



# NORGES HØYESTERETT

Den 20. desember 2012 avsa Høyesterett dom i

**HR-2012-02382-A, (sak nr. 2012/419), sivil sak, anke over dom,**

Aronsen Holding AS

Eilis Eiendom AS

Else og Peter Vogts legat

Festus Invest AS

Frøyland Idrettslag

Holmsbu AS

Ilse Marie Simonsen Iversen

J P Strøm Shipping AS

Legan Forvaltning AS

Einar C. Nagell-Erichsen

Norrøna Barnehage AS

NTNU Samfunnsforskning AS

Gunnar Nystu

Octavian AS

Jørn Allan Pedersen

Per Sturle Sand

Snekvik Eiendom AS

Solholmen AS

Studentsamskipnaden i Tromsø

Matts Weng

Wico AS

(advokat Vidar Strømme)

(advokat Jannecke Tobiassen – til prøve)

mot

Fokus Bank, filial av Danske Bank A/S

(advokat Olav Fr. Perland – til prøve)

(advokat Kyrre Eggen)

## STEMMEGIVNING :

- (1) Dommer **Indreberg**: Saken gjelder krav om heving og erstatning etter kjøp av finansielle produkter.

- (2) Våren 2007 tilbød Fokus Bank, filial av Danske Bank A/S – i det følgende omtalt som Fokus Bank eller banken – sine mer velstående privatkunder å investere i et nytt produkt, "Senior Bank Loans Linked Note 1 2007-2010". I det følgende omtales dette som SBL-noten eller noten. Tegningsperioden var 3. mai til 7. juni 2007.
- (3) Utsteder av noten var finansinstitusjonen ING – Internationale Nederlanden Groep – men det var Fokus Bank som solgte notene til sine kunder, etter først å ha kjøpt noter for et tilsvarende beløp av ING. Til sammen ble det kjøpt 1198 noter, og den samlede innbetalingen var 599 millioner kroner. I det følgende omtales kjøperne også som kunder eller investorer.
- (4) Noten var innrettet slik at investor skjøt inn en egenandel på 500 000 kroner, og ING skjøt inn det tredobbelte av dette beløpet som et lån, dvs. 1,5 millioner kroner. Det samlede beløpet ble investert i fondet "ING Senior Bank Loans EUR II Sicav" – i det følgende omtalt som fondet eller SBL-fondet. Dette fondet besto i hovedsak av en portefølje av andeler av pantelån som var gitt av amerikanske banker til amerikanske virksomheter – syndikerte banklån eller SBL. Notens avkastning var derfor knyttet til fondets verdiutvikling.
- (5) Notens løpetid var tre år og tre måneder. Ved forfall skulle investor motta den totale investeringens verdi, fratrukket lånebeløpet og lånekostnadene. Med visse begrensninger og noen ekstra kostnader kunne noten innløses før forfall.
- (6) Tilførselen av tre lånedeler fra ING innebar at investeringen i noten var "gearet". Investors avkastning ville i utgangspunktet bli firedoblet – med fradrag for lånerente og andre omkostninger – og også et eventuelt tap ville i utgangspunktet bli firedoblet, fordi lånebeløpet uansett måtte dekkes fullt ut før det ble noen utbetaling til investor. Investor heftet imidlertid ikke personlig for lånebeløpet. For å sikre tilbakebetaling av lånet, var det fastsatt en rebalanseringsmekanisme og en termineringsadgang. Rebalanseringsmekanismen gikk ut på at dersom notens verdi sank slik at forholdet mellom egenkapital og lån ikke lenger var 1:3 men 1:3,4 eller lavere, kunne ING redusere låneandelen ved å selge fondsandeler slik at forholdet mellom egenkapital og lån igjen ble 1:3. Tilsvarende hadde ING plikt til å kjøpe fondsandeler og øke investors egenandel dersom verdien av noten økte.
- (7) Termineringsklausulen fastsatte at ING ville terminere noten dersom dens verdi sank til 20 prosent eller lavere av utstedelseskursen.
- (8) Notens utstedelseskurs var 100. Kursen ble bestemt daglig ut fra omsetningen av SBL-andeler i et annenhåndsmarked bestående av banker og institusjonelle investorer. ING utarbeidet hver måned en rapport som var tilgjengelig for investorene om utvikling i markedet av betydning for noten. Det ble blant annet opplyst om fondets og notens kurs. Fokus Bank forklarte i nyhetsbrev som kom med litt ulike mellomrom, hvilke begivenheter som førte til endringer i notens kurs mv.
- (9) Investeringene ble foretatt i juni 2007. Utover sommeren gikk kursen ned, og var i august/september på 94, før den gikk opp til 100 i oktober 2007. Utviklingen snudde imidlertid, og vinteren 2008, da det ble klart at investeringsbanken Bear Sterns i USA

hadde alvorlige økonomiske problemer, var kursen nede i 64–65. I denne perioden ble det foretatt en rebalansering. Bear Sterns ble reddet 17. mars 2008, og kursen steg etter dette slik at den lå på ca. 84 fra sommeren til september 2008. Da begjærte investeringsbanken Lehman Brothers oppbud, noe som utløste en ekstrem tillits- og likviditetskrise. Kursen på noten sank til ca. 60 den 2. oktober 2008, til ca. 20 den 21. oktober 2008, og videre nedover fram mot årsskiftet 2008/2009. Den 18. februar 2009 terminerte ING noten og investorene ble innløst til kurs 12,4 prosent. Fokus Bank hadde i sine nyhetsbrev rådet kundene til å sitte med noten til forfall.

- (10) Til sammen 81 saksøkere, som samlet hadde kjøpt 563 noter, tok fram mot sommeren 2009 ut stevning mot Fokus Bank. Senere kom ytterligere to saksøkere til, mens en saksøker trakk søksmålet. Sakene ble forent til felles behandling og avgjørelse. Samtlige saksøkere gjorde gjeldende at Fokus Bank hadde solgt noten som et lavrisikoprodukt, og at noten viste seg å ha andre egenskaper enn det saksøkerne hadde grunn til å forvente. Banken gjorde gjeldende at det var gitt tilfredsstillende informasjon om investeringsproduktet, og at det var den helt upåregnelige finanskrisen som hadde ledet til investorenes tap.
- (11) Oslo tingrett stanset 21. april 2010 saken for 53 av saksøkerne. Retten fant det nødvendig at samtlige parter forklarte seg i saken, og dette viste seg umulig innenfor rammen av hovedforhandlingen. Den 25. mai 2010 avsa Oslo tingrett, som var satt med to fagkyndige meddommere, dom i de 29 søksmålene som ikke var stanset. Dommen hadde for realitetsspørsmålet slik domsslutning:

- "1. **Danske Bank AS v/norsk filial Fokus Bank, dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale Frøyland idrettslag kr 900.900, - kronernihundretusenihundre0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.**
2. **Danske Bank AS, v/ norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Jan Kjell Gudmundson kr 450.450, - kronerfirehundreogfemtifirehundreogfemti0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.**
3. **Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Einar Hanakam kr 450.450, - kronerfirehundreogfemtifirehundreogfemti0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.**
4. **Danske Bank AS, v/ norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Lars Holden kr 450.450, - kronerfirehundreogfemtifirehundreogfemti0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.**
5. **Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Ilse Marie Simonsen Iversen kr 450.450. - kronerfirehundreogfemtifirehundreogfemti0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.**
6. **Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til J P Strøm Shipping AS kr 8.834.000 -**

kroneråttmillioneråtttehundreogtrettifiretusen0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.

7. Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Norrøna Barnehage AS kr 1.350.850, - kronererenmillionertrehundreogfemtifiretusenåtttehundreogfemti0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.
  8. Danske Bank AS, v/ norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til NTNU Samfunnsforskning AS kr 4.442.000, - kronerfiremillionerfirehundreogførtitotusen0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.
  9. Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Per Sturle Sand kr 900.900, - kronernihundretusennihundre0/00 med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.
  10. Danske Bank AS, v/ norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Solholmen AS kr 3.126.900, - kronertremillionerethundreogtjuusekstusenihundre0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.
  11. Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Studentsamskipnaden i Tromsø kr 4.442.000, - kronerfiremillionerfirehundreogførtitotusen0/00 - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.
  12. Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank, dømmes til innen 2 - to uker fra dommens forkynnelse å betale til Matts Weng et beløp inntil kr 450.450, - kronerfirehundreogfemtifirehundreogfemti - med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 fra 15. juni 2007, og til betaling skjer.
  13. Danske Bank AS, v/norsk filial Fokus Bank frifinnes i forhold til følgende saksøkere:  
Stein Annexstad, Armstrong SCI AS, Aronsen Holding AS, Einar Nagell-Erichsen, Legan Forvaltning AS, Stein Opsahl, Jørn Allan Pedersen, Else og Peter Vogts Legat, Riksmålsforbundets Fond, Bimi AS, Jon Rune Trondsen, Eilis Eiendom AS, Snekvik Eiendom AS, Festus AS, Wico AS, Holmsbu AS og Gunnar Nystø."
- (12) Tingretten mente bankens informasjon til kundene forut for investeringsbeslutningene var så mangelfull at det forelå brudd på kravet til god forretningsskikk og mangel i henhold til kjøpsloven. Tingretten la videre til grunn at dersom investorene hadde blitt kjent med det riktige bildet av forventet avkastning og risiki, ville ingen av dem valgt å investere i noten. Den mente imidlertid at de mest erfarne blant investorene burde reklamert på grunnlag av opplysninger som forelå i februar/mars 2008. Følgelig fikk bare tolv av saksøkerne medhold i sine krav. Disse tolv ble også tilkjent erstatning for sakskostnader. De som ikke fikk medhold, ble frifunnet for bankens krav om erstatning for sakskostnader.

- (13) De sytten saksøkerne som ikke fikk medhold, anket til lagmannsretten. Det samme gjorde Fokus Bank for så vidt gjaldt de tolv saksøkere som hadde fått medhold.
- (14) Borgarting lagmannsrett, som også var satt med to fagkyndige meddommere, avsa dom 9. januar 2012 med slik domsslutning:
- "1. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS, frifinnes.**
  - 2. Hver av partene bærer egne saksomkostninger både for tingretten og lagmannsretten."**
- (15) Dommen er avsagt under dissens. Lagmannsrettens flertall – alle unntatt den ene fagkyndige meddommeren – mente det ikke var grunnlag for å utsette noe vesentlig på det informasjonsmaterialet som forelå, og som investorene hadde hatt mulighet for å sette seg inn i dersom de ønsket det. Flertallet fant det også helt usannsynlig at noen av investorene ville avstått fra å kjøpe noten selv om banken hadde understreket markedsrisikoen ytterligere. En gjennomgåelse av omstendigheter knyttet til den enkelte investor ledet ikke til et annet resultat for noen av dem. Mindretallet i lagmannsretten – den ene fagkyndige meddommeren – mente det var grove feil og mangler i bankens informasjon, og at disse feilene med overveiende sannsynlighet var avgjørende for at kundene kjøpte noten. Han konkluderte derfor med at samtlige hadde krav på erstatning.
- (16) Det var også dissens om saksomkostningsavgjørelsen. To av fagdommerne fant at det forelå tungtveiende grunner til å fritta kundene fra å dekke bankens kostnader – og viste til sakens prinsipielle betydning, og at det var tale om en pilotsak. En fagdommer og en fagkyndig meddommer mente det ikke var grunnlag for å fravike hovedregelen om at den tapende part må dekke motpartens saksomkostnader, jf. tvisteloven § 20-2 første ledd. Det første synet ble avgjørende, hensett til at mindretallet mente investorene hadde krav på å få dekket sine kostnader av banken.
- (17) Tjueen av investorene har anket til Høyesterett. Ankene gjelder saksbehandlingen, rettsanvendelsen og bevisbedømmelsen. Ved Høyesteretts ankeutvalgs beslutning 8. mai 2012 ble ankene over saksbehandlingen nektet fremmet, mens ankene for øvrig ble tillatt fremmet. Det ble besluttet at ankeforhandlingen skulle skje i forlengelsen av forhandlingene i sak 2011/1938. Den sistnevnte saken er senere overført til behandling i storkammer, jf. domstolloven § 6 annet ledd, jf. § 5 fjerde ledd.
- (18) Saken står i samme faktiske stilling for Høyesterett som for lagmannsretten. For Høyesterett er imidlertid konkrete forhold knyttet til den enkelte investor ikke belyst nærmere. Det har i skranken for Høyesterett fra begge sider vært lagt til grunn at resultatet ville bli det samme for samtlige av de ankende parter.
- (19) De ankende parter – *Aronsen Holding AS, Eilis Eiendom AS, Else og Peter Vogts legat, Festus Invest AS, Frøyland Idrettslag, Holmsbu AS, Ilse Marie Simonsen Iversen, J P Strøm Shipping AS, Legan Forvaltning AS, Einar C. Nagell-Erichsen, Norrøna Barnehage AS, NTNU Samfunnsforskning AS, Gunnar Nystu, Octavian AS, Jørn Allan Pedersen, Per Sturle Sand, Snekvik Eiendom AS, Solholmen AS, Studentsamskipnaden i Tromsø, Matts Weng og Wico AS* – har i hovedsak anført:
- (20) Banken formidlet ikke til sine kunder den risikoen som materialiserte seg, og som hadde sammenheng med notens iboende egenskaper.

- (21) Den informasjonen bankens kunder fikk før de investerte i noten, gav dem ikke forståelse av at det var omsetningsverdien for SBL-andelen i annenhåndsmarkedet som var avgjørende for hva de ville sitte igjen med når noten ble innløst. De forsto dermed ikke at det var fare for tap – og at tapet kunne bli meget omfattende – dersom det skulle bli likviditetsmangel i annenhåndsmarkedet. Banken burde ha opplyst om dette uavhengig av om den anså en likviditetskrise som lite sannsynlig, fordi konsekvensen for investorene kunne bli så stor. Det som skjedde, var at denne risikoen ble maskert ved det sterke fokuset på risikoen for mislighold av de syndikerte banklånene – kredittrisikoen. Kundene fikk det inntrykk at det var fondsforvalternes evne til å sørge for at de syndikerte banklånene ble tilbakebetalt, som var avgjørende for hvilken avkastning investeringen ville gi såfremt de satt med noten i hele dens løpetid. Dersom det ikke inntraff konkurser og mislighold så de følgelig for seg at de ville få utbetalt det investerte beløp med tillegg av eventuell netto avkastning.
- (22) Til dette kommer at banken ikke brakte videre opplysninger fra fondsprospektet som angav at det var en høy likviditetsrisiko, og at faktaarket inneholdt en uriktig angivelse av sannsynlig avkastning. Denne feilen innebar at mulige store utslag ikke ble synliggjort.
- (23) Med riktig informasjon ville kundene ikke kjøpt notene. De har derfor krav på å stilles som om kjøpet ikke har funnet sted. Kravet kan forankres i flere alternative rettslige grunnlag:
- (24) Det anføres prinsipalt at forbrukerkjøpsloven gir kundene rett til heving og restitusjon. Riktignok er enkelte av kundene selskaper og dermed ikke direkte omfattet av loven, men det er tale om selskaper som er opprettet for å investere private formuer som er oppnådd ved arv, salg av gründervirksomhet og liknende, og som derfor bør behandles på samme måte som forbrukere. Banken har ikke oppfylt sin opplysningsplikt, og unnlatelsen må antas å ha virket inn på kjøpet. Det foreligger dermed en mangel etter forbrukerkjøpsloven § 16 første ledd bokstav b. Informasjonssvikten innebærer også at produktet ikke svarer til de opplysninger som er gitt, slik at det også er tale om en mangel etter § 16 første ledd bokstav c. Mangelen er ikke uvesentlig, og gir dermed grunnlag for heving og krav om restitusjon, jf. forbrukerkjøpsloven § 32, jf. § 49 og § 50. Kravet er ikke tapt som følge av for sen reklamasjon, jf. § 27. Bankens informasjon etter kjøpet endret ikke kundenes feiloppfatning av produktet. Etter termineringen ble det reklamert.
- (25) De kundene som eventuelt ikke omfattes av forbrukerkjøpsloven, vil langt på vei ha tilsvarende rettigheter etter kjøpsloven.
- (26) Kravene kan alternativt forankres i skadeserstatningsloven § 2-1, jf. profesjonsansvaret. Banken har ved sin rådgivning til kundene handlet i strid med god forretningsskikk ved å unnlate å gi kundene nødvendige opplysninger på en egnet måte, jf. verdipapirhandeloven 1997 § 9-2 første ledd nr. 5. Bankens profesjonsansvar er strengt, og informasjon om risiko er et helt grunnleggende krav i god-forretningsskikkstandard.
- (27) Kravet kan også forankres i avtaleloven §§ 36 og 33. Det vil være urimelig og i strid med god forretningsskikk å gjøre gjeldende en avtale som bygger på uriktige og ufullstendige opplysninger fra bankens side.
- (28) De ankende parter har nedlagt slik påstand:

- "1. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Aronsen Holding AS et beløp inntil kr 4 442 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 5 062 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 4 442 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
2. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Eilis Eiendom AS et beløp inntil kr 280 450, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 342 500 fra 22. februar 2008 til 20. februar 2009, og av kr 280 450 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer, og inntil kr 695 900, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 820 000 fra 8. august 2008 til 20. februar 2009, og av kr 695 900 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
3. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Else og Peter Vogts legat et beløp inntil kr 2 680 200, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 3 052 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 2 680 200 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
4. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Festus Invest AS et beløp inntil kr 4 442 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 5 062 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 4 442 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
5. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Frøyland idrettslag et beløp inntil kr 900 900, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 1 025 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 900 900 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
6. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Holmsbu AS et beløp inntil kr 1 786 800, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 2 035 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 1 786 800 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
7. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Ilse Maria Simonsen Iversen et beløp inntil kr 450 450, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 512 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 450 450 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
8. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale J P Strøm Shipping AS et beløp inntil kr 8 834 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 10 075 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 8 834 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
9. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Legan Forvaltning AS et beløp inntil kr 5 330 400, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 6 075 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 5 330 400 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
10. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Einar C. Nagell-Erichsen et beløp inntil kr 2 697 000, med tillegg av den til enhver tid

gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 3 052 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 2 697 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.

11. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Norrøna Barnehage AS et beløp inntil kr 1 411 746 med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 1 537 500 fra 15. juni 2007 til 13. november 2008, og av kr 1 411 746 fra 13. november 2008 og til betaling skjer.
12. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale NTNU Samfunnsforskning AS et beløp inntil kr 4 442 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 5 062 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 4 442 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
13. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Gunnar Nystu et beløp inntil kr 450 450, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 512 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 450 450 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
14. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Octavian AS et beløp inntil kr 3 573 600, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 4 070 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 3 573 600 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
15. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Jørn Allan Pedersen et beløp inntil kr 39 753 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 45 337 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 39 752 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
16. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Per Sturle Sand et beløp inntil kr 900 900, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 1 025 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 900 900 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
17. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Snekvik Eiendom AS et beløp inntil kr 8 834 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 10 075 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 8 834 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
18. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Solholmen AS et beløp inntil kr 3 126 900, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 3 561 250 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 3 126 900 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
19. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Studentsamskipnaden i Tromsø et beløp inntil kr 4 442 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 5 062 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 4 442 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
20. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Matts Weng et beløp inntil kr 450 450, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter



lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 512 500 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 450 450 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.

21. Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å betale Wico AS et beløp inntil kr 8 834 000, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om renter ved forsinket betaling § 3 beregnet av kr 10 075 000 fra 15. juni 2007 til 20. februar 2009, og av kr 8 834 000 fra 20. februar 2009 og til betaling skjer.
22. *Subsidiært: Lagmannsrettens dom oppheves.*
23. *I alle tilfelle: Fokus Bank, filial av Danske Bank AS dømmes til å erstatte ovennevnte deres saksomkostninger for tingrett, lagmannsrett og Høyesterett, med tillegg av den til enhver tid gjeldende rente etter lov om forsinket betaling § 3 fra 14 dager etter dommens forkynnelse og til betaling skjer."*

- (29) Ankemotparten – Fokus Bank, filial av Danske Bank A/S – har i hovedsak anført:
- (30) Fokus Bank gav ikke mangelfulle opplysninger om noten våren 2007. Det ble informert om de risiki som på investeringstidspunktet ble ansett som påregnelige, og det ble tydelig informert om at hele investeringen kunne gå tapt i en ekstrem situasjon. Finanskrisen var en ekstrem og ekstraordinær situasjon. Bankene var tvunget til å selge ut sine andeler i syndikerte banklån til langt under deres underliggende verdi, med den følge at notens verdi sank raskt og dypt. Dette var umulig å forutse for banken. Under mindre ekstreme forhold ville noten tåle forbigående nedgang i markedet.
- (31) Under mindre ekstreme forhold ville også det bestemmende for notens verdi være i hvilken grad de syndikerte banklånene fondet hadde andeler i, gav løpende avkastning i form av renter og ble tilbakebetalt. Det var derfor riktig å fokusere særlig på konkurs- og misligholdsrisikoen i informasjonsmaterialet.
- (32) Investorene kan ikke ha oversett at notens verdi var knyttet til verdiutviklingen i et fond, og at det forelå et marked for låneandelene som inngikk i fondet. De må dermed ha forstått at noten var utsatt for en markedsrisiko.
- (33) Det er riktig at faktaarket inneholder en feil vedrørende beregning av sannsynlig avkastning. Denne feilen er så marginal at den ikke kan få betydning. Det ekstreme utfallet i saken ligger uansett utenfor ethvert konfidensintervall. Det er heller ingen av de ankende parter som har forklart at de vektla denne opplysningen.
- (34) Det er ikke riktig at banken har forsømt seg ved å unnlate å viderebringe opplysninger om risikofaktorer som fremgikk av prospektet for fondet. Likviditetsrisikoen som angis som høy i dette prospektet, knytter seg til enkeltinvesteringer i porteføljen, og er ikke en angivelse av risiko på aggregert nivå for hele låneporteføljen. Den sentrale risikoangivelsen i dette dokumentet er den aggregerte risikoangivelsen for fondet under ett, og denne er angitt som lav.
- (35) Det følger av dette at det ikke er grunnlag for heving etter forbrukerkjøps- eller kjøpsloven, at det ikke foreligger et erstatningskrav som følge av profesjonsansvaret, og at det heller ikke er urimelig eller i strid med god forretningsskikk å gjøre avtalen gjeldende, jf. avtaleloven § 36. Det er i hovedsak de samme grunnvilkår som må være oppfylt uansett hvilket av disse rettsgrunnlag som anføres. Det må foreligge kvalifiserte

informasjonsmangler og det må være årsakssammenheng mellom informasjonsmanglene og investeringsbeslutningen. Ingen av disse kravene er oppfylt.

- (36) Selv om kravene for å pålegge banken ansvar i utgangspunktet skulle anses oppfylt, er banken likevel ikke erstatningspliktig fordi investorene har reklamert for sent og misligholdt sin tapsbegrensningsplikt. Reklamasjonsplikten skjerpes der produktets verdi endres raskt. Reklamasjonsfristen begynte senest å løpe 21. november 2007. Foranlediget av Terra-saken gav banken da ut et nyhetsbrev hvor den beskrev både betydningen av likviditetsmangelen i det amerikanske banksystemet for verdien av de syndikerte banklånene, rebalanseringsmekanismen og termineringsklausulen. Om ikke før, må kundene da ha forstått hvordan produktet fungerte.
- (37) Ankemotparten har nedlagt slik påstand:
1. Anken forkastes.
  2. Fokus Bank, filial av Danske Bank A/S tilkjennes sakens omkostninger for alle retter, med tillegg av lovens rente fra forfall til betaling skjer."
- (38) *Jeg er kommet til samme resultat som lagmannsretten.*
- (39) Spørsmålet er om Fokus Bank er ansvarlig for de tap kundene i saken led ved å investere i noten. Partene er enige om at tapet består i differansen mellom investert beløp og utbetalt beløp etter termineringen av noten, med tillegg av renter.
- (40) Et helt sentralt spørsmål i saken har vært om banken i tilstrekkelig grad har informert om muligheten for at notene kunne bli terminert på grunn av verdifall i markedet.
- (41) Lagmannsretten har beskrevet opptakten til og selve termineringen slik:

**"Det som skjedde etter årsskiftet 2007/2008 var at uroen i de finansielle markedene tiltok, først og fremst skapt av subprimelånkrisen i USA som smittet over og fikk negativ effekt for verdien av andre typer verdipapirer. For en del skyldtes verdinedgangen i fondets portefølje av låneandeler, at markedet vurderte kredittverdigheten til de aktuelle låntakerne (bedrifter) lavere enn det kredittspredan tilsa; markedet mente at faren for mislighold var større. Hovedårsaken til de kraftige fall utover i 2008, og den eneste årsak bak at SBL-notene ble tvangssolgt, var at bankene og andre med større beholdninger av Senior Bank Loans, ble tvunget til å selge ut «gode» verdipapirer. Etter hvert som likviditeten i bankene og markedet for øvrig «tørket inn», ble det stadig færre og færre kjøpere til de ellers solide SBL-lån i fondets portefølje, hvoretter markedet til slutt stoppet helt opp som følge av konkursen i investeringsbanken Lehman Brothers i USA.**

**Regjeringer og sentralbanker over hele verden måtte til for å redde et stort antall banker. DnB i Norge ville ha gått konkurs hvis ikke regjeringen hadde handlet slik den gjorde. Tilsvarende ble ING Bank reddet av nederlandske myndigheter.**

**For å beskytte de penger som ING Bank hadde lånt ut, og som investorene ikke hadde ansvar for å betale tilbake, var det avtalefestet, først gjennom Indicative Terms og gjentatt i Final Terms, at banken kunne tvangsselge SBL-andelene dersom verdien kom under 20%. På grunn av at ING Bank til slutt valgte å gjøre bruk av denne avtaleklausul, ble andelene solgt til en kurs av 12,4. Investorene fikk ikke nytte godt av fondets senere verdioppgang og tapte 87,6 % av det beløp de hadde investert."**

- (42) Kundene gjør gjeldende at bankens informasjon var mangelfull og villedende. Banken formidlet ikke risikoen for at noten kunne bli "frakoplet" fondet ved stort fall i markedsverdi. Denne risikoen ble etter deres syn ikke presentert uttrykkelig, og den generelle informasjonen om produktet gav heller ikke kunden mulighet til å resonnerer seg fram til at det forelå en slik risiko.
- (43) Det er anført tre forskjellige ansvarsgrunnlag. Jeg skal kort fremstille vurderingstemaene under de ulike grunnlagene.
- (44) Etter forbrukerkjøpsloven er det et vilkår for å kreve heving og erstatning at det foreligger en ikke uvesentlig mangel, jf. §§ 32 og 33. Etter § 16 første ledd har tingen en mangel blant annet der

**"b) selgeren ved kjøpet har forsømt å opplyse om forhold ved tingen eller dens bruk som han eller hun burde kjenne til, og som forbrukeren hadde grunn til å regne med å få, dersom unnlatsen kan antas å ha virket inn på kjøpet,**

**c) den ikke svarer til opplysninger som selgeren i sin markedsføring eller ellers har gitt om tingen eller dens bruk, dersom selgeren ikke viser at opplysningene før kjøpet er rettet på en tydelig måte, eller at de ikke kan ha innvirket på kjøpet."**

- (45) Seks av de ankende parter er fysiske personer, og omfattes av disse bestemmelsene, jf. forbrukerkjøpsloven § 1 tredje ledd. De øvrige ankende parter er juridiske personer, og faller utenfor forbrukerkjøpsloven. Det gjelder selv om det er tale om selskaper som er stiftet for å ivareta formuene til forbrukere. De juridiske personene omfattes imidlertid av kjøpsloven. Etter denne er det en mangel om tingen ikke svarer til opplysninger som selgeren har gitt, dersom det kan antas å ha virket inn på kjøpet jf. § 18 første ledd. Forsømmelse av å gi opplysninger er bare omtalt i § 19 om ting solgt "som den er" – hvor det likevel er en mangel om "selgeren har forsømt å gi opplysning om vesentlig forhold ved tingen eller dens bruk som han måtte kjenne til og som kjøperen hadde grunn til å rekne med å få, såfram unnlatsen kan antas å ha innvirket på kjøpet". Bestemmelsen må gjelde tilsvarende ved salg som det her er tale om. I kjøpsloven er vilkåret for å heve at mangelen medfører vesentlig kontraktsbrudd, jf. § 39 første ledd.
- (46) Etter avtaleloven § 36 er vurderingstemaet om det vil være urimelig eller i strid med god forretningsskikk å gjøre avtalen gjeldende. I Rt. 2012 side 355, hvor det ble anført at det var i strid med avtaleloven § 36 å gjøre gjeldende en avtale om å investere i et lånefinansiert strukturert spareprodukt, tok Høyesterett i avsnitt 68 som rettslig utgangspunkt at en investors risiko for egne investeringsbeslutninger forlattes der det er kvalifiserte mangler ved den informasjon tilbyder har gitt investor, og investor har basert sin investeringsbeslutning på denne.
- (47) Arbeidsgiveransvar etter skadeserstatningsloven § 2-1 forutsetter at bankens ansatte uaktsomt har unnlatt å gi kundene informasjon de burde ha fått, eller gitt dem et misvisende inntrykk av produktet. Det må også foreligge årsakssammenheng mellom bankens eventuelle mangelfulle eller misvisende informasjon og tapet.
- (48) Selv om rettsgrunnlagene er forskjellige, er det grunnleggende spørsmålet altså det samme – nemlig om kundenes tap kan føres tilbake til mangelfull eller villedende informasjon fra bankens side. Jeg anser verdipapirhandelens bestemmelser om finansforetaks plikter overfor sine kunder som et hensiktsmessig utgangspunkt for

bedømmelsen av hvilke krav man kan stille til banken. Det gjelder selv om overtredelse av verdipapirhandelloven – som er en offentligrettslig lov – ikke automatisk gir avtaleparten et krav mot banken.

- (49) På avtaletidspunktet gjaldt verdipapirhandelloven fra 1997. Den någjeldende loven, som på det aktuelle området avløste 1997-loven 1. november 2007, ble vedtatt for å gjennomføre EØS-regler, herunder direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter. Departementet uttalte i lovproposisjonen at den nye loven inneholdt mer detaljerte og omfattende regler om foretakets plikter overfor kunden enn 1997-loven, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) side 104–105. Det kan derfor ikke uten videre legges til grunn at de mer spesifikke pliktene i 2007-loven også var omfattet av det generelle kravet om å utøve virksomheten i samsvar med god forretningsskikk i 1997-loven. Kjernen i kravet til god forretningsskikk er imidlertid den samme i begge lover.
- (50) Verdipapirhandelloven 1997 § 9-2 første og annet ledd lød:

*"§ 9-2. God forretningsskikk*

**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:**

1. **opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet,**
2. **utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,**
3. **har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte,**
4. **sørger for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investerings erfaring,**
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.**

**Ved utførelse av ordre skal anvendelsen av første ledd nr. 1 til 6 vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet. Som investor regnes den som er opphavsmann til ordren."**

- (51) Som det fremgår, angir ikke oppregningen punkt 1 til 6 uttømmende hva som inngår i kravet til god forretningsskikk. For vårt formål er likevel punkt 5 jf. punkt 4 og annet ledd det sentrale. Banken pliktet å gi de nødvendige opplysninger om det finansielle produktet, blant annet i lys av kundens investerings erfaring.
- (52) Blant de nødvendige opplysninger må opplysninger om den risiko som er forbundet med en investering, inngå, jf. Rt. 2000 side 679 på side 688. Jeg viser også til Bechmann mfl.: Verdipapirhandelloven, Kommentarutgave, fra 2002 hvor det på side 686 blant annet heter:

**"'Nødvendige opplysninger' er i utgangspunktet ikke et strengt krav, og bransjepraksis er nok at det ikke gis omfattende informasjon. Det ligger likevel et klart innhold i opplysningsplikten, bl.a. i forhold til mer spekulative investeringer og investeringer i ikke børsnoterte finansielle instrumenter; her må foretaket forvise seg om at kunden er kjent med den risiko som foreligger."**

- (53) Forhandlingene i Høyesterett har vært konsentrert om bankens skriftlige informasjonsmateriale. Det dreier seg om en interessevekker på én side, en Powerpointpresentasjon på 47 sider inkludert vedlegg, et faktaark på fire sider og "Indicative Term Sheet" på seks sider. For mange var det første møtet med produktet interessevekkeren. Powerpointpresentasjonen ble brukt i møter med kundene, som fikk tilbud om å ta med seg et kopisett. Om ikke før, fikk alle kunder som bekreftet kjøp, overlevert eller tilsendt faktaarket og Indicative Term Sheet. Det er ikke gjort gjeldende for Høyesterett at ikke alle kundene hadde tilgang til materialet.
- (54) Det fremgår uttrykkelig av dette materialet at hele investeringen kan gå tapt i en ekstrem situasjon. At finanskrisen var en slik ekstrem situasjon er i og for seg ikke bestridt. Det er imidlertid riktig, som kundene har påpekt, at det ingen steder uttrykkelig fremheves at et sterkt og raskt fall i annenhåndsmarkedet for SBL-andeler, kan medføre at investeringen går tapt.
- (55) Banken har gjort gjeldende at noten var robust mot svingninger i markedet, men at finanskrisen og det påfølgende raske og store verdifallet på SBL-andeler var ekstremt og helt upåregnelig. Banken kunne derfor ikke forventes å omtale risikoen for noten av en slik mulig utvikling. Kundene på sin side har gjort gjeldende at en adekvat informasjon om risiko må omfatte informasjon også om følgene av en upåregnelig utvikling, dersom følgen er dramatisk.
- (56) Etter mitt syn vil det være et for strengt krav. Det er uomtvistet at banken ikke kunne forventes å forutse finanskrisen da den solgte notene til kundene i juni 2007, og finanskrisen var en så ekstrem og ekstraordinær hendelse at banken ikke kan bebreides for ikke uttrykkelig å ha omtalt konsekvensene for noten av en slik hendelse. Forutsetningen må imidlertid være at det gikk klart fram at hele investeringen kunne gå tapt – slik det gjorde – og at informasjonsmaterialet samlet sett gav et bilde av noten som ville sette investorene i stand til selv å forstå at en likviditetskrise i markedet innebar risiko for et slikt utfall.
- (57) Et spørsmål ved vurderingen av dette er hvilken forventning man med rimelighet kan ha til kundenes innsikt og undersøkelser.
- (58) Når det gjelder kundenes innsikt, viser jeg til den nevnte kommentarutgaven til verdipapirhandelloven side 690–691, hvor det heter at "[v]erdipapirforetaket må kunne legge til grunn at enkelte temmelig grunnleggende forhold er kjent for kunden, og at opplysninger om slike forhold ikke utgjør 'nødvendige opplysninger'". Dette mener jeg må være et riktig utgangspunkt. Men det må selvsagt gjøres unntak der verdipapirforetaket bør forstå at kunden mangler kjennskap til slike grunnleggende forhold. I denne saken er det som nevnt ikke gjort til tema for Høyesterett hvilken forhåndskunnskap den enkelte investor hadde. Jeg går derfor ikke inn på en individuell vurdering.
- (59) Når det gjelder undersøkelser, forutsetter jeg – på samme måte som tingretten og lagmannsretten – at kunder som skal investere en halv million kroner eller mer i et nytt produkt, leser grundig den informasjonen de får seg forelagt.

- (60) Jeg legger altså til grunn at kundene var kjent med grunnleggende forhold knyttet til investeringer. De må dermed forutsettes å være kjent med at man kan tape på en investering hvis verdien påvirkes av utviklingen i et marked, at tapet kan bli stort ved en finanskriser, og at risikoen blir ekstra stor dersom investeringen er delvis lånefinansiert og långiver har rett til å kreve eller beslutte realisasjon når verdien av produktet er på det laveste. Termineringen var nettopp en slik beslutning fra långiver, ING. Det springende punkt er derfor om kundene ble satt i stand til å forstå at verdien av noten var påvirket av utviklingen i markedet for SBL-andeler og var gjort kjent med ING's termineringsadgang.
- (61) Innholdet i informasjonsmaterialet er i sin helhet gjengitt i lagmannsrettens dom. Her vil jeg trekke fram de deler av informasjonen som er særlig relevant for spørsmålet om hva som påvirket notens verdi og termineringsadgangen.
- (62) Interessevekkeren åpner med å forklare amerikanske bankers praksis med å dele opp store banklån i andeler, og la andre finansielle aktører kjøpe slike andeler av lånet – syndikerte banklån eller Senior Bank Loans – SBL. Det opplyses at Fokus Banks samarbeidspartner ING-bank investerer i SBL-markedet, og at de har et dedikert forvaltningsteam som kan vise til meget gode forvaltningsresultater. Videre opplyses at det er tale om lån med høy prioritet som normalt er pantesikret, utstedt primært til amerikanske industriforetak med middels kredittrating, som er gjenstand for grundig kredittvurdering. Alt dette – sies det – reduserer risikoen i produktet.
- (63) Deretter omtales SBL-noten som et produkt hvor investert beløp multipliseres med fire før det investeres i porteføljen. Det påpekes at dette øker risikoen, men at det gir en meget god risikojustert avkastning. Det opplyses at avkastningsmål er 10–12 prosent, og at risiko – uttrykk for svingningene i produktets historiske verdi – er 10 prosent. Det er videre inntatt en graf som sammenligner med risiko og avkastning for norske og amerikanske aksjer, risikofri rente og High Yield obligasjoner. Med liten skrift nederst opplyses det at det er tale om en forenklet beskrivelse, og det vises til "Termsheet og Prospekt" for en fullstendig beskrivelse. Det fremheves at investeringen i noten vil innebære en risiko knyttet til fremtidig avkastning i det underliggende fondet, og at risikoen økes fordi det investerte beløp multipliseres med fire før det investeres i porteføljen. Videre opplyses at avkastningen i produktet er avhengig av utviklingen i kredittmarginene og misligholdsraten i det aktuelle lånesegmentet. Det understrekes at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning, og at investor anbefales å sette seg inn i Prospektet før investering foretas.
- (64) Som det fremgår, er dette ikke ment å være en fullstendig presentasjon av produktet. Det fokuseres på at mislighold ikke representerer noen stor risiko på grunn av pantesikkerhet og god forvaltning, men opplyses også om at det finnes et marked for SBL-andeler. Og det fremgår at fondet består av en låneportefølje som forvaltes av et dedikert forvaltningsteam. I allfall for lesere med en viss innsikt, vil det være nok til å forstå at fondsforvalterne ikke bare kjøper men også selger andeler i markedet.
- (65) Investorene fikk for øvrig en klar oppfordring om å sette seg bedre inn i produktet i denne interessevekkeren.
- (66) I Power-pointpresentasjonen omtales noten som en attraktiv investering i rentemarkedet. Det påpekes at avkastningen er knyttet til fondet, og at fondet har daglige NAV-kurser. Det påpekes videre at de syndikerte banklånene ikke er børsnoterte, men at et stort

marked i USA sikrer et likvid første- og annenhåndsmarked. Og det anbefales at noten utgjør inntil 10 prosent av en portefølje med middels lang investeringshorisont og middels til høy risikovillighet.

- (67) Det inngår flere siders vedlegg til presentasjonen, hvorav ett har overskriften "Risiko knyttet til investeringen". Her påpekes det blant annet at obligasjonen (altså noten) vil være underlagt "de samme markedsrisiko som det underliggende fondet", og at belåningen av obligasjonen fører til en høyere risiko enn fondet. Det påpekes også at generell utvidelse av kredittpremiene i Senior Loans markedet kan medføre at obligasjonen faller i verdi. Og det opplyses at avkastningsmål er angitt "med bakgrunn i dagens prising i dette markedet".
- (68) Dette er informasjon som klart peker mot at notens verdi er påvirket av utviklingen i markedet for SBL-andeler.
- (69) På side 35 i presentasjonen heter det imidlertid at "[r]isikoen forbundet med investeringen i SBLmarkedet er, som i obligasjonsmarkedet, risikoen for at selskapet ikke kan betjene lånene sine – dvs. konkursrisiko". Videre heter det at "størrelsen på kredittpremien/spreaden gjenspeiler denne risikoen". Dette vil normalt være korrekt, men er en forenklet beskrivelse som isolert sett kan lede til den misforståelsen at notens verdi er uavhengig av likviditetsrisiko. Informasjonen i presentasjonen må imidlertid sees under ett, og jeg kan da ikke se at den kan etterlate et inntrykk av at notens verdi er uavhengig av utviklingen i markedet for SBL-andeler, hvor også andre risikofaktorer enn konkursrisiko kan spille inn.
- (70) I Power-pointpresentasjonen er termineringsadgangen omtalt på en egen side. Det heter her, korrekt, at noten vil bli terminert av utsteder blant annet hvis netto andelsverdi er lavere enn 20 prosent av innskutt beløp.
- (71) Faktaarket inneholder en feil i angivelsen av forventet avkastning. Det kommer jeg tilbake til. Ellers inneholder faktaarket mye av den samme informasjon som fremgår av interessevekkeren og Power-pointpresentasjonen. Først omtales noten, med særlig vekt på å forklare hva det innebærer at det underliggende fondet består av andeler av Senior Bank Loans. Deretter, under overskriften "Avkastning og risiko", opplyses at avkastningen er knyttet opp mot fondet, og gearingen forklares. Det forklares også at produktet kan bli gjenstand for rebalanseringshendelser hvis belåningsgraden på grunn av verdiendringer bryter bestemte barrierer. Det opplyses hvordan valutaeksponeringen sikres, og gjentas at produktet ikke er hovedstolsikret, og at hele det investerte beløpet kan gå tapt i en ekstremssituasjon.
- (72) Det opplyses altså klart at notens verdi er knyttet opp mot fondet. Det er imidlertid ikke så mye her som peker mot at fondets verdi avhenger av utviklingen i annenhåndsmarkedet for SBL-andeler. For de fleste aktører vil nok det være klart, men forstår man det ikke, vil neppe faktaarket lede til en slik forståelse. Heller ikke termineringsadgangen omtales her. Men det fremheves at alle som tegner seg, også må sette seg godt inn i Term Sheet og Prospekt.
- (73) Forut for tegningstidspunktet forelå bare "Indicative Term Sheet" – endelig Term Sheet kom senere. Indicative Term Sheet er utarbeidet av ING, og finnes bare på engelsk. Det inneholder foruten en innledning med ansvarsfraskrivelser og en ramme som forklarer

noten, definisjoner av uttrykk brukt i rammen eller i definisjonene. Språket er teknisk. I innledningen gjøres det klart at dette er et foreløpig dokument utarbeidet utelukkende for informasjonsformål, og at det ikke informerer om mulige risiki. Interesserte oppfordres også til å søke råd hos uavhengige rådgivere i den grad de anser det nødvendig.

- (74) Indicative Term Sheet gir en grundig beskrivelse av notens grunnleggende egenskaper, herunder om rebalanseringsmekanismen og termineringsadgangen. Men til tross for at mye dreier seg om notens verdi, gis det ikke her noen opplysning om hvordan verdien fastsettes. For å få en uttrykkelig angivelse av dette, må man til fondsprospektet fra januar 2007. Her fremkommer det under punkt 9: "Net Asset Value Determination" at lån verdsettes til markedspris.
- (75) Selv om informasjonsmaterialet – sett i ettertid – med fordel kunne vært tydeligere, er jeg kommet til at det – vurdert under ett – gir tilstrekkelig informasjon til at kundene kunne forstå at notens verdi ble påvirket av utviklingen i et marked, og at det var en risiko for at noten blir terminert ved stort fall i denne verdien.
- (76) Jeg tilføyer at verdipapirhandelloven § 9-2 om informasjonsplikt gjelder opplysninger som er egnet til å virke inn på kundens investeringsbeslutning, se nærmere Bechmann mfl., Verdipapirhandelloven side 690. Dette vil også være et minimumskrav for et eventuelt ansvar, uavhengig av ansvarsgrunnlag. I så henseende har det betydning at det ikke bare var banken som anså finanskrisen og dens virkning for markedet for SBL-andeler som noe nær utenkelig. Dette må ha vært en alminnelig oppfatning både hos myndighetene, blant annet i USA, og i finansnæringen generelt. Selv om banken hadde orientert mer uttrykkelig om at investeringen kunne gå tapt dersom det skulle inntreffe en likviditetskrise i annenhåndsmarkedet for syndikerte banklån som medførte at notens verdi meget raskt falt til 20 prosent av utstedelseskursen, har jeg derfor vanskelig for å se at det ville være informasjon som var egnet til å avholde potensielle investorer fra å kjøpe noten. Iallfall gjelder det dersom banken også hadde oppgitt hvor lite sannsynlig den anså en slik utvikling. Heller ikke finner jeg grunn til å anta at en sterkere fremheving av at det var markedsverdien av SBL-andelene som bestemte verdien av noten, ville være egnet til å påvirket viljen til å investere. Informasjonen om risiko sammenlignet med f.eks. aksjeinvesteringer og bankinnskudd ville vært den samme.
- (77) Jeg går da over til to helt konkrete ankepunkter kundene har fremholdt mot informasjonsmaterialet.
- (78) For det første har kundene fremhevet – og banken har ikke bestridt – at faktaarket inneholder en feil når det gjelder angivelse av sannsynlig avkastning på grunnlag av historisk avkastning. De aktuelle avsnittene lyder:

**"Historisk avkastning**

**Det underliggende fondet, ING Senior Bank Loans EUR ble etablert i oktober 2005, og det foreligger derfor ikke data som er tilstrekkelige til å oppfylle Kreditilsynets krav om 5 års historikk.**

**Samme forvalter, ING Investment Management har siden 2001 drevet et tilsvarende fond (ING Senior Debt Composite) i USA, med basisvaluta USD. Avkastningstallene nedenfor er basert på avkastningen i ING Senior Debt Composite.**



ING Senior Debt Composite har i perioden 2001-2007 gitt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 6,7 %. En simulert portefølje med initiell gjeldsgrad på 75 % har, basert på avkastningen i ING Senior Debt Composite, gitt en avkastning som tilsvarer 15,53 % pr. år.

#### Sannsynlighetsberegning

Basert på avkastningstallene for den simulerte porteføljen med initiell gjeldsgrad på 75 % i perioden 2001-2007, kan det med bruk av anerkjent statistisk metode beregnes at den gearede porteføljens avkastning med 95 % sannsynlighet vil ligge mellom 6,23 % og 24,83 % pr. år.

#### Avkastningsmål

Produktets avkastningsmål er lavere enn den historiske avkastningen. Fondets avkastningsmål er Euribor + 1,75, og dette gir et avkastningsmål i produktet på 10,5 % pr. år. Beregningen forutsetter Euribor og Nibor rente på 5 %. Under samme forutsetning vil produktet gi gevinst så lenge avkastningen i fondet er høyere enn 3,95%; dvs Euribor – 1,05."

- (79) Feilen består i at det, ut fra de forutsetningene som er lagt til grunn, opplyses å være 95 prosent sannsynlighet for en avkastning på mellom 6,23 og 24,83 prosent per år. Det korrekte er at det er 67 prosent sannsynlighet for avkastning i dette intervallet. Tar man utgangspunkt i fondets historiske standardavvik, blir avkastningen med 95 prosent sannsynlighet fra 3,03 til 27,78 prosent. Feilen stammer fra informasjon banken innhentet fra ING.
- (80) En slik feil er meget uheldig. Men jeg kan ikke se at feilen har betydning for om bankens informasjon satte kundene i stand til å forstå at verdien av noten kunne gå tapt ved fall i markedet for SBL-andeler. Selv om tallene hadde vært korrekte ut fra forutsetningene, ville ikke det endret kundens forståelse av hvilke risikofaktorer som påvirket notens verdi. De ville heller ikke gi varsel om det store verdifallet som fant sted. Jeg nevner for øvrig at de tallene som ellers er oppgitt i de siterte avsnittene, ikke er påvirket av denne feilen.
- (81) Kundene har også gjort gjeldende at banken forsømte seg ved ikke å gjengi at likviditetsrisiko i en tabell i ING's fondsprospekt fra januar 2007, angis som høy. Tabellen gjelder fondets risikoprofil, der ulike risikofaktorer er definert og gitt verdien lav, middels eller høy. Markedsrisiko, valutarisiko, konsentrasjonsrisiko, fleksibilitetsrisiko, ytelsesrisiko og inflasjonsrisiko er angitt som middels, mens likviditetsrisiko og kredittrisiko er angitt som høy.
- (82) Likviditetsrisiko er definert som "Risk that an asset cannot be sold in time and at a reasonable price". Markedsrisiko er definert som "Risk of decline of an entire class of assets that can affect the price and value of portfolio assets". For meg ser det ut til at det er markedsrisikoen som eventuelt burde vært formidlet, mens det er mindre interessant at det er høy risiko for at "an asset" – i praksis en SBL-andel – ikke blir solgt i tide til en rimelig pris. Og markedsrisikoen ble altså ikke ansett som høy. Jeg kan derfor ikke være enig i at banken har forsømt seg på dette punktet.
- (83) Ankene må etter dette forkastes.
- (84) Selv om Fokus Bank har vunnet saken, mener jeg tungtveiende grunner gjør det rimelig å frita investorene for å betale bankens omkostninger for alle instanser, jf. tvisteloven § 20-

2 tredje ledd. Saken reiser prinsipielle problemstillinger, og det beror på en skjønnsmessig vurdering hvor strenge krav som her må stilles til bankens informasjon.

(85) Jeg stemmer for denne

D O M :

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

(86) Dommer **Falkanger:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende.

(87) Dommer **Bårdsen:** Likeså.

(88) Dommer **Stabel:** Likeså.

(89) Dommer **Tjomsland:** Likeså.

(90) Etter stemmegivningen avsa Høyesterett denne

D O M :

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

Riktig utskrift bekreftes: