tegningskostnader.**
- Det skal opplyses om forventet årlig avkastning på produktet uten tegningskostnader, samt forventet årlig avkastning hensyntatt tilbyders høyeste anslag for tegningskostnader. Beregningen skal baseres på rimelige forutsetninger, understøttet av objektive data.”**
- (73) Dette er krav som ikke gjaldt da indeksobligasjonen ble markedsført, og når det som i vår sak gjøres gjeldende at avtalen er urimelig på grunn av forhold ved avtalens inngåelse, gir etter mitt syn slik senere regulering av opplysningsplikt ved markedsføringen begrenset veiledning ved urimelighetsvurderingen.
- (74) Det er også på det rene at Storebrand rent faktisk har opplyst om den avkastning banken venter indeksobligasjonen vil gi under gitte forutsetninger – ”dagens forutsetninger”. Når avkastningen var avhengig av situasjonen i nærmere angitte markeder fire og et halvt år frem i tid, som verken banken eller Halvor og Harald Lognvik kunne påvirke, lå det i dagen at anslaget over forventet avkastning var beheftet med usikkerhet. Og konsekvensen må da være at Halvor og Harald Lognvik selv må bære risikoen for at forventningene deres slo til.
- (75) Jeg kan derfor ikke se at det forhold at det ikke er redegjort for sannsynligheten for at en investering i indeksobligasjonen skulle gi avkastning i de vendinger opplysningspliktforskriften gir anvisning på, i seg selv kan medføre at avtaleloven § 36 kommer til anvendelse. I denne sammenheng minner jeg om at de ankende parter har presisert at det ikke anføres at risikoen for investerings utfall er av en slik art at den rammes av avtaleloven § 36.
- (76) Det som gjøres gjeldende, er at den avkastningsmuligheten som ligger i avkastningselementet i indeksobligasjonen blir kjøpt for en urimelig høy pris når investeringen er lånefinansiert hos utsteder, og at det er dette som begrunner tilsidesettelse etter avtaleloven § 36.
- (77) Ved vurderingen av om en pris er urimelig høy etter avtaleloven § 36, er utgangspunktet forholdet mellom ytelse og motytelse. Der ytelsen har en markedspris, skjer sammenligningen mellom denne og den avtalte pris, jf. Ot.prp. nr. 5 (1982–83) side 32. Lånene til henholdsvis Halvor og Harald Lognvik hadde, som jeg allerede har nevnt, en

rente som svarte til første prioritets boliglån innenfor 80 prosents sikkerhet. Dette kan ikke karakteriseres som spesielt høyt. Heller ikke gebyrene knyttet til dette lånet var spesielt høye.

- (78) Lånefinanseringen innebar imidlertid at Halvor og Harald Lognvik tok opp lån i Storebrand for å låne penger til Storebrand – obligasjonsdelen av indeksobligasjonen var jo et lån til banken. Og for dette betalte de renter og gebyrer til Storebrand. Det kan da kanskje ligge nær å se det slik at renter og gebyrer knyttet til lånet i realiteten er vederlag for avkastningselementet i indeksobligasjonen. I prospektet er som jeg har nevnt prisen på derivatene som skal sikre avkastningselementet anslått til å utgjøre 12,04 prosent av indeksobligasjonens pålydende, og den endelige prisen ble 11,29 prosent av pålydende. Anlegger man et slikt samlet syn på kostnadene forbundet med investeringen, kan det nok være nærliggende å se det slik at det er betalt en urimelig høy pris for avkastningsmuligheten.
- (79) Man overser imidlertid da at investeringer som er lånefinansiert hos andre vil ha den samme økonomiske realitet for investor – prisen for avkastningselementet blir ikke lavere av at lånekostnadene betales til andre. Også fullt ut egenkapitalfinansierte investeringer har for øvrig en kostnad for investor. Som jeg allerede har påpekt, synes det ikke å være noen rimelig grunn til – ved vurderingen etter avtaleloven § 36 – å skille mellom investeringer finansiert hos utsteder og investeringer finansiert på annen måte, herunder ved egenkapital.
- (80) Selv om man skulle finne grunn til å sondre mellom utstederfinansierte investeringer og investeringer finansiert på annen måte ved vurderingen etter avtaleloven § 36, er ikke det ensbetydende med at prisen er urimelig. I Ot.prp. nr. 5 (1982–83), på side 32, uttales det at det:
- ”... vil tale mot å anse prisen urimelig, dersom kjøper har vært klar over at prisen var høy. Dette er selvsagt hvor den høye pris skyldes kjøperens spesialkrav eller selgerens spesielle status når det gjelder mote- og luksusvarer. Men også ellers vil det være av betydning at kjøperen har kjøpt dyrt med åpne øyne.”**
- (81) Det er på det rene at Halvor og Harald Lognvik fikk nøye redegjørelser for omkostningene forbundet med investeringene. De sto fritt til å finansiere investeringene i indeksobligasjonen som de måtte ønske. Det forhold at de valgte å låne i Storebrand, med den følge at Storebrands samlede inntekter av deres investeringsvilje økte, og at Storebrand tjente mer på deres investeringer enn på investeringer finansiert på annen måte, kan ikke medføre at avtaleloven § 36 kommer til anvendelse. Jeg finner derfor at selv om man skulle se det slik at lånekostnadene i realiteten er vederlag for avkastningselementet, medfører ikke dette at vederlaget er så høyt at avtalen om lånefinansiert investering i indeksobligasjonen er urimelig etter avtaleloven § 36.
- (82) Det er ikke nødvendig for meg å ta stilling til om en lånefinansiert investering i ”Indeksobligasjon Allokering II 2006-2010” var ufornuftig. Avtaleloven § 36 rammer de urimelige avtalene, ikke de ufornuftige. Og urimelig var avtalen etter mitt skjønn ikke.
- (83) Anken har ikke ført frem. Etter hovedregelen i tvisteloven § 20-2 har da Storebrand krav på full erstatning for sine sakskostnader fra Halvor og Harald Lognvik. Saken har imidlertid reist spørsmål som har rekkevidde ut over den foreliggende sak, og på bakgrunn av styrkeforholdet mellom partene og Storebrands interesse i en prinsipiell

rettsavklaring, finner jeg at tungtveiende grunner gjør det rimelig å fritta Halvor og Harald Lognvik for sakskostnadsansvar for alle instanser, jf. tvisteloven § 20-2 tredje ledd.

(84) Jeg stemmer for denne

D O M :

1. Anken forkastes.
2. Sakskostnader tilkjennes ikke for noen instans.

(85) Dommer **Endresen**: Jeg er kommet til at anken må føre frem.

(86) Indeksobligasjoner er etter mitt skjønn en kunstig konstruksjon som medfører unødvendige tilleggskostnader for investorene. Konstruksjonen vanskeliggjør også forståelsen av den underliggende økonomiske realitet. I motsetning til førstvoterende finner jeg at Halvor og Harald Lognvik ikke ble gitt adekvat informasjon om investeringsmuligheten og den risiko denne var forbundet med. Ved vurderingen av om avtaleloven § 36 kommer til anvendelse, legger jeg også vekt på Storebrands rådgivningsfunksjon.

(87) *Indeksobligasjoner*

(88) Som jeg kommer tilbake til, gjelder saken ikke produktet indeksobligasjoner i sin alminnelighet. Utbredelsen av indeksobligasjonslånene og de karakteristiske avtalevilkår for disse utgjør imidlertid en del av bakgrunnen for saken, og jeg finner grunn til i noen utstrekning å supplere førstvoterendes fremstilling.

(89) Det karakteristiske for lånene er at nåverdien av den avkastning långiver alternativt ville ha mottatt i form av rente, i stedet anses investert for denne i form av nærmere angitte derivater knyttet til verdiutviklingen i aksjer, obligasjoner, råvarer, eiendom eller valuta. Konsekvensen blir da at investor ved utløpet av lånets løpetid i hvert fall får tilbake pålydende av lånet bare med fradrag for tegningsomkostningene. Det har vært et hovedelement ved markedsføringen av lånene at investorene ved dette garanteres mot tap.

(90) Salget av indeksobligasjoner har i Norge vært meget betydelig. Det er i saken opplyst at det samlede volum er i størrelsesorden 40 milliarder kroner. Dette har ført til at det er gjennomført en rekke undersøkelser av hvilken avkastning investorene har oppnådd sammenlignet med ulike alternative investeringsmuligheter. Kredittilsynet viser i rundskriv 4/2008 til en undersøkelse tilsynet hadde gjort av 350 produkter med forfall frem til 3. kvartal 2007. Forskerne Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline, ved Høyskolen i Agder, undersøkte 266 aksjeindeksobligasjoner med forfall frem til januar 2007. Disse undersøkelsene vakte betydelig debatt. Analytikere i DnB foretok en undersøkelse av egne produkter, og Norsk Regnesentral gjennomførte i 2009 en større undersøkelse på oppdrag fra Finansnæringens Hovedorganisasjon. I sak BKN-2009- 1, innhentet Bankklagenemnden også en uttalelse fra professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole. Uttalelsen er ikke fremlagt i saken her, men det refereres til denne både i Bankklagenemndens avgjørelse og i lagmannsrettens dom i samme sak, LB-2010-176553.

- (91) Jeg finner det ikke nødvendig å gå nærmere inn på disse overordnede undersøkelsene. De er i begrenset utstrekning direkte sammenlignbare, og det er faglig uenighet om hva som er den mest adekvate tilnærming til målingen av historiske resultater. Indeksobligasjoner er dessuten ikke ett produkt, men ulike produkter alt etter hvordan derivatdelen er komponert.
- (92) Det som har interesse, er at det synes å være nær konsensus om at avkastningen i aksjeindeksobligasjoner samlet sett har vært lavere enn risikofri rente. Av særlig interesse er det også at undersøkelsene angir andel indeksobligasjonslån med null avkastning til investorene til fra 40 til 60 %. Disse hovedkonklusjonene får etter mitt syn betydning for hvilke krav som må stilles til hvordan investeringsmuligheten formidles til investorene, ikke minst når selger også opptrer som rådgiver for kunden.
- (93) Foranlediget av nærværende sak har Storebrand også sammenfattet de resultater som er oppnådd ved å investere i bankens egne produkter. Sammenfatningen, som viser et noe bedre resultat for investorene enn de bredere undersøkelsene, kan ikke tillegges selvstendig vekt ved vurderingen av hvilken avkastning det var realistisk å forvente ved investeringen i Allokering II. Den omfatter bare 47 produkter, og er dessuten ikke oppdatert med de av bankens produkter som er innløst etter den 19. desember 2008. Ved å inkludere disse produktene, som alle ga null avkastning eller i beste fall meget liten avkastning, ville bankens tall ha nærmet seg det som i de øvrige undersøkelsene angis som et normalnivå. Det som imidlertid har selvstendig interesse er at investorene i Storebrands åtte første aksjeindeksobligasjoner, som var de lån som var innløst da Allokering II ble tegnet, ikke oppnådde noen avkastning for investorene overhodet.
- (94) Det beløp som investeres i derivatene er, som nevnt, nåverdien av de beløp investor alternativt ville ha mottatt som rente på innlånet. Hvor stor del av indeksobligasjonen som investeres i derivater, vil følgelig variere med obligasjonslånets løpetid og rentenivået. Dette har mindre betydning for sammenligninger med alternative investeringsmuligheter, men det blir vesentlig ved vurderingen av om et absolutt angitt forventet avkastningsmål er realistisk. Storebrand har vist til at enkelte av deres øvrige indeksobligasjonslån ga en avkastning på mer enn 10% p.a. Norsk Regnesentrals undersøkelse bekrefter at slik avkastning har forekommet. Ved vurderingen av disse indeksobligasjonslånene må det imidlertid korrigeres for løpetid og nivået på den risikofrie rente i den aktuelle tidsperiode, før disse kan tas til inntekt for en forventning om en høy absolutt avkastning i en periode med lav risikofri rente. Det er i saken her ikke gjort noe slikt forsøk på å påvise relevansen av de indeksobligasjonslån som det vises til.
- (95) *Indeksobligasjon Allokering II*
- (96) Det er ikke Storebrands indeksobligasjoner, enn si bruken av slike obligasjoner i det hele, som er til prøving. Spørsmålet i saken er begrenset til om vilkårene i det aktuelle obligasjonslånet og omstendighetene omkring salget fra Storebrand til Halvor og Harald Lognvik, er slik at det vil være urimelig eller i strid med god forretningsskikk for banken å gjøre avtalene gjeldende.
- (97) Storebrand har gjort gjeldende at en rekke av de innvendinger som kan rettes mot Allokering II, systematisk sett rammer salget av indeksobligasjoner i sin alminnelighet. Det er i denne sammenheng understreket at det er tale om et lovlig produkt som lenge ble

markedsført uten at myndighetene fant grunn til å regulere dette nærmere, og at domstolene da ville opptre som lovgiver om konstruksjonen som sådan trekkes inn ved § 36-vurderingen.

- (98) Jeg er enig i at det er det konkrete avtaleforholdet som skal vurderes i forhold til avtaleloven § 36, men det kan ikke være slik at en avtale som ellers skulle vært satt til side etter denne bestemmelsen, likevel må aksepteres fordi også en rekke tilsvarende avtaler ville kunne rammes av bestemmelsen. Vurderingen etter § 36 i saken her er dessuten ikke begrenset til de mer systematiske trekk ved indeksobligasjonene, men omfatter også bankens rådgivningsfunksjon og den informasjon som er gitt i det konkrete tilfellet.
- (99) Ved den nærmere analyse av det aktuelle obligasjonslånet er det etter mitt syn riktig og nødvendig å foreta en selvstendig vurdering av de delinvesteringene investorene gjorde ved å delta i disse lånene. Dette er nødvendig for at det skal være mulig å vurdere balansen i avtaleforholdet. Det er heller ikke anført noe rettslig argument til støtte for at det ikke ved § 36-vurderingen skal legges vekt på de reelle forhold.
- (100) Det synes også å ha vært lovgivers holdning til de sammensatte produkter at investor må gis anledning til å vurdere det enkelte produkt som inngår i pakken. Det følger av lov om finansieringsvirksomhet § 2-11 at en finansinstitusjon skal opplyse om prisen på den enkelte tjeneste som inngår i produktet, og i Kredittilsynets rundskriv 4/2004 er slik opplysningsplikt knyttet direkte til aksjeindekserte obligasjoner.
- (101) Allerede det at det i låneavtalen mellom Storebrand og Norsk Tillitsmann ASA er knyttet rettsvirkninger til den opsjonskontrakt det opplyses at banken vil inngå, gjør at banken ikke kan høres med sin anførsel om at opsjonskontrakten er investorene uvedkommende. I salgsbrosjyren og prospektet har dessuten Storebrand selv valgt å bygge opp informasjonen til investor omkring enkeltelementene. Det uttales i prospektet at obligasjonene også skal finansiere bankens kjøp av derivatene, og at investor vil få oppgitt faktisk pris når denne er fastlagt.
- (102) Som førstvoterende har redegjort for, ble det i prospektet opplyst at investert beløp eksklusive omkostninger, fordelte seg med 84,9 % på et innlån til banken (Obligasjonsdelen) og 12,04 % til kjøp av de derivater som skulle generere meravkastning (Derivatene). De resterende 3,06 % utgjorde bankens margin. Det endelige resultatet ble at bankens margin økte betydelig, men jeg går ikke inn på det. Slik jeg ser saken, har det ikke betydning for resultatet.
- (103) Den vesentligste del av de ankende parters investering var med andre ord i realiteten et ordinært usikret lån til banken. Obligasjonsdelen hadde en løpetid på 4 ½ år og ga en effektiv årlig avkastning på 3,88 % p.a.
- (104) Det er nærliggende å sammenligne denne del av investeringen med kjøp av statsobligasjoner. Storebrand oppga i prospektet effektiv årlig avkastning til 3,33 %. For at avkastning ved kjøp av statsobligasjoner skal kunne sammenlignes med deltakelse i Allokering II, må avkastningen ved slik deltakelse korrigeres for risiko og kostnader. For Høyesterett opplyste Storebrand at banken på det aktuelle tidspunkt måtte betale en margin på 0,4 – 0,5 % p. a. for innlån med 4 ½ års løpetid, og jeg legger dette til grunn. Avkastningen på innlånet må også reduseres med det gebyr som er betalt. Dette utgjør

ca. 0,7 % p. a. Den effektive avkastning på Obligasjonsdelen reduseres da til i størrelsesorden 2,7 % p.a. Det kunne også vært aktuelt å allokere en del av bankens margin til Obligasjonsdelen, men som det vil fremgå er det ikke nødvendig for å kunne konkludere med hensyn til dette elementet i produktpakken.

- (105) Når investor kunne finne denne ikke ubetydelige mindreaktning akseptabel, må det skyldes at Obligasjonsdelen ble oppfattet å utgjøre et "sikkerhetslement" ved investeringene, slik dette er kategorisert i prospektet. Det er imidlertid ikke noe grunnlag for en slik benevnelse. Hverken faktisk eller teoretisk kan et innlån til banken avhjelpe noen del av den risiko som investeringen i Derivatene er forbundet med. Innlånet er isolert sett helt uten interesse for investor. Obligasjonsdelen må sees som et vilkår – en betingelse banken stiller – for at investor skulle kunne delta i investeringen i Derivatene. Dette utgjør allerede ved en fullt ut egenkapitalbasert investering en tilleggs kostnad for de ankende parter. En nærmere vurdering av lånerente og tegningsgebyr får da bare betydning for en kvantifisering av merkostnaden. At lånerenten ikke er høyere enn ved første prioritets pantelån, blir av underordnet interesse når det lånes til ikke har selvstendig interesse for investor. Tilsvarende blir det sekundært at tegningsgebyret ikke var høyere enn hva som må forventes ved investeringer i investors interesse.
- (106) De ankende parter synes likevel å bygge på at prosjektet, om det var blitt gitt korrekt informasjon, var akseptabelt for så vidt investeringen ble gjort med egenkapital. De ankende parters hovedsynspunkt er at indeksobligasjonen var helt uegnet som et investeringsprodukt finansiert med fremmedkapital.
- (107) Dette er en anførsel som umiddelbart fremstår som lite plausibel. Det må være en investors ansvar å vurdere hvordan han vil finansiere sin investering. Anførselen bygger tilsynelatende også på den misforståelse at egenkapital ikke krever avkastning.
- (108) En nærmere analyse av indeksobligasjonene avdekker imidlertid at den nøytralitet mellom egenkapital og fremmedfinansiering som må være utgangspunktet, ikke kan opprettholdes. Det helt spesielle ved lånefinansierte indeksobligasjoner er at lånefinansieringen ikke er begrenset til det instrument som kan gi avkastning på kapitalen. Lånefinansieringen omfatter også Obligasjonsdelen, lånet tilbake til Storebrand. Denne del av låneopptaket er i seg selv uten mening for investor, og kan ikke generere inntekt for denne.
- (109) Jeg legger til grunn at Storebrand ikke har solgt finansieringen som en selvstendig investeringsmulighet. Det er heller ikke anført. Kvantifiseringen av den merkostnad lånefinansieringen medførte for den reelle prising av Derivatene, kan da baseres på at kostnaden ved et fastrentelån og et lån med flytende rente er tilnærmet den samme. At den flytende rente hadde et noe lavere utgangspunkt er da ikke avgjørende, og tilsvarende blir det uten betydning for vurderingen at den flytende rente over perioden faktisk ville ha gitt en merkostnad.
- (110) Storebrand har for Høyesterett oppgitt den nominelle fastrente til 4,95 % p. a., og jeg legger til grunn at effektiv rente ville vært i størrelsesorden 5,1 % p.a. I tillegg kommer en årlig kostnad på 0,7 % p. a. for tegningsgebyret på 3,25 %. Lånefinansieringen av Obligasjonsdelen gir da en ikke ubetydelig merkostnad. Dette er reelt sett en merpris for kjøpet av Derivatene. Ved lånefinansiering betales det da totalt for Derivatene pr. 1 million kroner investert:

Det allokerte beløp/bankens oppgitte kostpris	112 100
Kostnad lånefinansiering av Obligasjonsdelen (korrigert for avkastning på 3,88 % p.a.)	73 353
Bankens margin	30 600
De månedlige termingebyr	2 700
Totalkostnad Derivatene	218 753

- (111) Ved lånefinansiering betaler investor med andre ord omtrent det dobbelte av hva opsjonene kostet i markedet.
- (112) Førstvoterende vektlegger at Halvor og Harald Lognviks investeringer ville ha vært minst like uheldige om disse hadde vært finansiert ved lån fra tredjemann. Forutsetningen synes å være at det i hvert fall ikke i en slik situasjon ville ha vært aktuelt å anvende avtaleloven § 36. Forutsetningen slår etter mitt syn ikke til. Storebrand opptrådte som rådgiver for de ankende parter, og var vel kjent med at investeringen eventuelt måtte lånefinansieres. Jeg kan da vanskelig se at avtalen, om den ellers måtte settes til side, likevel måtte opprettholdes fordi Storebrand ikke også var långiver.
- (113) Førstvoterende har redegjort for de derivatene det ble investert i, men jeg skal kort fremheve en viktig konsekvens av den valgte investeringsstrategi. Jeg understreker likevel først at det i saken hverken er reist innvendinger mot den strategi som ble valgt eller mot gjennomføringen av strategien ved valg av underliggende aktiva og fordelingen av disse i de tre investeringsprofiler.
- (114) Den fremgangsmåte som ble valgt, økte sannsynligheten for en viss positiv avkastning, men reduserte samtidig oppsiden i investeringen. Deler av det beløp som stod til rådighet for å investere i opsjoner, ville måtte gi null i avkastning. Det fremgår av oppstillingen i prospektet at det totalt ble investert i opsjoner som dekket 175 % av investert beløp. Når den enkelte profil ga dekning for 100 % av investert beløp, innebærer det at investorene i gjennomsnitt hadde 57,1 %, og ikke 100 %, av det som var investert i Derivatene, investert i den profil som ga høyest avkastning. Dette er ikke kritikkverdig, og gitt at ingen av bankens da innløste indeksobligasjonslån hadde gitt positiv avkastning til investorene, fremstår det som et naturlig strategivalg. Spørsmålet er imidlertid om konsekvensene av strategien er formidlet til investorene på en treffende måte. Jeg kommer tilbake til det.
- (115) *Informasjonsmateriale*
- (116) Førstvoterende har i sitt votum gjennomgått det som er opplyst om investeringens risiko i salgsbrosjyren og i prospektet. Hans konklusjon er at produktet fra investorenes side fremsto som oversiktlig. Mitt syn er at det samlet sett snarere ble gitt et fortegnet bilde av investeringsmuligheten og den risiko investeringen var forbundet med.
- (117) Hovedidéen med produktet er i prospektet sammenfattet slik:

”En investering i Allokering II 2006-2010 gir investor et produkt som består av tre hovedelementer:

- a. Et sikkerhetselement. Dette elementet vil ved forfall i 2010 ha en verdi som tilsvarer hovedstolsikkerheten. I løpetiden vil verdien av dette elementet være**

avhengig av tid til forfall og utvikling i markedsrenten. En økende markedsrente i løpetiden, vil gi en lavere verdi på sikkerhetselementet.

- b. Et avkastningselement. Dette elementet er verdien av rettigheter knyttet til underliggende indekser som er nærmere beskrevet under punkt 4.7.2 i Verdipapirdokumentet. Verdien av disse rettighetene vil ved forfall i 2010 være nedad begrenset til null. I løpetiden vil forhold som indeksutvikling, utvikling i svingningsgraden i markedet, samvariasjon mellom de enkelte delindekser samt rente/valutautvikling påvirke verdien av disse rettighetene.
- c. **Margin til Banken.”**

- (118) Som det vil fremgå av det jeg har sagt om realiteten i konstruksjonen, er det etter mitt syn klart misvisende å omtale Obligasjonsdelen som et ”sikkerhetselement”. Ingen del av den risiko som er forbundet med investeringen i Derivatene, avdekkes ved innlånet.
- (119) For mange var Salgsbrosjyren samlet sett trolig mer villedende enn veiledende. En innsiktsfull person kan nok slutte seg til de finansielle realiteter, men det fremgår ikke noe sted i brosjyren at den mulige oppside for investor følger av kjøp av opsjoner, og det gis et urealistisk inntrykk av mulighet for å tilpasse seg markedsutviklingen.
- (120) Investeringsmuligheten presenteres innledningsvis slik:
- ”Investeringen gir deg
 - Mulighet for god avkastning
 - Investering knyttet til utviklingen i aksje-, eiendoms-, råvare-, valuta- og obligasjonsmarkedet
 - Avkastning fra den investeringsprofil som har gitt best avkastning
 - Høy andel av aksjer hvis aksjemarkedet går bra, lav andel aksjer hvis aksjemarkedet skulle falle i investeringsperioden
 - 100 % avkastningsfaktor
 - Sikkerhet for investert beløp”
- (121) Det oppgis at aktivklassene det skal investeres i er aksjer, obligasjoner, eiendom, valuta og råvarer, men det sies ikke noe om på hvilken måte dette skal gjøres. Det finnes ikke i brosjyren noen referanse til at det skal investeres i derivater, og det sies da heller ikke noe om den særskilte risiko som er forbundet med slike investeringer.
- (122) I prospektet redegjøres det derimot for den tekniske gjennomføring, men heller ikke her berøres den særlige risiko det utgjør å investere i opsjoner i kapitlet om risiko.
- (123) Opplysningene om risiko er i det hele av generell karakter, og er dermed lite egnet til å gi et realistisk uttrykk for risikoen. Det som opplyses om risiko er riktig nok, men det bidrar altså ikke til å opplyse en investor. Det gis utfyllende opplysninger om motpartsrisikoen ved å låne penger til Storebrand, men å bruke størst plass på denne risikofaktoren, gir i seg selv snarere et fortegnert bilde av risikoen. Selvfølgeligheter som at ”Avkastning fra finansmarkeder vil alltid være forbundet med usikkerhet”, kan etter mitt syn ikke erstatte en påpekning av den særlige risiko som en investering i opsjoner utgjør. Det kan heller ikke sees at det bidrar til å avklare den reelle risiko at den enkelte investor i prospektet oppfordres til ”å vurdere risikoen ved å investere i obligasjonene mot alternative investeringsmuligheter”. Det er på det rene at det i prospektet ikke ble gitt de opplysninger som var nødvendige for å kunne foreta en slik vurdering, og Storebrand måtte være fullt innforstått med at det heller ikke var realistisk at investorene skulle kunne skaffe seg den nødvendige bakgrunnsinformasjon fra annet hold.

- (124) Både i brosjyren og i prospektet er inkludert standardforbeholdet ”historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig utvikling”, men når historisk avkastning ikke kan forsvare investeringen, får forbeholdet snarere preg av en positiv prognose, og er slik sett med på å underbygge det som de ankende parter for øvrig fikk opplyst om forventet inntjening.
- (125) *Prognoser*
- (126) Det er i lånetilbudene til de ankende parter gitt opplysninger om forventet avkastning. Opplysningene er ikke helt sammenfallende, men jeg finner å kunne bygge på at de opplysninger som ble gitt til Halvor Lognvik, også ble formidlet til hans sønn.
- (127) Det er etter mitt syn klart at disse opplysningene ikke får mindre betydning enn om de var blitt formidlet som et formelt vedlegg til prospektet. Banken formidlet opplysningene, og måtte forstå at den opplyste forventede avkastning ville ha betydning for investeringsbeslutningen. Lånepapirene viser for øvrig tilbake til tegningsinnbydelsen.
- (128) Ankemotparten har for øvrig bestridt at det er gitt opplysninger til Halvor og Harald Lognvik om hvilken inntjening som var forventet. De eksemplene som er inkludert i lånepapirene anføres kun å være regneeksempler, som illustrerer de økonomiske konsekvenser av ulike tenkte scenarier. Dette er etter mitt syn ikke en naturlig forståelse av det som ble opplyst. I akseptblanketten for lånefinansieringen er det direkte uttalt at de angitte forventninger refererer seg til Storebrands forventninger:
- ”Jeg har fått illustrasjoner som viser verdiutviklingen både ved negativ avkastning og Storebrands forventede avkastning ut fra dagens forutsetninger.”**
- (129) Konkret viste den oversikten Halvor Lognvik mottok, konsekvensene ved forventet inntjening på henholdsvis 7 % og 10 % årlig avkastning – og dessuten for ”verdiutvikling ved negativ avkastning på de underliggende verdipapirer”. Denne siste mulige utvikling ble ikke betegnet som ”forventet”.
- (130) I tilknytning til opplysningene om forventet inntjening er det nærmere utdypet hvordan begrepet ”forventet” skal forstås:
- ”Forventet avkastning er den årlige effektive avkastning produktet forventes å gi eks. tegningsomkostninger. Eventuelle effekter knyttet til gjennomsnittsbetraktninger og avkastningsfaktor er inkludert i forventningen.”**
- (131) Den naturlige forståelse av tilføyelsen er at det som opplyses å være forventet avkastning, er basert på en beregning snarere enn på et løst anslag. At det angis to forventede scenarier, svekker dette inntrykket, men understreker samtidig forventningen om en meget høy positiv avkastning.
- (132) Basert på opplysningene fra Norsk Regnesentrals undersøkelse, måtte en avkastning på dette nivået fremstå som lite sannsynlig – ikke minst på bakgrunn av det relativt lave rentenivået. En forventet årlig avkastning på 10 % p.a. springer imidlertid ikke i øynene som urealistisk høy. Det burde da i denne sammenheng vært understreket at det kun er i størrelsesorden 6,9 % av investert beløp, som skulle generere denne avkastningen. Det innebærer at investeringen i den profil som ga høyest avkastning var ”forventet” å gi en avkastning på over 100% årlig allerede om obligasjonen skulle gi en avkastning på 7 % p.a. Den forventede avkastning gjaldt dessuten for 4 ½ år, mens opptjeningstiden,

slik utgangsverdien var definert var begrenset til 4 år. En så høy avkastning ved kjøp av derivater i et organisert marked kan vanskelig tenkes oppnåelig med noen høy grad av sannsynlighet, og en uttrykkelig påpekning av størrelsen på den del av investeringen som skulle generere den samlede avkastning, ville gitt investorene en bedre forståelse for hva som må ha vært ment med ”forventet” avkastning.

- (133) Saken er imidlertid ikke slik opplyst for retten at realismen i de oppgitte forventninger kan vurderes nærmere.
- (134) Det er også påfallende at banken, selv om den altså hadde valgt en mindre aggressiv investeringsprofil, ikke i denne sammenheng gir noen opplysninger om sannsynligheten for at det ikke vil oppnås noen tilleggsavkastning i det hele tatt. Allerede de erfaringer banken hadde fra egne indeksobligasjoner som var innløst da ”Indeksobligasjon Allokering II 2006–2010” (Allokering II) ble lagt ut i markedet, tilsier at opplysningene om de positive forventninger skulle vært supplert med en vurdering av hvor sannsynlig null avkastning var i forhold til et scenario med den meget positive utvikling som ble opplyst å være forventet. Jeg viser i denne sammenheng også til opplysningene om at en meget stor andel av aksjeindeksobligasjonene i markedet ikke hadde gitt investorene noen avkastning.
- (135) Essensen i den investeringsmulighet som tilbys investorene, sammenfattes i salgsbrosjyren ved at det med utgangspunkt i hvor vanskelig det er å velge investeringsstrategi, fremheves:

”Derfor har vi satt sammen Allokering II 2006 2010 som gir deg tilgang til tre ulike investeringsprofiler, der du som investor får avkastning knyttet til den beste av disse profilene.”

- (136) Dette utdypes senere slik:

”Gjennom en investering i Allokering II 2006-2010 vil du i den neste fire og et halvt års perioden være sikret å få den beste avkastningen av de tre forhåndsdefinerte profilene. Går for eksempel aksjemarkedet bra vil du ha en stor andel aksjer i den beste profilen, mens i et svakt aksjemarked vil din aksjeandel være lav.”

- (137) Det opplyses ikke noe sted, heller ikke i prospektet, at den valgte strategi også reduserer oppsiden i produktet sammenlignet med mindre diversifiserte strategier. Det burde etter mitt skjønn vært gjort.
- (138) *Avtaleloven § 36*
- (139) Lagmannsrettens dom er bygget på to hovedpillarer. Den ene er at avtaler skal holdes, den andre at en investor i kapitalmarkedet har risikoen for sin egen investeringsbeslutning. Jeg forstår førstvoterendes votum slik at han har det samme utgangspunkt for vurderingen av saken. Det kan da heller ikke sees å være kontroversielt. Spørsmålet er hvor langt det rekker.
- (140) Å understreke at utgangspunktet er at avtaler skal holdes, er etter mitt syn mer treffende når det er tale om å modifisere en avtale som følge av en uforutsett utvikling enn når omstendighetene omkring avtaleinngåelsen forsterker en ubalanse i partenes ytelser allerede ved avtaleinngåelsen.

- (141) På tilsvarende måte er det lite klargjørende å ta utgangspunkt i at investor må ta ansvaret for egne investeringsbeslutninger, når spørsmålet i saken er å vurdere rekkevidden av de regler som skal sikre investor at beslutningen gjøres på et forsvarlig grunnlag.
- (142) Førstvoterende viser i sitt votum til uttalelser i Ot.prp. nr.5 (1982–1983) side 30. Han konkluderer at det er de klare, i betydningen tydelige urimeligheter som kan sensureres med hjemmel i avtaleloven § 36, og at avtaleforholdets egenart vil stå sentralt ved vurderingen. Jeg er enig i dette utgangspunktet, men presiserer at det er særlig treffende når prøvingen etter § 36 er konsentrert omkring balansen i avtalen.
- (143) Det er på det rene at det har vært lovgivers forutsetning at avtaleloven § 36 også får anvendelse ved det som kan sies å være ufullkommenheter ved avtaleinngåelsen, partenes stilling og de særlige forpliktelser den ene part måtte ha overfor den annen. I Ot.prp. nr. 5 (1982–1983), side 33, understrekes det at det må tas hensyn til partenes stilling. Det vises i denne sammenheng til at det kan ha betydning hvem som har utferdiget kontrakten og om dette er en standardkontrakt.
- (144) Om relevansen av forholdene ved avtalens inngåelse heter det på samme side i proposisjonen:
- ”Mangler ved måten en avtale er inngått på, reguleres i første rekke av de alminnelige ugyldighetsgrunner i avtaleloven §§ 28-33. Men som nevnt av utvalget bl.a. s 50 og foran i avsnitt 3.2 underpunkt 1, bør det også ved rimelighetsvurderingen etter den generelle lempingsregel gis mulighet til å ta hensyn til omstendighetene ved avtalens tilkomst.”**
- (145) Som nevnt innledningsvis er det mitt syn at § 36-vurderingen ikke kan begrenses til hva man måtte anse som en ubalanse i partenes ytelse i avtalen og partenes ulike forutsetninger. Den uttalelse jeg har gjengitt fra proposisjonen, gir klar støtte for at også bankens posisjon som rådgiver og de mangler jeg har påpekt i salgsmaterialet, er forhold som vil være relevante ved den samlede vurdering.
- (146) At det i det informasjonsmaterielle Storebrand hadde utarbeidet, ikke på en tilfredsstillende måte er redegjort for den særlige risiko investeringen representerte, samtidig som det skapes en forventning om reelle muligheter for en meget høy avkastning, må klart trekkes inn ved vurderingen av om banken er berettiget til å fastholde avtalen. I Olav Fr. Perlands bok Tilretteleggeransvar, 2009, drøftes, i ulike sammenhenger, kravene til redegjørelse for risikofaktorene og bruken av prognoser i tilknytning til mulig erstatningsansvar ved tilrettelegging av aksjeemisjoner. Problemstillingen er en annen, men jeg finner hans vurderinger treffende også for betydningen av disse forholdene ved anvendelsen av avtaleloven § 36.
- (147) Perland understreker på side 282 ”at de relevante risikomomentene ikke kan gjemmes bort blant annen informasjon, eller druknes i en unødige lang og omfattende angivelse av mer og mindre relevante risikoforhold.” Han påpeker så på den påfølgende side i boken at det er viktig å informere om, ikke er generelle og alminnelige risikoforhold, som investor selv må antas å ha risikoen for, men de mer spesifikke risiki som aktualiseres i det aktuelle tilfellet.
- (148) Også bruken av prognoser diskuteres utførlig i Perlands bok. Han fremhever (side 287) at:

”Formidling av informasjon om fremtidsforventninger hvor grunnlaget og vurderingene holdes skjult, kan i seg selv tenkes å være uaktsomt. Slik informasjon er særlig egnet til å forlede investorer. Dette kan innebære en form for premissvilledning. Investorer med begrenset investeringserfaring er særlig sårbare for slik villedning.”

- (149) På side 290 påpeker Perland at fremstillingen av fremtidsforventninger må sees i sammenheng med angivelsene av risikofaktorer, og tilføyer:
- ”Angivelse av grunnløse positive fremtidsforventninger kan være egnet til å endre det samlede risikobilde som beskrives i informasjonsgrunnlaget, og således gi et misvisende totalinntrykk.”**
- (150) Det informasjonsmaterielle Storebrand presenterte for Halvor og Harald Lognvik kan tjene som et eksempel på dette.
- (151) Selv om det ikke er nødvendig å ta stilling til i hvilken utstrekning annen lovregulering eller ulovfestede regler måtte få anvendelse på salget av indeksobligasjonene, finner jeg grunn til å vise til profesjonsansvaret ved finansiell rådgivning og til noe av den lovregulering som, i erkjennelse av den ubalanse det vil være mellom finansielle institusjoner og den private investor, er gitt for å sikre investorenes interesser.
- (152) Det er uomtvistet at Storebrand opptrådte som rådgiver for Halvor Lognvik. Det er etter mitt syn ikke grunn til å vurdere forholdet til Harald Lognvik på en annen måte. Han kom med i investeringen etter at bankens representant hadde forhørt seg om det var andre familiemedlemmer som kunne tenke seg å delta, og deltok deretter i møter med rådgiveren.
- (153) Banken tok selv et initiativ overfor Halvor Lognvik, som hadde vært kunde i Storebrand i en årrekke, med sikte på å opptre som rådgiver for denne. Kontakt ble etablert med en av bankens finansrådgivere, og Lognvik innrettet seg i ulike sammenhenger etter de råd han fikk. Finansrådgiveren introduserte etter dette Allokering II. Selv om det nå er tale om et av bankens produkter, må det legges til grunn at bankens representant fortsatt agerte som rådgiver overfor Lognvik. Finansrådgiveren kan ikke uten at det gjøres helt uttrykkelig, tre ut av rådgiverrollen for i stedet å opptre som selger.
- (154) De ankende parter har ikke påberopt seg at rådgivningen isolert sett var erstatningsbetingende. Det er det da ikke grunn til å gå inn på. Det ville imidlertid gi en uakseptabel mangel på sammenheng i regelverket om det ikke ved § 36-vurderingen tas hensyn til at avtalen er et resultat av rådgivning fra den ene avtalepart til den andre, og at det er grunnlag for å reise kritikk mot rådgivningen.
- (155) Det er etablert et strengt profesjonsansvar for finansiell rådgivning, jf. Rt. 2000 side 679 (Investa) og Rt. 2003 side 400. I dommen fra 2003 er dette i avsnitt 38 uttrykt slik:
- ”Det generelle rettslige utgangspunktet - som partene så vidt jeg skjønner er enige om - er at det gjelder et strengt profesjonsansvar, men at det likevel er rom for en viss kritikkverdig atferd før det blir tale om erstatningsbetingende uaktsomhet, se blant annet Rt-1995-1350 og Rt-2000-679.”**
- (156) Jeg finner ellers grunn til særlig å fremheve to synspunkter fra Investa-dommen, sidene 9 og 10, som etter mitt syn har særlig relevans for saken her:

”Generelt antar jeg at når det inngås avtale om finansiell rådgivning mellom en bank og en bankkunde, må kunden som alminnelig regel kunne kreve høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning. Ut fra dette fremstår det for meg som lite tvilsomt at Nordby hadde en berettiget forventning om å motta oppdaterte og faglig baserte råd som grunnlag for Finanssenterets plasseringsanbefalinger.”

(157) Det uttales så:

”DnB har også påberopt seg at Nordby var erfaren med hensyn til verdipapirer, og måtte forstå at høyere rente innebar mindre sikkerhet. Jeg finner ikke på denne måten å kunne relativisere bankens plikter ved utføring av rådgivningstjenesten. Med mindre det er kommet til uttrykk ved avtaleinngåelsen eller senere at kunden på grunn av egne kunnskaper ikke kommer til å legge vesentlig vekt på bankens råd, er det mitt syn at kravet til bankens aktsomhet i prinsippet må gjelde uavhengig av den enkelte kundes kunnskapsnivå.”

(158) Storebrand burde etter mitt skjønn ikke ha anbefalt Allokering II til sine kunder, og det var mangelfull rådgivning ikke å fraråde lånefinansiering av en eventuell deltakelse. Som det fremgår av det jeg har sitert fra Investa-dommen, er det ikke tilstrekkelig for bortfall av tilretteleggers ansvar at kunden burde ha trukket den samme konklusjon basert på det skriftlige materiale. På tilsvarende måte kan det heller ikke ved § 36-vurderingen tjene som unnskyldning for den medkontrahent som også har opptrådt som rådgiver, at kunden selv burde ha forstått at investeringsmuligheten ble oversolgt.

(159) I finansavtaleloven § 47 var i 2006 inntatt den følgende bestemmelse:

”Dersom långiveren før låneavtale inngås med en forbruker eller lånet utbetales til denne, må anta at økonomisk evne eller andre forhold på låntakerens side tilsier at denne alvorlig bør overveie å avstå fra å ta opp lånet, skal långiveren skriftlig underrette låntakeren om dette. Gjør långiveren ikke det, kan låntakerens forpliktelser lempes for så vidt dette finnes rimelig.”

(160) Det er reist ulike innvendinger mot bestemmelsens relevans i saken, men jeg finner ikke grunn til å gå inn på holdbarheten av disse. Bestemmelsen understreker under enhver omstendighet at det å fraråde et lån kan være en nødvendig del av rådgivningen overfor kunden.

(161) Verdipapirhandeloven av 1997 hadde i § 9-2 en bestemmelse om god forretningsskikk. De deler av bestemmelsen som er av særlig interesse i vår sak, er de følgende avsnitt:

”Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet samt god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

[...]

- 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, ...”**

(162) Slik indeksobligasjonslånet er konstruert i denne saken, er det mitt syn at Storebrand i første rekke har prioritert egne interesser. Produktet er allerede i utgangspunktet en

kunstig konstruksjon, og det er dårlig tilpasset lånefinansiering. Kostnadsstrukturen gjør produktet attraktivt fra bankens ståsted, mens det for investorene innebærer betydelige tilleggskostnader i forhold til kjøp av den delen av pakken som kunne generere positiv avkastning.

- (163) Det kan synes nærliggende å konkludere at Storebrand har opptrådt i strid med god forretningsskikk, men det finner jeg ikke grunn til å ta stilling til. En slik konklusjon ville klart nok ikke være avgjørende for om avtaleloven § 36 får anvendelse, og de påpekte forhold er etter mitt syn under enhver omstendighet relevante for vurderingen av om vilkårene i bestemmelsen er oppfylt.
- (164) I 2008 var det aggregert så mye kunnskap om realiteten ved å investere i indeksobligasjoner, at Kredittilsynet fant det nødvendig å gi nye regler som i praksis har ført til at nye slike produkter ikke ble introdusert i markedet. De nye reglene får naturligvis ikke anvendelse i saken her, men Kredittilsynets vurderinger av produktet har likevel interesse. I denne sammenheng er det imidlertid tilstrekkelig å vise til at Kredittilsynet særskilt fremhevet at disse produktene var uegnet for lånefinansiering.
- (165) Avtaleloven § 33 er ikke lenger påberopt i saken, og jeg tilføyer at de berettigede innvendinger som kan gjøres i forhold til markedsføringen av produktene, ikke er av en slik art at det ville vært aktuelt å anvende bestemmelsen. Men hvordan bestemmelsen har vært anvendt overfor uriktige opplysninger, er med å understreke relevansen av innvendingene mot hvordan Storebrand har presentert Allokering II. Jeg viser i denne sammenheng til Arnholm, *Alminnelig Avtalerett*, 1949, side 310–311:
- ”Men selv om han hadde hatt all grunn til å tro at oppgaven var korrekt, synes det klart at han ikke kunne profitere på det forhold at han ved sine egne uriktige opplysninger hadde fått billigere kjøp enn det selgeren ellers ville gitt ham. Selv om han ikke på noen måte hadde opptrådt uredelig ved avtaleslutningen, ville det være mot redelighet om han gjorde avtalen gjeldende. ... Det må iallfall være hovedregelen at man ikke kan bygge rett på en avtale man selv har fremkalt ved uriktige opplysninger.”**
- (166) Disse synspunktene støtter klart opp om å vektlegge manglene ved informasjonsmateriellet ved § 36-vurderingen.
- (167) *Sammenfatning*
- (168) Det kombinerte produkt er etter mitt syn en kunstig konstruksjon hvis eneste rasjonale er å legge til rette for en markedsføringsstrategi som ikke har et reelt fundament.
- (169) Når indeksobligasjonene lånefinansieres aksentueres og forsterkes svakheten i konstruksjonen av instrumentet, og resultatet blir at investor betaler en betydelig overpris for opsjonene.
- (170) Salgsbrosjyren og prospektet gir hverken enkeltvis eller samlet en tilfredsstillende fremstilling av det produkt som selges. I viktige henseender er materialet mer villedende enn veiledende.
- (171) Jeg kan vanskelig se finansrådgiverens anbefaling av en lånefinansiert investering i Allokering II som en forsvarlig rådgivning. Det var en investeringsmulighet som burde ha vært frarådet.

- (172) Jeg er da etter en samlet vurdering kommet til at det vil være urimelig og i strid med god forretningsskikk å gjøre avtalen gjeldende.
- (173) Spørsmålet blir da på hvilken måte avtalen bør modifiseres for å etablere balanse i denne. Gitt at det er tungtveiende innvendinger knyttet til beslutningen om å investere, kan det synes nærliggende at partene stilles som om investeringen ikke hadde funnet sted. En slik løsning er etter mitt syn ikke helt tilfredsstillende.
- (174) Derivatene, som det så vidt jeg kan se, ikke er reist selvstendige innvendinger mot, har isolert sett gitt de ankende parter en reell mulighet for avkastning. Om denne investeringen heller ikke isolert sett hadde tilstrekkelig avkastning til å dekke finanskostnadene, ville det måtte vurderes nærmere om tapet på denne del av investeringen måtte bæres av de ankende parter selv.
- (175) Det var også de ankende parters valg at lånefinansieringen skulle ha flytende rente. Den merkostnad dette representerte, skulle ut fra et tilsvarende resonnement etter omstendighetene måtte bæres av de ankende parter for den del av lånet som er medgått til investeringen i Derivatene. Problemstillingen aktualiseres imidlertid ikke da inntjeningen fra Derivatene i denne saken etter det opplyste var tilstrekkelige til å dekke renteutgiftene til finansiering av denne del av investeringen.
- (176) For den del av lånene som ikke hadde noen selvstendig interesse for Halvor og Harald Lognvik, finansieringen av Obligasjonsdelen, er jeg kommet til at tegningsgebyret og kostnadene ved låneopptaket i sin helhet må refunderes dem. Det følger da at Storebrand også må dekke de merkostnader som fulgte av at de ankende parter valgte å gå ut av investeringen.
- (177) Da jeg etter rådslagningen er kjent med at mitt syn ikke får tilslutning, former jeg ingen konklusjon.
- (178) Dommer **Kallerud:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende, kst. dommer Arnesen.
- (179) Dommer **Falkanger:** Likeså.
- (180) Dommer **Stabel:** Likeså.
- (181) Etter stemmegivningen avsa Høyesterett denne

D O M :

1. Anken forkastes.
2. Sakskostnader tilkjennes ikke for noen instans.

Riktig utskrift bekreftes: