

2009-001 Lånefinansierte aksjeindeksobligasjoner – forventet negativ avkastning?

Klager investerte i oktober 2000 kr 500.000,- i to aksjeindeksobligasjoner utstedt av banken med løpetid fra 2000 – 2006. Investeringene, samt etableringsomkostninger, ble finansiert med et fastrentelån i banken på kr 520.500,- med en nominell rente på 7,95 % p.a. Klager hevdet at banken ikke opplyste om, og heller ikke ga ham mulighet til å forstå på tegningstidspunktet, at forventet avkastning var negativ. Bankklagenemnda oppnevnte professor Thore Johnsen ved NHH som sin egen uavhengige sakkyndige i saken. Bankklagenemnda avga uttalelse i saken under dissens. Nemndas flertall kom til at banken ikke hadde oppfylt sin bevisbyrde ved å godtgjøre at produktet med den tilbudte lånefinansiering hadde en tilstrekkelig høy, forventet produktavkastning, og at det var i strid med god bankskikk å gjøre avtalene med klager gjeldende. Mindretallet mente at banken hadde oppfylt sin bevisbyrde ved å godtgjøre at klagers investeringer med lånefinansieringen kunne ha en sannsynlig forventet positiv produktavkastning.

Banken har innen 3-ukers fristen meddelt at uttalelsen ikke vil bli fulgt.

I. Saksfremstilling

Klager investerte i oktober 2000 kr 500.000,- i aksjeindeksobligasjonene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006. For å finansiere investeringen samt etableringsomkostningene, lånte han kr 520.500,- i banken, til en fast rente på 7,95 p.a. (effektivt 8,37 % p.a.). Lånet forfalt til betaling en måned etter obligasjonene. Klager hadde deltatt på et informasjonsmøte arrangert av banken, hvor ca 10 – 15 av bankens kunder deltok, og oppsøkte banken noen dager senere for å inngå avtale om kjøp av lånefinansierte obligasjoner.

Klager understreker at klagen ikke gjelder den nominelle avkastningen, isolert sett. På tegningstidspunktet var han fullt ut klar over at nominell avkastning i perioder kan være negativ i aksjemarkedet. Han klager således ikke på at bankens vurdering av aksjemarkedet slo feil. Videre gjelder klagen ikke det forhold at risikoen ikke passet klagers økonomi, og at han ikke hadde råd til å tape pengene. Han klager heller ikke på at banken skulle ha informert bedre om at innbetalte lånerenter utgjorde en del av det potensielle tap. Klager forstod og aksepterte alt dette.

Klagen gjelder det forhold at banken ikke opplyste om, og heller ikke ga klager mulighet til å forstå på tegningstidspunktet, at forventet avkastning var negativ. Klager er klar over at aksjemarkedet har en forventet meravkastning i forhold til risikofri rente i det lange løp, men at man i korte perioder, eksempelvis på seks år, kan tape penger i aksjemarkedet. Klager aksepterer også dette, så fremt den forventede avkastning er

positiv. Skal lånefinansiert sparing ha overveiende sannsynlighet for positiv avkastning i det lange løp, må pengene plasseres i produkter hvor forventet avkastning er positiv, hensyntatt lånerenten. Her var det motsatte tilfellet.

Klager henviser til beregningene som er gjennomført ved Høyskolen i Agder av to fagøkonomer – den ene med en doktorgrad på opsjoner – som konkluderer med at produktet med stor sannsynlighet vil gi negativ avkastning. Det er lagt inn god sikkerhetsmargin i favør av banken i form av anslag for forventet meravkastning som er høyere enn mange fagmiljøer benytter. Selv om banken tøyer forutsetningene i sin favør, viser altså ett av produktene forventet negativ avkastning, mens det andre produktet har så lav forventet avkastning at det sammenlignet med risikoen neppe kan karakteriseres som et godt spareprodukt. På informasjonsmøtet i banken presenterte banken eksempler på utfallet av plasseringen, gitt forskjellig utvikling av aksjemarkedet, uten å informere om at utbytte av aksjene ikke var inkludert ved den indeksbaserte verdiansettelsen. Bankens regneeksempler som gjengis i prospektet for produktene, bidrar til å styrke oppfatningen av at investor vil få hele aksjemarkedets avkastning. Det er imidlertid mer som reduserer avkastningen: det forhold at start- og sluttkurs gjennomsnittsberegnes, tilretteleggermarginen for opsjonen, samt i mange tilfeller også valutasikring. Banken har dermed tildekket forhold som reduserer avkastningen. I Bankklagenemndas uttalelse BKN 2007-050, som omhandler tilsvarende produkt, nevner nemnda ikke disse forholdene. Det tyder på at nemnda ikke forstår hvilke egenskaper som reduserer den forventede avkastningen. Da blir det for klager enda tydeligere hvor urimelige kompetansekrav nemnda stiller til kundene. Nemnda uttaler at den negative avkastningen skyldes det svake aksjemarkedet i perioden. I følge den globale verdensindeksen til MSCI steg indeksen med 37 % (før skatt) fra november 2000 til november 2006. Dette gir en årlig annualisert avkastning på 5,4 %. Bankens produkt ga null, helt i tråd med modellen i beregningene fra høyskolen. Uansett, rådet fra banken om å kjøpe et slikt produkt blir hverken bedre eller dårligere av om utviklingen i aksjemarkedet har vært svak. Banken solgte et produkt som nesten garantert ville gå skeis, uten å opplyse om dette. Klager mener at banken forstod eller burde ha forstått på utstedelsestidspunktet i 2000 at produktet sannsynligvis ville gi tap for ham med lånefinansiering. På det grunnlag må banken dekke klagers tap, beregnet til kr 266.147,- før skatt.

Klager har forståelse for at Bankklagenemndas medlemmer ikke har finansfaglig kompetanse til å vurdere modellene og forutsetningene som ligger til grunn for de foretatte beregninger. Klager forventer derfor at nemnda innhenter en vurdering fra uavhengig, finansfaglig ekspertise. Det påpekes at særlig forbrukermyndighetenes representanter i nemnda bør ta ansvar for at så skjer, slik at forbrukerne gis en sjanse til å få vurdert disse produktene.

Banken anser at den har gitt tilstrekkelig informasjon om produktet, selv om brosjyrematerialet er blitt forbedret gjennom årene. Bankens

informasjon pr i dag er tilpasset nye forskrifter som trådte i kraft fra 1. januar 2007. Hvis bankens prospekter den gang hadde vært utarbeidet i henhold til den nye forskriften, kan banken ikke utelukke at klager ville ha funnet informasjon som ville ha gjort at han valgte å ikke investere. Dette kan imidlertid ikke være avgjørende. Banken mener rent prinsipielt at det ikke er grunnlag for å kreve tilsvarende informasjon for eldre produkter. En gjennomgåelse pr i dag for disse produktene basert på de modellene som banken bruker, ville med stor sannsynlighet ha gitt intervaller som ville ha indikert både positive og negative scenarier ved lånefinansiering. Produktenes øvrige egenskaper, herunder ikke minst løpetid, vil her være helt sentrale. Banken er stadig opptatt av å finne alternative finansieringsløsninger for kundene. Det vil alltid være slik at med muligheter for høyere avkastning følger større risiko for tap. For garanterte produkter vil forventet avkastning være lavere enn for aksjefond. De nye forskriftene krever at det må angis et intervall for forventet avkastning, og beregnet sannsynlighet for verst mulige utfall. Med 95 % konfidensintervall for forventet avkastning, har alle beregninger banken har gjennomført for sine produkter både vist muligheter for betydelig gevinst med lånefinansiering og mulighet for tap av alle lånekostnadene. Derfor gir heller ikke opplysninger i henhold til forskriften noe endelig svar på spørsmålet om vil være en god idé eller ikke å lånefinansiere disse produktene. Banken bestrider klagers påstand om at banken gav inntrykk av at produktene minst hadde samme forventede avkastning som tradisjonelle aksjefond. Banken uttrykte imidlertid tro på de aktuelle markedene, for øvrig i tråd med den generelle vurdering på det tidspunkt. Forventningen om god avkastning ble underbygget av den faktiske indeksutviklingen for en tilsvarende periode i årene før, det vil si fra 1994 til 2000. Tilsvarende produkter ville i denne perioden ha gitt en årlig effektiv avkastning på henholdsvis 25,43 % (Sektor) og 19,74 % (Global).

Banken har registrert at Bankklagenemnda i BKN 2005-050 ikke ville gå inn på valg av modell og premisser for beregninger av forventet avkastning. Selv om man gjør det, er det vanskelig å sette noen absolutt grense for når lånefinansiering er tilrådelig og ikke. Andre forhold, som kundens markedssyn, behov og preferanser, vil kunne spille inn. Banken anser likevel at den har et klart ansvar for å gi kunden en balansert fremstilling av risiko og potensial ved en investering. Blant det klager mottok informasjon om i 2000, var de aktuelle indeksenes historiske utvikling, samt en beskrivelse av bankens vurdering av de aktuelle markeder, uten at banken garanterte noe spesielt utfall av investeringen. Alle vilkår fremgår av brosjyrematerialet, herunder at indeksene ikke inkluderte utbytte, at verdier ble gjennomsnittsberegnet, og at avkastning var basert på endringer i indeksene uten justeringer for valutasvingninger. Når det gjelder tilretteleggermarginer, var det ikke vanlig å opplyse om prisen på de forskjellige elementene i produktet separat, eller hvor mye banken tok i margin ved kjøp og salg. Selv om informasjonen slik den nå gis, kan bidra til bedre forståelse av produktet, vil likevel det vesentligste fortsatt være om man har tro på de markedene investeringen er knyttet opp mot, og aksepterer den risikoen for tap som foreligger. Det var

dessuten opp til klager selv å be om mer informasjon eller velge å avstå fra å investere. De mest vesentlige forhold som bidro til klagers tap, var uforutsette hendelser i finansmarkedene i årene etter at investeringen ble gjort. Banken tar avstand fra klagers påstand om at investeringen nesten garantert ville gå med tap. Det finnes en rekke sammensatte produkter som har gitt investorer hyggelig avkastning med lånefinansiering.

Banken har i flere brev og analyser imøtegått beregningene av forventet avkastning som klager bygger sin klage på, og de beregninger som er gjort av professor Thore Johnsen, som nemndas oppnevnt sakkyndige. Bankens beregninger viser at produktavkastningen er positiv, selv med lånefinansiering. Se nærmere under punkt II.

Klager krever dekket sitt tap på kr 266.147,-, før skatt.

II. Problemstilling og grunnlaget for vurderingen

1. Klagen gjelder spørsmålet om hvorvidt bankens salg av såkalt strukturerte produkter er skjedd i strid med god bankskikk, jf avtaleloven § 36 og dagjeldende lov om verdipapirhandel, § 9-2. Disse lovbestemmelsene bygger på samme rettslige standard om "god forretningsskikk", men vil kunne utfylle hverandre. Standarder er gjenstand for utvikling. I verdipapirhandelloven av 2007 videreføres kravet til god forretningsskikk, og loven er utdypet med detaljregler på enkelte områder. Reglene er ikke uttømmende, og også disse vil derfor måtte suppleres i forhold til den standard for god forretningsskikk som utvikles. Etter dagjeldende verdipapirhandellov § 9-2 nr. 5 skulle verdipapirforetaket utøve sin virksomhet slik at det "på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder". Sett i sammenheng med lovens § 9-2 nr. 4 ligger det i dette bl.a. et krav om opplysninger om hvilke økonomiske implikasjoner en investering har, jfr. Bechmann mfl.: Verdipapirhandeloven, kommentarutgave, Oslo 2002, 686. I teorien fremholder Bechmann mfl op. cit. s. 690 at "Kravet om at opplysningene skal være "nødvendige" innebærer at opplysningene må antas å kunne ha vesentlig betydning for kundens investeringsbeslutning. Det er neppe nødvendig at opplysningen er så sentral at den er avgjørende for om kunden ønsker å handle eller ikke, det må holde at den er klart egnet til å virke inn på kundens beslutning

Klager investerte høsten 2000 i to strukturerte (sammensatte) produkter utstedt av Den norske Bank ASA, senere DnB NOR Bank ASA, nemlig aksjeindeksobligasjonene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006 som hadde endelig oppgjør høsten 2006. Disse investeringsproduktene er konstruert på den måten at investert kapital blir plassert i interbankmarkedet, mens neddiskontert verdi av rentene blir benyttet til kjøp av opsjoner på nærmere bestemte aksjeindekser. Strukturerte produkter kombinerer følgelig garantert tilbakebetaling av

investert kapital med avkastning som knyttes til verdiutviklingen på aksjeindekser. Investeringen har vært lånefinansiert gjennom banken. Klageren hevder at markedsføringen av produktene, og spesielt et lånefinansiert tilbud, var systematisk skjev i forhold til realitetene på salgstidspunktet. Han hevder at slik produktene var konstruert, var det svært sannsynlig at en lånefinansiert investering ville gi et netto tap, og dermed at det var i strid med god bankskikk å selge produktene.

Sammensatte produkter, strukturerte produkter eller garanterte produkter som de også kalles, ble ifølge Kredittilsynets rapport "*Undersøkelse av sammensatte produkter*", avgitt 2.1.2008,

"introdusert på massemarkedet på midten av 1990-tallet. Med sammensatte produkter i denne sammenheng menes investeringsprodukter som består av en innskudds- eller obligasjonsdel og et derivatelement. Innskuddet eller obligasjonen danner grunnlaget for en garantert avkastning for investoren, mens derivatdelen skal generere avkastning utover det garanterte beløpet. Derivatdelen er gjerne en opsjon knyttet til indekser relatert til aksjemarkeder, valutamarkeder, råvaremarkeder, rentemarkeder mfl. og kobler således den totale avkastningen på investeringen til de samme indeksene og markedene.

Et enkelt eksempel kan illustrere hvordan produktet er bygget opp. Anta at investor investerer beløp (I) i et sammensatt produkt med løpetid på t år. Tegningskostnader (C) vil også tilkomme det investerte beløp, og kunden er garantert et beløp (G) tilbake ved løpetidens slutt. Verdien av det garanterte beløpet neddiskontert over løpetiden vil utgjøre investerings obligasjons- eller innskuddsdel. Differensen mellom dette beløpet og investeringsbeløpet, benyttes til å kjøpe derivatdelen av investeringen til prisen (p), som skal generere avkastning utover det garanterte beløpet. Ofte benyttes også deler av midlene som står til rådighet til kjøp av derivater, til å dekke andre kostnader (c), eller "skjulte gebyrer" for investor. Dette kan eksempelvis være tilretteleggergebyr og reduserer beløpet tilgjengelig for kjøp av derivater.

...

Ved produktets forfall vil investoren motta det garanterte beløpet G, og den avkastningen som derivatdelen av investeringen utbetaler. Avkastningsberegningene er i sin tur avhengig av hvilken type opsjon som er tilknyttet investeringen. Felles for de fleste av produktene er imidlertid at det som regel ligger begrensninger i beregningsmetodene for avkastningen på derivatene, som gjør at de ikke genererer like høy avkastning som en direkteinvestering i underliggende ville gitt."

Bankklagenemnda har i en rekke tidligere uttalelser behandlet klager over investeringer i strukturerte produkter. Slik klagesakene den gang var fremmet og med den kunnskap man den gang hadde om produktene, ble avgjørelsene begrenset til en vurdering av dels saksbehandlingen frem til investeringsbeslutningen, dels spørsmålet om hvorvidt klager var brakt inn i en for ham utilrådelig investering hensett bl.a. til inntekter og

formuesforhold. Nemnda tok ikke stilling til produktene som sådanne, eventuelt i kombinasjon med lånefinansiering. I BKN 2004-131 ble dette temaet fremført av klager; nemnda løste imidlertid saken på det grunnlag at klager var brakt inn i en for ham utilrådelig investering. I BKN 2007-050 kom spørsmålet om produktets egnethet, spesielt med lånefinansiering, klart frem. Etter å ha prøvet selve tilrådeligheten av investeringen hensett til klagers økonomiske stilling, tok nemnda ikke standpunkt til de sakkyndige, økonomiske analyser som var fremlagt i saken fra begge sider og de modeller og premisser konklusjonene bygget på. I ettertid må det erkjennes at nemnda slik sakskomplekset nå er opplyst, objektivt sett har grepet feil ved å begrense prøvingen i klagesakene til de elementer som er nevnt.

Kredittilsynets undersøkelse av sammensatte produkter av 2.1.2008, fremlagt for Finansdepartementet, brakte omfattende ny kunnskap. Undersøkelsen gjaldt sammensatte spareprodukter generelt, men har likevel interesse som bakgrunn i saken. Innledningsvis er det grunn til å fremheve omfanget av investeringene i strukturerte produkter i det norske markedet. Kredittilsynet uttaler om dette:

"Investeringer i sammensatte produkter økte betydelig etter årtusenskiftet og nådde en foreløpig topp ved utgangen av 2. kvartal 2006, da utestående investeringer i disse produktene i norske banker utgjorde om lag 50 milliarder kroner. Ved årsskiftet 2006/2007 var volumet sunket til rundt 48 milliarder kroner. Produktene har ofte blitt giret opp gjennom lånefinansiering for å øke avkastningspotensialet. Ved årsskiftet 2006/2007 hadde norske banker lånt ut over 34 milliarder til investeringer i sammensatte produkter. Økt fokus på produktenes begrensede avkastningsmuligheter ser ut til å ha snudd trenden både for lånefinansierte og egenkapitalfinansierte investeringer i sammensatte produkter. Per 3. kvartal 2007 var plasseringer i disse produktene redusert til rundt 40 milliarder kroner og lånefinansierte posisjoner beløp seg til 32 milliarder kroner. Ved utgangen av november 2007 var de sammensatte beholdningene redusert til henholdsvis 39 og 31 milliarder kroner."

Kredittilsynets rapport oppsummerer den økonomiske status for disse produktene slik denne fremstår i ettertid:

"Produktene som var omfattet av undersøkelsen har hatt forfall i perioden fra 2001 til og med 3. kvartal 2007. Avkastningen på alternative investeringer vil variere over perioden, og produktenes avkastning fordelt på år for forfall er derfor vist nedenfor i figur 2.3.

...

Basert på de innrapporterte årlige avkastningstallene har det blitt beregnet gjennomsnittsavkastning for produktene med forfall innenfor samme kalenderår, med samme metode som nevnt ovenfor. Justering for tegningskostnader vil også her påvirke avkastningstallene i negativ retning. Som et referansepunkt har det blitt lagt inn i figuren

gjennomsnittlig årlig rente på en 5-årig statsobligasjon, som representerer en risikofri investering. Da løpetiden på produktene ofte er 2-5 år, vises tidsserien for statsobligasjonen lenger tilbake i tid for å kunne sammenlikne årlig gjennomsnittsavkastning. Beregningene viste at mellom 2002 og 2007, lå årlig avkastningen på en egenkapitalfinansiert investering lavere enn renten på statsobligasjoner, hensyntatt løpetid på 3 år. Tallene for 2001 og 2002 var høyere enn referanserenten, men er basert på få observasjoner, da flertallet av produktene hadde forfall senere enn 2002. Avkastningen for 2007 har imidlertid ligget noe over referanserenten, dersom de samme kriteriene legges til grunn.

Som ledd i undersøkelsen ble institusjonene anmodet om å redegjøre for de inntekter de hadde knyttet til salget av sammensatte produkter.

Kredittilsynet påpeker:

"Hoveddelen av institusjonene har tegningsgebyr og renteinntekter knyttet til lånefinansiering som inntektskilder fra sammensatte produkter. 5 av respondentene oppgir tilretteleggerhonorar som inntektskilde. I overkant av halvparten av institusjonene innrapporterer at de har andre inntekter (herunder "skjulte gebyrer") knyttet til sammensatte produkter, for eksempel produktmargin og strukturmargin. 6 av bankene oppgir at de også har andre inntekter knyttet til lånefinansiering av produktene, eksempelvis etableringsgebyr og termingebyr."

Kredittilsynet gir følgende generelle, oppsummerende vurdering:

"Undersøkelsen indikerer at avkastningen på sammensatte produkter som er holdt til forfall per 3. kvartal 2007 i de fleste tilfeller ikke har generert meravkastning i forhold til en risikofri investering. Dette gjelder både for rene egenkapitalfinansierte og de lånefinansierte investeringer som var omfattet av undersøkelsen. Det er åpenbart større risiko (variasjon) knyttet til avkastningen på en lånefinansiert plassering enn en egenkapitalfinansiert plassering og således mulighet for gunstig avkastning når denne er større enn lånerenten, men også risiko for betydelige tap når avkastningen er null eller negativ.

Avkastningsberegningene indikerte at de lånefinansierte investeringene med forfall fra 2002 til og med 2006, kom mye svakere ut enn produktene med forfall i løpet av de tre første kvartalene av 2007. De sistnevnte produktene har generert god avkastning for lånefinansierte investeringer. Det er grunn til å tro at økningen i rentenivået fra 2005 og frem til 2007 først vil bli synliggjort på lånefinansierte produkter med forfall senere enn 3. kvartal 2007.

De kvalitative aspektene ved undersøkelsen understreket inntrykket om at skillet mellom rådgivning og salg ikke fremkommer klart i bankens praksis. Bankene har imidlertid med unntak av et par av bankene, interne opplæringsprogram knyttet til salg av sammensatte produkter, med tilhørende avsluttende eksamen som må passeres. De fleste av bankene følger også retningslinjene for rådgivning gitt i rundskriv 15/2006. Basert på bankenes rapporter gir det inntrykk av at bankene ikke gir egne

selgere/rådgivere større økonomiske fordeler ved å tilby sammensatte produkter fremfor andre spareprodukter. Når det gjelder bankenes inntekter knyttet til produktene, viste dette seg å være svært vanskelig å kartlegge. Det fremkommer imidlertid at flere av bankene har andre inntekter knyttet til sammensatte produkter enn tegningsomkostninger, eksempelvis produktmargin, strukturmargin og inntekter fra lånefinansiering.

2. I klagesaken er det fremlagt en rekke sakkyndige utredninger som belyser lånefinansiering av de aktuelle strukturerte produktene i saken. Som det vil fremgå, dreier den faglige uenigheten seg om hvorvidt de avkastningsdrivende faktorer i saken er overvurdert av banken, om betydningen av de skjulte omkostninger ved investeringen og om lånerenten har vært for høy. Spørsmålet er dermed om forholdet mellom avkastningsmulighetene og risiko er godt nok.

Klageren har innhentet en sakkyndig utredning fra Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline ved Institutt for Økonomi, Høyskolen i Agder. Deres utredning som er på i alt åtte sider, er avgitt 13. juni 2007 i fornyet utgave, og inneholder en vurdering av sannsynlig avkastning på forfalte aksjeindeksobligasjoner og realisert avkastning ved tidlig innløsning.

Koekebakker og Zakamoulines konkluderer som følger:

"Resultatene er totalt sett svært nedslående. Avkastningen for garanterte spareprodukter over en 10-årsperiode ligger under bankrenten. Dette til tross for at vi ikke har tatt med tegningskostnader i våre beregninger. Men hva skyldes den dårlige avkastningen? Her peker vi kort på noen mulige forklaringer. Enkelte produkter garanterer ikke for hele investeringsbeløpet, da blir risikoen straks mye større. Andre produkter opererer med såkalte "overkurs". Det er vanskelig å se at en slik overkurs i disse produktene er vesensforskjellig fra tegningskostnader. Overkurs gjør produktene dyrere og dermed blir avkastningen dårligere. Opsjonene som er tilknyttet disse er i hovedsak atskillig mindre likvid enn de underliggende markedene. Det finnes typisk ikke regulær omsetning av slike opsjoner, derfor handles de over-the-counter (OTC) hos de store internasjonale investeringsbankene. Opsjoner som er skreddersydd for det enkelte produkt, og som handles OTC, vil typisk være dyre. En siste mulighet for de nedslående resultatene at stadig flere av disse produktene er rettet mot markeder hvor det er vanskelig å argumentere for en høy risikopremie. Dette gjelder for eksempel valuta/varemarkeder. Andre produkter igjen, retter seg mot smale segmenter som for eksempel shipping, eiendom eller aksjemarkedet i Kina. I slike segmenter er det fullt ut mulig å argumentere for en (til dels høy) risikopremie. Men volatiliteten blir desto høyere. Kunden ender opp med å kjøpe sektorspesifikk volatilitet. Da blir risiko/avkastningsprofilen på opsjonen ugunstig. Vår undersøkelse tyder på at dette er produkter som har en svært dårlig risiko/avkastningsprofil. Det er svært vanskelig å se at dette er et fornuftig investeringsverktøy for noen grupper av investorer."

Klager har også fremlagt en firesiders utredning fra professor Petter Bjerksund, Norges Handelshøyskole, datert 14. mars 2008. Det settes i utredningen søkelys på lånefinansiering av strukturerte produkter. Bjerksund hevder at lånefinansiering i realiteten betyr *"at kunden låner tilbake sine egne penger. Banken har i praksis ingen risiko på lånet. Likevel tar banken en lånerente som er mye høyere enn den renten som kunden får på spareproduktets innskudd. Når kunden følger bankens råd om lånefinansiering, så betyr dette at banken kan innkassere en betydelig skjult margin på kundens bekostning."* I fortsettelsen av sin rapport påpeker Petter Bjerksund:

"Det garanterte spareproduktet består som nevnt av et kapitalinnskudd (som skal sikre det garanterte beløpet på 100) og et opsjonselement. Verdien av dette kapitalinnskuddet er oppgitt til 86,38. Med litt finanst teori kan vi regne oss frem til at dette tilsvarer en plasseringsrente på 5% p.a. ... Lånefinansiering betyr at småspareren låner tilbake de 100 til en lånerente på 7% p.a. Det er vanskelig å se at banken har noen kostnadmessig begrunnelse for denne rentemarginen på 2% p.a. Kunden låner i realiteten tilbake sine egne penger. Banken har i praksis full sikkerhet for dette lånet. Etter min oppfatning er dette avtalevilkår som er klart urimelige overfor en forbruker."

Petter Bjerksund konkluderer som følger:

"Så hva bør den enkelte kunde gjøre? På bakgrunn av at kunden låner tilbake sine egne penger, bør kunden kreve at den effektive renten på lånet settes ned til renten på spareproduktets innskudd, og at merkostnadene så langt kompenseres fullt ut.

.....

På bakgrunn av at kunden i realiteten kun har investert i tilleggsbeløpet, bør kunden også kreve tilbakebetalt den delen av tilretteleggelses- og tegningskostnadene som knytter seg til innskuddet.

.....

I dette notatet er problemstillingen avgrenset til selve lånefinansieringen av det garanterte spareproduktet. Dersom kunden kan vise til uavhengige analyser som dokumenterer at den virkelige verdien på opsjonselementet er lavere enn det banken har oppgitt i prospektet, eller banken på annen måte har gitt ufullstendig eller villedende informasjon, bør kunden kontakte banken og kreve hele avtalen annullert.

Innklagede bank har fremlagt tre utredninger. Den første er avgitt 29. juni 2007 og er en bankintern vurdering av utredningen av 13. juni 2007 fra Koekebakker og Zakamouline, på i alt 12 sider. Forfatterne av denne studien, Nils Gunnar Brattlie, Alexander Kleiven og Svein Rune Jordheim er kritisk bl.a. til Koekebakker og Zakamoulines metode, og fremhever følgende i sitt konklusjonsavsnitt:

”Denne gjennomgangen påpeker flere svakheter i metodikken brukt i artikkelen av Koekebakker og Zakamouline som ifølge Dine Penger og andre medier ”beviser” at garanterte spareprodukter har gitt dårlig avkastning sammenlignet med alternative investeringer. Gjennom enkel eksempelbruk viser vi hvordan de ulike metodene i KZ dels baserer seg på irrelevante sammenligninger, og samlet sett resulterer i misvisende og uriktige vurderinger av sammensatte spare- og investeringsprodukter som helhet. I vårt eksempel slår begge de sammensatte produktene benchmarkindeksen hver for seg, mens KZs metodikk konkluderer med det motsatte når de to vurderes samlet (benchmarkindeksen slår AIO-indeksen). Det er derfor vanskelig å se hva denne metodikken skal kunne bevise.

Dersom man for argumentets skyld likevel aksepterer modellen til KZ, viser den seg å være svært sensitiv for utvalget som danner basis for indekskonstruksjonen, og en kan ved enkle tilpasninger av tidsrom illustrere motstridende resultater. Vi mener KZs valg av periode ikke er tilstrekkelig balansert – deres datautvalg inkluderer produkter som ble lansert i 1997-98, en tid hvor det fantes få sammensatte investeringsprodukter i markedet, et ditto begrenset antall investorer i slike produkter og hvor aksjemarkedet befant seg i en teknologibasert vekstboble. Dersom man derimot starter på tidspunktet hvor investeringsvolumet i sammensatte produkter tok av – hvilket vi mener er et bedre valg – får man et helt annet bilde av situasjonen.

Til sist foreslår vi en alternativ og etter vårt skjønn mer relevant metodikk, hvor produktene og benchmarkindeksene sammenlignes over eksakt samme periode. Med denne metodikken ligger avkastningen for BMA/IO-produkter mellom avkastningen i MSCI World og risikofri rente, hvilket verken er overraskende eller oppsiktsvekkende.

Vi vil gjerne understreke at det er positivt at strukturerte spare- og investeringsprodukter blir gjenstand for akademisk vurdering og analyse, da dette kan bidra til økt oppmerksomhet rundt disse produktenes egenskaper. Vi håper imidlertid at vi med denne artikkelen har påpekt behovet for mer spesifikke produktstudier, hvor produkter kan sammenlignes med referanseindekser som er tidsvektet på samme måte som produktene og som reflekterer deres reelle eksponering.”

Banken har senere fremlagt en utredning fra Norsk Regnesentral, ved Anders Løland og Kjersti Aas, datert april 2008. Utredningen er på 22 sider. Denne utredningen konkluderer med at både valgene gjort av Koekebakker og Zakamouline og i bankens internrapport kan forsvares, slik at det ikke finnes noe fasitsvar. I konklusjonsavsnittet heter det fra Norsk Regnesentral:

”Vi har i denne rapporten sett på hvordan det er hensiktsmessig å beregne forventet avkastning for produkter med avkastningsgaranti. Vi har fokusert på de to viktigste parametrene: risikopremien og volatiliteten til den underliggende aksjeindeksen. Generelt har vi vist at det ikke finnes noe fasitsvar i litteraturen.

Risikopremien: Risikopremien er vanskelig å estimere. Metodene som har vært foreslått i litteraturen for å beregne et estimat for framtidig risikopremien kan grovt kategoriseres i tre grupper; de som kun er basert på empirisk analyse av historisk avkastning, de som er basert på en modell for avkastningen og de som er basert på ekspertkunnskap. Koekebakker og Zakamouline (2006) har benyttet en metode av den førstnevnte typen, mens DnB NOR Markets (2007) bestemmer risikopremien ved å anta et konstant forhold mellom risikopremie og volatilitet. Vi er enige med DnB NOR Markets i at det er grunn til å anta at risikopremien ikke er en konstant størrelse. Vi er imidlertid litt usikre på om framgangsmåten DnB NOR Markets benytter er den beste. Det ideelle er etter vår mening å kombinere en modell for risikopremien med ekspertkunnskap.

De spesifikke risikopremieestimatene som Koekebakker og Zakamouline (2006) og DnB NOR Markets (2007) har kommet fram til er forholdsvis like. Basert på det vi har sett i litteraturen er det fint mulig å argumentere for at begge estimatene er for høye. Det er vanskeligere å argumentere for at de er for lave.

Volatiliteten: Det er to hovedgrupper av metoder for å estimere framtidig volatilitet; den første typen er basert på historiske data og den andre på opsjonspriser. Vi har sett at for prediksjoner på kort tidshorisont (det vil si opptil en måned) vil implisitt volatilitet (så langt likviditeten for de korresponderende opsjonene er høy nok) generelt gi bedre prediksjoner enn en modell basert på historiske data. Det er veldig få studier som tar for seg volatilitetsprediksjon på lengre tidshorisonter. Vi har derfor sammenlignet historisk og implisitt volatilitet for utvalgte aksjeindekser på en 5-års tidshorisont. Datagrunnlaget var dessverre veldig kort, med kun 97 overlappende 5-årsperioder i tidsrommet januar 2000 til desember 2002. Akkurat i denne perioden lå den implisitte volatiliteten alltid over den historiske, og den historiske volatiliteten ga best prediksjoner for framtidig volatilitet. Vi har også sammenlignet historisk og implisitt volatilitet over perioden januar 2000 til februar 2008, og ser da at det også er perioder der den implisitte volatiliteten ligger under den historiske. Man kan derfor ikke hevde på generelt grunnlag at det ligger en positiv risikopremie innbakt i den implisitte volatiliteten. Om man bør basere seg på historisk volatilitet eller implisitt volatilitet på 5 eller 6 års horisont er følgelig et åpent spørsmål som det bør forskes mer på.

Forventet avkastning: For å beregne forventet avkastning på et garantert spareprodukt stilles man ovenfor en rekke valg, som hvilken volatilitet, risikofrie rente og risikopremie man bør velge. Vi har argumentert for at det ikke finnes noen fasitsvar på hvilke metoder man skal benytte for å bestemme disse parametrene. Både valgene til Koekebakker og Zakamouline (2006) og DnB NOR Markets (2007) kan forsvares. For de to spesifikke produktene Global 00/06 og Sektor 00/06 gir DnB NOR Markets' valg av metode høyere forventet avkastning enn mange andre valg vi har vurdert i denne rapporten.

Slik saken har fremstått med innbyrdes motstridende sakkyndige utredninger, besluttet Banklagenemnda i desember 2007 å oppnevne professor Thore Johnsen, Norges Handelshøyskole, som nemndas egen uavhengige sakkyndige i saken. Bruk av rettsoppnevnte sakkyndige er velkjent i de alminnelige domstoler og i voldgiftssaker, i tilfelle det oppstår kompliserte spørsmål som ikke er av juridisk karakter. Nemnda har ved flere tilfelle gjort bruk av slike sakkyndige, der deres konklusjoner riktignok har inngått som ledd i en større vurdering. Bankklagenemnda er satt utelukkende med juridisk kompetente medlemmer. De spørsmål som oppstår i denne klagesaken, gjelder meget komplekse økonomiske spørsmål. Derfor fant nemnda grunn til å innhente en slik vurdering.

Thore Johnsens utredning ble avgitt 17. august 2008. Utredningen er omfattende, 40 sider.

Det er betydelig sammenfall mellom Johnsens utredning og de utredninger som er inngitt fra partene når det gjelder modell for beregningene, dog slik at banken og Johnsens modell er noe forenklet i forhold til Koekebakker og Zakamoulines mer presise modell. Når det gjelder de forskjellige parametere som ligger til grunn for beregningene, har Johnsen foretatt sine egne valg. Dermed bygger de tre utredningene stort sett på forskjellige sett av parametere.

Om utbytteavkastning for indeksene fremholder Johnsen eksempelvis således: "K&Z benytter historiske utbytteavkastninger for de seks delindeksene for foregående 5-års periode 1996-2000. Vektet med produktenes indeksvekter gir dette en utbytteavkastning på 1,66 % for Global og 2,07 for [S]ektor. DnB NOR hevder på sin side at siste 1-års utbytteavkastning er mer relevant, og benytter kun 0,96 % for Global og 1,97 % for Sektor ... DnB NORs anslag stemmer overens med min beregnede utbytteavkastning for 2000 for Global (0,96 %), men er vesentlig høyere for Sektor (1,97 % for DnB NOR mot 1,37 % beregnet av meg). Det er riktig, som DnB NOR hevder, at kortsiktig kan ofte være mer relevant enn langsiktig historisk utbytteavkastning ved vurdering av fremtidig utbytteavkastning, men dette forutsetter at man er opptatt av en mer kortsiktig fremtidig utbytteavkastning. I foreliggende tilfelle er perioden hele 6 år og samtidig var utbytteavkastningen uvanlig lav i 2000. ... Jeg har derfor valgt mer normale historiske nivåer for forventet utbytteavkastning ...".

Når det eksempelvis gjelder volatilitet for indeksene fremholder Johnsen at "K&Z benytter historisk volatilitet og innbyrdes korrelasjoner for de seks delindeksene, basert på data for foregående 5 års-periode 1996-2000. Vektet med produktenes indeksvekter gir dette en volatilitet på 15,5 % for Global og 17,8 % for [S]ektor. DnB NOR hevder med en viss rett at implisitt volatilitet er mer relevant, dvs. hvilken volatilitet opsjonene faktisk ble priset til overfor DnB NOR. De hevder at implisitt volatilitet var hele 23,6 % for Global og 28,6 % for Sektor, og som de bruker i sin analyse" (s. 15). Etter en gjennomgåelse av tallmaterialet, påpekes: "Figurene viser at det har vært en sterk variasjon over tid for historisk volatilitet, men slik at

DnB NORs volatilitetstall ligger høyere enn maksimumsverdiene for relevante målevinduer 3 år eller mer. Jeg har valgt å bruke hhv 18 % og 23 % volatilitet for Global og Sektor, og anser disse nivåene som relativt realistiske anslag for forventet implisitte volatiliteter. Dette betyr at premiebeløpet som DnB NOR betalte for opsjonene må ha inneholdt en relativt betydelig fortjeneste for den selgende investeringsbanken ...”.

Om forventet avkastning fremholder Johnsen at ”For begge produkter gir mine parametervalg marginalt lavere forventet avkastning enn rapportert av K&Z ... Mine avkastningstall er derimot vesentlig lavere enn rapportert av DnB NOR” (s. 17).

I et avsnitt om lånefinansiering av strukturerte produkter blir det gitt følgende vurdering fra Johnsens side:

”DnB NOR tilbud kundene å lånefinansiere hele investeringen i Global og Sektor, inkludert tegningskostnad. Gitt det store omfanget av lånefinansierte investeringer i det norske markedet for strukturerte produkter og den ekstremt gode lønnsomheten for banken, er det grunn til å tro at dette tilbudet lå langt fremme på kundedisken. For Global og Sektor tilbød banken en lånerente på 8,51 %, som innebar en kredittpremie på 1,74 % i forhold til 6-års swaprente på 6,77 %. Dette fremstår som en urimelig høy kredittpremie, gitt at bankens kredittrisiko i realiteten var begrenset til kun rentebetalingene. For kundene innebar lånet at man bl.a. betalte en rente på 8,51 % for å investere til 6,77 %, dvs. garantiinvesteringen som utgjorde ca. 2/3 av nominelt innskuddsbeløp, jf nedenfor.

Beregnete avkastningstall for 100 % lånefinansiering er vist i nedre del av tabell A3 og A4 i appendikset, gitt mine parameterverdier, og tilsvarende i nedre del av tabell A1 og A2 for kalibreringen av tallene rapportert av K&Z og DnB NOR. Jeg har antatt at hele lånet med renter (og rentes rente) betales samlet på forfallstidspunktet for produktene. Tabell A1 og A2 viser at lånealternativet ville gitt negativ forventet avkastning uansett tegningskostnader, gitt mine parameterantakelser. Dette er ikke overraskende gitt mine lave (årlige) forventede avkastningstall (uniformt lavere enn bankens lånerente), og er i samsvar med resultatene rapportert av K&Z. I følge DnB NORs beregninger fremstår derimot også lånealternativet som svært lønnsomt, f.eks. ved full 4,5 % tegningskostnad rapporteres en årlig forventet avkastning på 1,50 % for Global og 2,02 % for Sektor, jf. nedre del av tabell A1 og A2 (under ”Oppgitt”). Følgende figur 8 sammenligner årlig forventet avkastning ved 100 % lånefinansiering mellom K&Z, DnB NOR og mine beregninger, gitt 4,5 % tegningskostnad, mens figur 9 sammenligner sannsynligheten for å tape på denne investeringen. Ut fra min vurdering anser jeg bankens lånetilbud som uansvarlig i forhold til uprofesjonelle småinvestorer.”

Johnsen har også beregnet skjulte produktkostnader i et eget avsnitt, et forhold som også er omtalt av professor Petter Bjerksund i hans utredning. Johnsen har beregnet bankens kostnader ved kjøp av opsjonene:

”... Jeg har anslått at banken betalte hhv. 26,81 og 26,75 for Global- og Sektoropsjonene. Disse beløpene er beregnet ved bruk av prisingsmodell (8)-(10) ovenfor, gitt DnB NORs oppgitte parameterverdier i tabell 4. Dette innebærer at banken totalt betalte hhv. 94,31 og 94,25 for å konstruere Global og Sektor. Kundene betalte 100 for hvert produkt, og banken beholdt derfor et honorar på hhv 5,69 og 5,75 (i tillegg til tegningskostnaden som ble betalt ekstra). Det er god grunn til å tro at disse beregningene er representative for bankens faktiske produktkostnader og honorarer.

...

... Denne beregningen er spekulativ, siden jeg ikke vet hvilken modell eller hvilke parameterverdier opsjonsbanken faktisk benyttet. DnB NOR har hevdet at deres faktiske opsjonskostnad (sumbeløpet i tredje linje) må oppfattes som uttrykk for teoretisk markedspris, siden omsetningen av slike opsjoner var relativt effektiv, med toveis prising fra utsteder. Jeg velger allikevel å tro at mine beregnede teoretiske opsjonspremier er innenfor opsjonsmarkedets ”ballpark”, og at opsjonsbanken derfor oppnådde et godt honorar på sine opsjonssalg, dvs. av størrelsesorden lik de beregnede honorarene som DnB NOR selv tok fra kundene.

I siste linje i tabell 5 har jeg beregnet den avkastningsfaktoren (AF) kunne ha blitt tilbudt dersom de to bankene ikke hadde tatt sine honorarer (utenom tegningskostnaden for DnB NOR). Gitt mine beregninger kunne avkastningsfaktoren vært tilnærmet 50 % høyere, nemlig 153 % for Global og 145 % for Sektor. Dette hadde økt mine anslag på produktenes årlige forventede avkastning med ca 2,8 %, og gitt positiv forventet avkastning på det lånefinansierte alternativet tilsvarende avkastningstallene rapportert av DnB NOR. Årlig forventet avkastning uten kostnader og lånefinansiering hadde fortsatt vært lavere enn for en kostnadsfri fondsinvestering – som den skal være, gitt mindre risiko med gulvsikring – men forskjellen (ca - 1 %) hadde vært mer i samsvar med hva man ville forventet i et effektivt marked, og i hvert fall i forhold til avkastningsforskjellene med de faktiske avkastningsfaktorene (jf. avsnitt 4.4).

Tabell 6 nedenfor summerer de ulike skjulte og oppgitte honorarer som kundene betalte, gitt mine kostnadsanslag i tabell 5. Første kolonne for hvert produkt gir nåverdien pr. kontraktsstart i november 2000, mens andre kolonne beregner effektiv årlig kundekostnad over produktenes 6-års levetid. Jeg har beregnet at småkundene betalte skjulte honorarer og tegningskostnader på totalt mer enn 15 % av investert beløp for Global og noe mindre for Sektor. Dette utgjør en effektiv årlig kostnad på i størrelsesorden 3 %, hvorav kun ca 1 % var oppgitt i prospektet (tegningskostnad). Dersom kunden aksepterte bankens tilbud om 100 % lånefinansiering ville årlige effektive kundekostnader økt til ca 5 %, eller totalt nær 25 % av nominelt innskudd i nåverdi. Det er derfor kanskje ikke overraskende at dette lånetilbudet fremstår for meg som uansvarlig fra bankens side i forhold til uprofesjonelle småinvestorer.”

I Johnsens rapport gis det også en oppsummering og konklusjoner. Det heter her:

"Dette notatet rapporterer resultatene av en lønnsomhetsanalyse av de to strukturerte produktene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006 solgt av DnB NOR i november 2000 med forfall i november 2006. Dette var relativt enkle produkter, i hvert fall forhold til (unødig) kompliserte "veddemålsproduktene" som har preget det norske markedet i de etterfølgende årene (inntil Kredittilsynet introduserte en effektiv stans av dette salget til ikke-profesjonelle investorer). Begge produkter kombinerte en (bank) garantert tilbakebetaling av nominelt innskuddsbeløp etter 6 år, og med en avkastningsmulighet knyttet til en kurv av tre internasjonale aksjeindekser. Kurvindeksen i Global kombinerte tre regionindekser, dvs. 50 % andel i den europeiske STOXX 50 indeksen og 25 % andel i hhv. den amerikanske S&P 500 indeksen og den japanske Nikkei 225 indeksen. Dette var kursindekser, som innebar at investor tapte årlige utbyttebetalinger for indeksselskapene, men investorene ble (delvis) kompensert ved bruk av en avkastningsfaktor på 105 %. Kurvindeksen i Sektor kombinerte tre europeiske bransjeindekser, dvs. likevektning av EURO STOXX Banks, STOXX Health Care og STOXX Telecom. Dette var også kursindekser, men avkastningsfaktoren var 100 %. Investorenes avkastningsmulighet var redusert som følge av at beregnet indekssavkastning var basert på gjennomsnittlig start- og sluttkurs (månedsobservasjoner), hvor snittperioden var spesielt lang for beregning av sluttkursen, hhv. hele 13 og 19 månedsobservasjoner for Global og Sektor.

Jeg har benyttet en forenklet analysemodell for å anslå forventet investoravkastning for produktene, og for å vurdere produktprisingen og sannsynlige "skjulte" kostnader. Viktige modellparametere er valutarente og risikopremie, tapt utbytteavkastning og volatilitet for aksjeindeksen. I tillegg er avkastningen avhengig av lengden på kurssnittperioder, tegnings-kostnader og lånerente (ved lånefinansiering av investeringen). Jeg har kalibrert modellen mot rapporterte parametervalg og beregnede avkastningstall i en publisert analyse av Koekebakker & Zakamouline (K&Z 2006) og i et tilsvar fra DnB NOR Markets (DnB NOR 2007). K&Z benytter en mer omfattende simuleringsmodell, og kalibreringsanalysen indikerer at min forenklete analysemodell overvurderer forventet produktavkastning (og pris). DnB NOR har sannsynligvis brukt samme forenklete modell som min, i det deres rapporterte avkastningstall stemmer rimelig overens med mine beregninger basert på deres parameterverdier (marginalt høyere).

K&Z rapporterer vesentlig lavere forventet produktavkastning enn DnB NOR Markets, nemlig 1,8 % lavere årlig avkastning for Global og hele 2,6 % lavere årlig avkastning for Sektor. Begge tall er basert på egenkapitalfinansiering og 4,5 % tegningskostnad. K&Z konkluderer med at en 100 % lånefinansiert investering, som tilbudt av banken, ville gitt et forventet avkastningstap for investorene. DnB NORs avkastningstall innebærer derimot at lånefinansiering ville ha positiv forventet avkastning.

Jeg viser at en vesentlig del av forskjellene i rapporterte avkastningstall mellom K&Z og DnB NOR knytter seg til bruk av ulik beregningsmodell, anslagsvis 1 % av K&Zs mindreavkastning i forhold til DnB NOR. Her er det grunn til å ha større tillit til K&Zs mer omfattende modellberegninger. Mesteparten av resterende avkastningsavvik mellom K&Z og DnB NOR for Global forklares ved ulik utbytteavkastning (0,7 % lavere årlig avkastning for K&Zs basert på et tilsvarende høyere årlig utbyttetap), og for Sektor av avvikende antakelser om indeksens risikopremie og volatilitet (1,4 % lavere årlig avkastning for K&Zs som nettoeffekt av en vesentlig lavere volatilitet men en høyere årlig risikopremie).

Etter disse kalibreringsøvelsene bruker jeg modellen for å anslå forventet produktavkastning basert på egne begrunnede valg av modellparameterverdier. Jeg konkluderer med at forventet avkastning for begge produkter er noe lavere enn beregnet av K&Z (ca. 0,6 % lavere årlig avkastning for Global og ca. 0,1 % lavere for Sektor), og derfor vesentlig lavere enn DnB NORs avkastningstall (ca. 2,4 % lavere årlig avkastning for Global og ca. 2,7 % lavere for Sektor). En betydelig del av mitt lavere avkastningsanslag i forhold til DnB NOR skyldes min bruk av en vesentlig lavere indeksvolatilitet (forklarer ca. -1,4 % for Global og ca. -1,8 % for Sektor).

Mine anslag på årlig forventet avkastning gitt en tegningskostnad på 4,5 % (nominelt investeringsbeløp < 1 million kroner) er kun marginalt høyere enn periodens 6-års swaprente på 6,77 % ("risikofri avkastning), nemlig 7,07 % for Global og 7,12 % for Sektor. Dette forsterker K&Zs konklusjon om at 100 % lånefinansiering av disse produktene ville være ulønnsomt, siden banken benyttet en svært høy lånerente, dvs. hele +1,74 % i forhold til 6-års swaprente. Denne kredittpremien var urimelig høy gitt bankens marginale kredittrisiko, dvs. kun lånets (månedlige) rentebetalinger. Jeg beregner en årlig forventet tap på hele 2,2 % - 2,3 % ved 4,5 % tegningskostnad, og et årlig tap på nær 1 % selv uten tegningskost. Jeg anslår videre at produktene ville hatt en vesentlig høyere avkastningsfaktor uten disse honorarene, faktisk nær 50 % høyere enn faktisk avkastningsfaktor. Det er derfor vanskelig å forstå at banken faktisk anbefalte 100 % lånefinansiering av disse produktene. Dette fremstår som uansvarlig markedsføring overfor ikke-profesjonelle småinvestorer.

Jeg viser ellers at bankens tilbud mest sannsynlig inneholdt betydelige kostnader/honorarer i tillegg til tegningskostnaden, og som ikke fremgår av bankens prospekter. Disse skjulte kostnadene utgjorde anslagsvis 2 % årlig i forhold til nominelt innskuddsbeløp, eller i sum nåverdi ca 10 % av innskuddsbeløpet. DnB NOR beholdt sannsynligvis ca. halvparten av disse honorarene, som burde ha vært opplyst i prospektene. Jeg finner dessuten at prospektene er mangelfulle når det gjelder betydningen av at investorene ville ha forventede tap både pga. manglende indeksutbytte og pga. bruk av gjennomsnittlig start- og sluttkurs ved avkastningsberegningen. Jeg anslår et årlig forventet tap på 3 % - 5 % som følge av disse egenskapene ved produktet. Dette tapet er av størrelsesorden ca. 80 % av langsiktig forventet risikopremier (geometrisk)

for indeksene i forhold til en risikofri renteplassering. Selv om investorene hadde blitt kompensert for dette tapet ved en høyere avkastningsfaktor – som de faktisk ikke ble – er det tvilsomt at uprofesjonelle småinvestorer hadde forstått dette, dvs. at de isteden hadde trodd at de fikk mer av indeks uten disse tapene.

Avslutningsvis et par ord om uenigheten mellom K&Z (2007a og 2007b) og DnB NOR (Brattlie, Kleiven og Jordheim; 2007) om beregning av historisk avkastning for norske strukturerte produkter. Denne diskusjonen er lite klargjørende pga. feilslutninger fra begge sider. DnB NOR påpeker helt korrekt en feil ved K&Zs manglende benchmark-evaluering av produktene, mens tilsvaret fra K&Z (2007b) påpeker korrekt at DnB NORs reviderte metode har vel så store feil. Her ville en enkel og fornuftig endring av DnB NORs metode løse problemet, dvs. at man bruker enkle aritmetiske snitt av benchmark meravkastning på tvers av produkter (dvs. forskjeller i internrenter mellom produkt og benchmark)."

Banken har i et innlegg av 9.9.2008 imøtegått professor Thore Johnsens utredning. Det er i denne forbindelse fremlagt en ny, bankintern utredning, på i alt 11 sider. Banken har sammenfattet DnB NOR Markets rapport av 9.9.2008 i et brev til Bankklagenemnda av samme dato. Her fremholdes:

"Beregning av forventet avkastning

DnB NOR Markets har foretatt en grundig gjennomgang av professor Johnsens vurdering og kommentert denne i et notat datert 9. september d.å. Notatet følger vedlagt som vedlegg 1.

Som det fremgår av notatet er Markets av den oppfatning at den viktigste årsak til forskjellene i estimatene for forventet avkastning for de to aksjeindeksobligasjonene er ulike vurderinger av to sentrale parametere – volatilitet og risikopremie. Ulikheter i modellvalg har på den annen side ingen vesentlig betydning ifølge de beregninger Markets har gjort.

Norsk Regnesentral (NR) – en privat og uavhengig stiftelse som utfører oppdragsforskning for bedrifter og det offentlige i det norske og internasjonale marked – avga i april 2008 etter oppdrag fra DnB NOR en utredning med tittelen "Volatilitet og avkastning". Oppdraget til NR, som det må understrekes ikke har noen bindinger til DnB NOR, besto i å foreta en vurdering av hvordan det er hensiktsmessig å beregne forventet avkastning for produkter med avkastningsgaranti, samt hvordan parametrene bør estimeres, med særlig vekt på volatilitet og risikopremie. En kopi av utredningen vedlegges som vedlegg 2.

NR konkluderer på side 19 i utredningen med at det ikke finnes noe fasitsvar på hvilke metoder man skal benytte for å bestemme parametrene. Deretter konkluderer NR med at både parametervalgene som lå til grunn for utredningen i 2006 fra Universitetet (den gang Høgskolen) i Agder, og parametervalgene i DnB NOR Markets' notat til Bankklagenemnda av 4. juli 2007, kan forsvares.

Banken har merket seg at professor Johnsen i liten grad begrunner sine parametervalg. Dessuten går han etter bankens oppfatning for langt når han konkluderer med at ett valg er bedre enn et annet. Det tilføyes at Kredittilsynets forskrift 25.9.2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter ikke har noen føringer når det gjelder valg av modell og parametre for beregning av forventet avkastning. Valget av parametre overlates til tilbyderens skjønn. Dersom forskriften hadde eksistert i 2000 da DnB Global og DnB Sektor ble lagt ut for tegning, må man legge til grunn at banken ville ha basert seg på tilsvarende modeller og parametre som DnB NOR har redegjort for i sitt notat til nemnda av 4. juli 2007. Det er fortsatt bankens standpunkt at dette gir en beregning av forventet fremtidig avkastning ved lånefinansiering som er fullt forsvarlig.

Markets har også innvendinger mot den beregningsmåte som er benyttet ved beregning av forventet avkastning ved lånefinansiering, og argumenterer for at en beregningsmetodikk som hensyntar at investor betaler rentekostnader månedlig gjennom løpetiden må være den korrekte. Med en slik beregningsmetodikk vil forventet avkastning ved lånefinansiering bli langt høyere enn både Johnsen og Koekebakker/Zakamouline rapporterer, faktisk svakt positiv også med deres parametre. Etter en slik korrigering er det ikke grunnlag for å hevde at lånefinansiering av produktene medførte forventet negativ avkastning, uansett hvilke av de aktuelle beregningsmodeller/parametre som for øvrig velges.

Påstand om urimelige og skjulte kostnader

Professor Johnsen er også kritisk til summen av kostnader ved produktene, ut over selve tegningskostnadene. Det dreier seg dels om bankens margin ved sammensetning av indeksobligasjonen (tilretteleggermargin), dels margin som beregnes av investeringsbanken (opsjonsbanken) som derivatene ble kjøpt av, og dels bankens lånemargin i tilfelle hvor kunden lånefinansierte investeringen.

Når det gjelder tilretteleggermarginene, har disse generelt vært på 0,85 – 1,00 % av investert beløp pr. år. DnB Global og DnB Sektor lå innenfor dette intervallet. Dette er en vanlig margin for slike produkter. Når det gjelder margin til opsjonsbanken, legger Johnsen til grunn at opsjonsbanken tok en margin på 5,64 % for DnB Global og 4,26 % for DnB Sektor. DnB NOR Markets' erfaring med dette markedet, og etter bankens oppfatning er det svært lite sannsynlig at det var mulig for opsjonsbanken å ta ut en så høy margin.

Når det så gjelder lånemarginen for de investorer som valgte å lånefinansiere plasseringen, slik Røeggen gjorde, var forholdet at renten på lånene (fastrentelån) ble fastsatt av banken allerede i september 2000. Markedsrenten falt så betydelig i perioden frem til låneutbetaling i november. Banken tok utgangspunkt i at fastrenten i en 6-års rentebytteavtale var 7,35 % p.a. da renten ble satt, og nominell lånerente ble fastsatt til 7,95 %. For klageren, Ivar Petter Røeggen, ga dette en effektiv lånerente på 8,37 % p.a. At marginen pga. utviklingen i

markedsrenten ila. tegningsperioden ble høyere enn forutsatt er et faktum, men dette var et resultat av at banken valgte å gå ut med et bindende tilbud, nettopp for å gi forutberegnelighet. En motsatt utvikling i markedet ville ha gitt motsatt utslag på marginen.

Det er etter dette bankens oppfatning at det ikke er grunnlag for å si at banken beregnet urimelige "skjulte" kostnader. Tvert imot ønsker vi å understreke at banken ga klageren god informasjon om alle betalbare kostnader i forbindelse med plasseringen og låneopptaket.

Avsluttende bemerkninger

Det er i denne saken satt fokus på spørsmålet om hvorvidt det er mulig å fastslå en riktig metode for beregning av såkalt forventet fremtidig avkastning, og hva et faglig begrunnet avkastningsestimat i så fall vil være for investeringsproduktene i nærværende klagesak med en lånefinansiering som den klageren benyttet seg av. Det kan benyttes ulike beregningsmodeller, men modellen som professor Johnsen har benyttet er ikke vesentlig forskjellig fra den som DnB NOR Markets har benyttet. Derimot vil valg av parametrene volatilitet og risikopremie slå mye ut på det resultatet som fremkommer.

Det finnes slik banken ser det ikke belegg for å hevde at prof. Johnsens parametervalg er bedre faglig begrunnet enn de valg Markets har benyttet, snarere tvert om. Som påvist (vedlegg 1) er det også grunn til å stille seg kritisk til den beregningsmetodikk som er benyttet mht. betaling av rentekostnadene, som alene gir avgjørende utslag.

For øvrig er bankens oppfatning at en investeringsbeslutning ikke alene kan baseres på teoretiske estimater. En rekke andre forhold spiller også inn, ikke minst troen på en positiv utvikling i de markedet investeringen er knyttet til, samt kundens risikopreferanser. Det er ikke gitt at estimater knyttet til forventet avkastning under bestemte forutsetninger for disse produktene i praksis ville ha vært bestemmende for investeringsvalget i større utstrekning enn den enkelte kundes tro på utvikling i de aktuelle indekser. For banken er det viktig å understreke at banken hadde tro på positiv avkastning for kundene også ved lånefinansiering, og at det var utviklingen i 2001 og 2002 – og ikke svakheter ved produktene eller de avkastningsmuligheter de ga – som dessverre førte til negativ avkastning for klager.

Banken kan under henvisning til dette ikke se at det hefter forhold ved produktene DnB Global 2000/2006 og Sektor 2000/2006 – dvs. ved deres egenskaper – som innebar at banken ikke burde ha tilbudt produktene. Det er ikke grunnlag for å hevde at avkastningsmuligheter, kostnader eller andre forhold innebar at tilbud om lånefinansiert investering var i strid med noen relevante dagjeldende lover og regler. Banken mener følgelig at det heller ikke er påvist forhold som kan begrunne klagerens krav om kompensasjon.

For ordens skyld minner vi om at klagerens krav utelukkende knytter seg til forhold ved selve produktene, jf. hans brev til nemnda av 8. desember 2006.

...

Professor Thore Johnsen har 2.11.2008 avgitt en ny rapport betegnet "Tilsvar til kommentarer fra DnB NOR 9. september 2008": Han fremholder blant annet:

"2. Dekomponering av avkastningsforskjeller: Parametervalg

Modellforskjeller mht. avkastning er nå fjernet og det gjenstår derfor kun forskjeller i parametervalg, dvs. valutarenter, utbytteavkastning, risikopremier og indeksvolatilitet. Johnsen (2008) benytter samme valutarenter som Markets, og disse er også benyttet ved beregningen av de reviderte avkastningstallene for K&Z i tabell 2 (K&Z benyttet noe lavere statsrenter i forhold til våre swaprenter). Tabell 2 viser hvordan forskjellen mellom Markets og mine annualiserte avkastningstall kan dekomponeres i bidrag fra avvikende parameterverdier for utbytteavkastning, risikopremie og volatilitet. Tabellen viser at Markets bruker mer optimistiske anslag på alle tre parametere, men langt høyere volatilitet forklarer mesteparten av avkastningsavviket, dvs. forklarer 1,41 % av et totalt avvik på 2,22 % for Global og 1,77 % av et totalt avvik på 2,35 % for Sektor. Forklaringen på resterende avvik for Global er relativt jevnt fordelt mellom en lavere utbytteavkastning og en høyere risikopremie benyttet av Markets, og kun en høyere risikopremie for Sektor. Tabell 3 viser tilsvarende beregninger for en sammenligning mellom mine og K&Zs (reviderte) avkastningstall. Totale avvik er langt mindre og parameterforklaringen varierer mellom pluss og minus.

...

Utbytteavkastning

DnB Nor (2008) hevder at avkastningsavvikene er kun forårsaket av ulike risikopremier og volatilitet. Dette er ikke korrekt for Global, hvor en relativt betydelig del (+0,46 %) av bankens høyere estimerte avkastning skyldes en antatt lavere utbytteavkastning for Global-indeksen. Dette er et større avkastningsavvik enn forklart av deres samtidig høyere risikopremie, jf tabell 2. En lavere utbytteavkastning innebærer, alt annet like, en tilsvarende høyere forventet kursvekst for indeksen og en høyere forventet avkastning for Global-produktet, jf Johnsen (2008). Markets benyttet siste års utbytteavkastning 1999/2000, som var unormal lav som følge av den kraftige kursoppgangen under foregående "dot.com-boble", jf figur A5 i appendikset i Johnsen (2008). Markets (2007) hevder at "*Markedets dividendeforventning [for neste 6 år] vil i større grad være basert på forrige års dividendetall enn på de fra 5 år tilbake* [som benyttet av K&Z, og av meg]". Jeg kjenner ingen finansiell empirisk forskning som gir støtte til denne påstanden. Forskningen gir derimot støtte til den motsatte påstanden. Det er velkjent at utbytteavkastningen for brede indekser synes å være preget av "mean reversion", dvs. at unormalt lave (hhv høye) nivåer vil på sikt kunne forventes å følges av en mer normal, høyere

(hhv lavere) utbytteavkastning. En spesielt lav utbytteavkastning oppfattes derfor å signalisere fremtidige høyere utbyttebetalinger (derfor høy kurs i dag) eller en lavere kursvekst (unormalt lav utbytteavkastning oppfattes ofte som et salgssignal). I sine beregninger forutsetter derimot Markets en fortsatt både lav utbytteavkastning og en høy risikopremie for indeksavkastningen. Samlet innebærer dette at forventet kursvekst (geometrisk) for Global er satt nesten 1 %-poeng høyere enn mitt estimat (jf andre linje i tabell 1).

Risikopremie

Uenigheten om risikopremier for de to indeksene er liten og av langt mindre betydning i forhold til uenighet om volatiliteten. DnB Nor benytter noe høyere geometriske risikopremier enn Johnsen (2008), hhv. + 0,45 %-poeng for Global og + 0,79 %-poeng for Sektor, jf andre og fjerde linje i tabell 1. Men dette forklarer kun en mindre andel av annualisert meravkastning for DnB Nor i forhold Johnsen (2000), dvs. 0,35 %-poeng av for Global og 0,57 %-poeng for sektor, jf første og tredje linje i tabell 1.

I sin kommentar gjør Markets (2008) allikevel en betydelig sak ut av forskjellene i disse parameterverdiene: *"Heller ikke når det gjelder risikopremien gir Thore Johnsen noen overbevisende begrunnelse for sine parameteranslag."* (s. 5). Dette er grunnløs kritikk. For det første, siden Markets, uten nærmere begrunnelse, kun hevder at risikopremien er proporsjonal med implisitt volatilitet: *"Vi har i vår beregning valgt å bruke [...] risikopremie basert på en Sharpe-ratio på 0,25"* (Markets; 2007, s. 3). Det gis ingen begrunnelse for dette. NR (2008) kommenterer DnB Nors valg som følger: *"Vi har ikke sett noen andre studier som gjør dette"* (side 10) og *"For de to spesifikke produktene Global 00/06 og Sektor 00/06 gir DnB NOR Markets' valg av metode høyere forventet avkastning enn mange andre valg vi har vurdert i denne rapporten"* (siste setning i konklusjonen på side 19).

For det andre, og i særdeleshet, er kritikken grunnløs siden mine estimater for Global og Sektor tilfredsstiller Markets eget Sharpe-krav (jf min påpekning i første avsnitt på side 15). Jeg velger derfor å tro at Markets ikke har lest eller reflektert skikkelig over mitt notat (og for den saks skyld heller ikke notatet fra NR).

Jeg unnlot å oppgi referanser, bl.a. fordi mitt valg av en 3 % internasjonal (geometrisk) langsiktig risikopremie var i fullt (Sharpe-) samsvar med Markets egne estimater. De viktigste referansene ville vært de ulike årbøkene utgitt av professorene Dimson, Marsh og Staunton, London Business School, i samarbeid med ABN Amro (DMS). Disse tilbyr de mest fullstendige analysene av historiske avkastningstall for en rekke markeder, bl.a. Norge (i samarbeidet med undertegnede). Bøkene gir dessuten forfatterens syn på fremtidig forventet avkastning, og er etablert som hovedkilden for slike avkastningsprognoser, både for akademikere og praktikere. Deres syn på en langsiktig internasjonal (geometrisk) er nettopp 3 %. Dimson sitter i finansdepartementets strategiråd for Oljefondet (sammen med bl.a. undertegnede), og rådet har nylig avgitt samme syn i et brev til finansdepartementet, jf Stortingsmelding nr 16

(2007-2008), avsnitt 3.3.2. Brevet bygger på omfattende analyser og vurderinger av strategirådets medlemmer, finansdepartementets stab, Norges Bank Asset Management og internasjonale rådgivere.

Indeksvolatilitet

Avviket mellom DnB Nor og undertegnede (og K&Z) er her vesentlig større og forklarer nær 2/3 av avviket i beregnet forventet avkastning for Global og ¾ av avkastningsavviket for Sektor. DnB Nor bruker implisitt volatilitet beregnet ut fra hva de faktisk betalte for indeksopsjonene. Jeg baserer mitt anslag på en relativt omfattende analyse av historisk volatilitet for de to indeksene og delindeksene, herunder innbyrdes korrelasjoner mellom delindeksene, jf s. 16 og figur A7-A14 i appendikset i Johnsen (2008). Jeg benytter et daglige avkastningsdata for perioden januar 1986-februar 2008. Analysen viste at historiske volatilitetstall for løpende 6-års perioder frem til høsten 2000 (og for etterfølgende periode) alltid har ligget vesentlig lavere enn volatilitetstallene benyttet av DnB Nor. Det samme gjelder for kortere observasjonsvinduer ned til ett år (som i urolige markedsperioder vil vise høyere historisk volatilitet), jf figur A12 og A14 i Johnsen (2008).

Siden historiske volatilitetstall hadde vist en økende trend frem til høsten 2000 valgte jeg å benytte vesentlig høyere volatilitetstall enn maksimal historisk volatilitet for noen foregående 6-års periode. Jeg benyttet hhv 18 % og 22 % for Global og Sektor selv om maksimal historisk volatilitet hadde vært kun hhv 14 % og 18 % (faktisk volatilitet ble hhv 17 % og 20 %). DnB Nor hevder at også mine volatilitetsanslag mangler noen begrunnelse: *"Det er vanskelig å forstå hvordan volatilitetsanslagene til Thore Johnsen fremkommer siden dette ikke er beskrevet i hans artikkel. Det gis ingen annen begrunnelse [av Johnsen] enn at 'jeg har valgt å bruke hhv 18 % og 22 % volatilitet for Global og Sektor, og anser disse nivåene som relativt realistiske anslag for forventet: implisitte volatiliteter'".* Denne kritikken kan skyldes mangelfull lesing eller forståelse av mitt notat, og i så måte beklager jeg at jeg ikke startet den siterte setningen fra mitt notat med ordene *"Basert på foregående analyse har jeg valgt å bruke..."*.

DnB Nor benytter volatilitet på hele 23,6 % for Global og 28,6 % for Sektor. Dette er kun basert på beregnede implisitte volatiliteter for kjøpte opsjoner, uten noen ytterligere analyser. De viser nå til en analyse av NR (2008). Denne er basert på et begrenset datasett for å beregne historisk volatilitet (månedlige avkastningstall for perioden januar 1995 – februar 2008), men bruker i tillegg et datasett for historiske implisitte volatilitetstall stilt til disposisjon av DnB Nor. NRs konklusjon er relativt klar: *"Som vi ser av figurene ligger den implisitte volatiliteten stort sett betydelig over den historiske. [...] Basert på dette eksempelet [volatiliteter for S&P500, Euro Stoxx50 og Nikkei225] kan det altså se ut som om den implisitte volatilitet alltid ligger høyere enn både den historiske og den sanne volatilitet [ex post faktisk volatilitet] og at den historiske volatiliteten gir best prediksjoner for den sanne volatiliteten"*, jf side 15 i NR (2008). NR viser at DnB Nors implisitte volatilitetstall har gjennomgående ligget 5 – 10 %-poeng høyere enn historisk og etterfølgende faktisk volatilitet (noe mindre for Euro STOXX50), jf figur 4.1-4.3 i NR (2008). DnB Nor synes allikevel å tolke

NRs analyse som en støtte for sitt eget volatilitets-valg (implisitt volatilitet) og ikke til mitt volatilitetsvalg (oppjustert historisk volatilitet).

De høye implisitte volatilitetene kan tenkes forklart ved halerisiko for disse indeksene, dvs. at sannsynligheten for spesielt store kursfall (men ikke kursstigninger) er overvurdert ved en vanlig (stabil) lognormal sannsynlighetsfordeling. Denne årsaken er også nevnt av NR (2008). I så fall kan opsjonsprisingen være korrekt (jf skjulte honorarer for opsjonsutstedende bank), men disse oppjusterte volatilitetene er da ikke relevant ved vurderingen av forventet avkastning.

3. Skjulte produktkostnader

I Johnsen (2008) hevdet jeg (ut fra mine beregninger) at banken har belastet kundene med et "tilretteleggermargin" på totalt ca 5,6 % av investert beløp for Global og Sektor. Dette utgjør ca 1,2 % årlig over 6 år, beregnet som en vanlig etterskudds annuitetskostnad. Dette er bekreftet i bankens tilsvaer: *"Når det gjelder tilretteleggermarginene, har disse generelt vært 0,85 % - 1,00 % av investert beløp pr år. DnB Global og DnB Sektor lå innenfor dette intervallet."*, jf DnB Nor (2008), side 2. Banken oppgir en årlig, enkel kostnad uten renter. Det nevnte intervallet svarer til en totalkostnad på 5,1 % - 6,0 % på kjøpstidspunktet. Denne belastningen var ikke nevnt i prospektene for Global og Sektor, og så vidt vites ble den heller ikke opplyst til kundene før kjøpet. Banken hevder at man "ga klageren [kunden] god informasjon om alle betalbare kostnader i forbindelse med plasseringen og låneopptaket"

Jeg hevdet videre at banken tok en årlig kredittmargin på 1,74 % ved lånefinansiering av investeringen. Dette er forskjellen mellom effektiv lånerente 8,51 % for kunden, jf DnB Nor (2007), og 6-års swaprente 6,77 % den 24. november 2000 (bekreftet av banken i direkte kommunikasjon til undertegnede). Banken hevder nå at marginen ble langt større enn beregnet fordi lånerenten (av hensyn) til kunden var fastsatt allerede i september 2000 og at swaprenten da lå høyere, nemlig på 7,35 %. Forventet effektiv kredittpremie var mao 1,14 %. At forventet kredittmargin var lavere på et tidligere tidspunkt er en legitim unnskyldning fra bankens side, men er egentlig til liten trøst for kundene. Kredittpremien var åpenbart altfor høy i forhold til den relativt ubetydelige risikoen ved lånet (rentebetalingene), og spesielt ved månedlige rentebetalinger. Nedenfor i avsnitt 4.4 anslår jeg bankens ekstra kredittpremie til ca 1 %-poeng regnet pr innbetalingstidspunktet (anslår en markedsbestemt lånerente til 7,07 % - kredittpremie 0,30 % pluss 6-års swaprente 6,77 % - mens nominell lånerente var 7,95 %)

Når det gjelder et eventuelt honorar for opsjonsutstedende bank – anslått til ca 5,7 % av investert beløp i Johnsen (2008) – har jeg fortsatt en tro på at dette var tilfelle. Selv om bankene, i følge DnB Nor, stilte toveis priser har jeg ingen tillit til at dette fungerte som et toveis marked med vekselvis kjøp og salg og reell arbitrasje av et generelt høyt prisintervall (eventuelt dynamisk delta-spekulasjon). Dette er vel uansett en mindre interessant

problemstilling i denne saken, siden DnB Nor vel ikke står juridisk ansvarlig for en eventuell overprising far opsjonsutstedende banks side.

...

4.4 Oppsummering om lånefinansiering

De foregående talleksemlene har vist at lånefinansiering kan øker forventet avkastning for kunden (dersom forventet produktavkastning overstiger lånerenten). Dette er den "gode nyheten" ved lånefinansiering, og som DnB Markets (2008) fokuserer på. Den "dårlige nyheten" ved lånefinansiering, at lånefinansiering tilsvarende øker kundens avkastningsrisiko er overhodet ikke berørt av Markets, selv om dette er barnelærdom for enhver profesjonell markedsaktør. Forventet avkastning på 100 % belånte indekserte produkter må sammenlignes med langt høyere avkastningskrav enn for ikke-belånte produkter, selv om disse allerede er høye (minst 10 % i følge DnB Markets anslag). Mye av diskusjonen av lånefinansiering i DnB Markets (2008) er nærmest meningsløs, f.eks. at banken fokuserer på spørsmålet om en lånefinansiert investering i Global og Sektor ville gitt en positiv forventet avkastning. Hvilken trøst er nå dette for kunden når avkastningen burde vært minst 14 % årlig for ikke å være tapsbringende i forhold til tilsvarende risikable investeringer. På samme måte presenterer banken en sammenligning med risikofri banksparing, uten at den ekstreme risikoen ved den lånefinansierte produktinvestering overhode nevnes, jf side 8-10. Banker viser at en lånefinansiert investering i Global og Sektor ville gitt en noe høyere etter-skatt avkastning enn banksparing (selv med K&Z lavere forventede avkastning). Konklusjonen fra Markets synes å være at produktinvesteringen derfor var bedre. Dette er i så fall tøv, og ville gitt strykarakter i et elementærkurs i finans.

Den fornuftige måten å vurdere lånealternativet ville være å bruke en nåverdivurdering av kundenes kontantstrømmer med korrekte risikojusterte avkastningskrav. En slik analyse vil vise at kunden i hvert fall tapte på høye tegningskostnader, en skjult tilretteleggermargin (nå akseptert av DnB Nor) og på en lånerente som sannsynligvis var satt vesentlig høyere enn engasjementets risiko skulle tilsi (og spesielt ved månedlige rentebetalinger). En enkel beregning av nåverditap knyttet til bankens kostnader ved en kundeinvestering er illustrert i tabell 6 nedenfor, hvor jeg har sett bort fra en eventuell margin for opsjonsutstedende bank (anslått til ca 5,7 % av investert beløp i Johnsen (2008)), dvs. at jeg antar at nåverdien av produktets kontantstrømmer er lik investert beløp uten disse kostnadene. Dette betyr at man jo egentlig ikke trenger å diskutere forventet avkastning for de to produktene når man ser bort fra de nevnte kostnadene (med unntak for en mulig margin for opsjonsutstedende bank). Forskjeller i oppfatningen om forventet avkastning før kostnader vil reflekteres i tilsvarende forskjeller i risikojustert diskonteringsrente for basis produktkontantstrøm, slik at netto nåverdi uansett er lik 0 før kostnader (dvs. markedsriktig prising av produktene ekskl. kundekostnader). DnB Nor hevder at forventet avkastning er høyere enn

Johnsen (2008), men dette betyr at de må bruke en tilsvarende høyere diskonteringsrente.

Beregningen i tabell 6 nedenfor er basert på kunde Røeggens tall, dvs. investert beløp 500 000 kroner fordelt likt på Global og Sektor og derfor med rabatt på lånekostnadene. Totale kundetap pr investeringstidspunktet ved en slik lånefinansiert investering utgjorde mao. minst 14,3 % av investert beløp, eller hele ca 3 %-poeng i tapt årlig avkastning. Det er vanskelig å forstå hvordan DnB Markets (2008) fortsatt kan forsvare en slik investering, dvs. med mindre banken mener at opsjonsutstedende bank ga DnB markets en rabattert pris.

Eksempelanalysen har ellers vist at økningen i forventet avkastning og risiko reflekterer gjennomsnittlig gjeldsandel over produktets levetid, og at denne er avhengig av hvordan rentene betales, dvs. at forventet avkastning og risiko var mindre dess raskere rentene ble betalt. Videre har jeg vist at lånefinansiering skaper en uheldig, skjev risikoeksponering i forhold til underliggende produktavkastning, dvs. akselererende tap ved lav produktavkastning og fallende avkastningsøkning ved høy avkastning.”

DnB NOR Markets har i et notat av 17.11.2008 svart på professor Thore Johnsens innvendinger, hvorfra gjengis:

”Parametervalg

Vi konstaterer at det fremdeles er stor uenighet rundt hvordan de ulike parametrene skal estimeres, og da spesielt risikopremie og volatilitet. Vi mener fremdeles at det på dette området ikke finnes fasitsvar slik Johnsen forsøker å gi inntrykk av, og at våre parameteranslag er fullt faglig forsvarlige. Koekebakker og Zakamouline har gjort sine anslag, Thore Johnsen har gjort andre anslag, DnB NOR Markets har igjen gjort andre anslag og NR (2008) viser at det finnes en rekke ulike måter å estimere disse parametrene på. Dette viser at det er mange oppfatninger om dette. Vi henviser igjen til konklusjonen fra NR (2008): *”Vi har argumentert for at det ikke finnes noen fasitsvar på hvilke metoder man skal benytte for å bestemme disse parametrene. Både valgene til Koekebakker og Zakamouline (2006) og DnB NOR Markets (2007) kan forsvares.”*

Estimering av risikopremie

Det finnes en rekke ulike varianter av risikopremier, som vi føler et visst behov for å klarlegge. For det første har man skillet mellom geometrisk og aritmetisk risikopremie, dette vil vi komme nærmere tilbake til under. Videre har man skillet mellom risikopremier målt over statsrente og de målt over swaprente. DnB NOR Markets (2008) og Johnsen (2008, 1 og 2008, 2) har definert risikopremien som risikopremie over swaprenter, mens Koekebakker og Zakamouline definerer denne som risikopremie over statsrenter. Man kan anta at forskjellen mellom disse to (i normale markeder) typisk er ca 0,50 % p.a. I tillegg kan alle risikopremier (i likhet med renter) oppgis med enten kontinuerlig forrentning eller med årlig forrentning.

Effekt av risikopremieparameteren på forventet avkastning

Vi er ikke enige med Johnsen (2008, 2) i at uenigheten rundt risikopremiene er av liten betydning. Det er to måter å se betydningen av risikopremie på. Johnsen fokuserer på den *geometriske* risikopremien og justerer denne i dekomponeringen (Johnsen, 2008, 2, side 3). Dette gjør at risikopremiens betydning fremstår som relativt marginal (siden avvikene i geometriske risikopremier er forholdsvis små). Johnsen dekomponering innebærer at den aritmetiske risikopremien (som er den risikopremien som brukes for å reflektere faktiske fremtidige avkastningsforventninger) justeres ytterligere opp i steget der volatiliteten endres. Et annet alternativ vil derfor være å justere den *aritmetiske* premien istedenfor den geometriske. Vi mener at det ikke er noe i veien for å modellere den aritmetiske risikopremien direkte, slik det blir gjort i vår risikopremieanslagsmodell. Vi mener derfor fremdeles at risikopremie er en sentral parameter i beregningene.

Som det kan sees av tabellen under vil risikopremien være den parameteren som påvirker resultatet mest dersom man justerer den *aritmetiske* premien direkte istedenfor den *geometriske*. Volatiliteten isolert sett (og ikke den delen som kommer av høyere aritmetisk premie som følge av høyere volatilitet) vil derimot påvirke resultatene langt mindre dersom det er den aritmetiske og ikke den geometriske risikopremien som justeres.

...

Estimater for risikopremien

Når det gjelder den faktiske størrelsen på risikopremien mener vi fremdeles at våre anslag (for *aritmetiske* premier, som er det vi hele tiden har basert oss på) er innenfor hva som kan anses som faglig forsvarlig. Våre risikopremieanslag (aritmetiske) er ikke langt unna anslagene til Koekebakker og Zakamouline (2006). K&Z anslår kontinuerlige aritmetiske premier på 7,38 % og 7,23 % for henholdsvis Global og Sektor (dersom de oppgitte geometriske premiene omregnes til aritmetisk form på enkeltindeksnivå), mens våre er henholdsvis 6,19 % og 7,53 % (Markets, 2007) (for de geometriske risikopremiene er våre anslag lavere enn de til Koekebakker og Zakamouline).

Welch (2000) gjorde i 1998-99 en omfattende spørreundersøkelse der 226 finansprofessorer ga sine anslag for hva de trodde risikopremien ville være for S&P 500 (det amerikanske aksjemarkedet) over kommende 1- 5- 10- og 30-års perioder. For 5-årsperioden (som er mest relevant i denne sammenheng, 171 finansprofessorer ga anslag for denne) viser resultatene at gjennomsnittsestimatet var 6,7 % og medianestimatet 7,0 % aritmetisk risikopremie. Til sammenligning er K&Zs aritmetiske anslag for risikopremie for det amerikanske markedet ca 7,2 % (basert på historiske tall) mens DnB NOR Markets' anslår 6,38 % for hele kurven, og tall kun for USA vil være i omtrent samme størrelsesorden. Johnsen anslår 4,7 % for hele kurven, et delanslag for det amerikanske markedet herfra vil

sannsynligvis ligge langt under estimatet fra denne undersøkelsen (Johnsen oppgir ikke risikopremieestimerer for enkeltindeksene). Et annet viktig poeng er at risikopremieestimatene fra finansprofessorene i undersøkelsen (for 5-års horisont) varierte voldsomt, fra -4 % til +17 % (de fleste lå mellom + π % og +10 %), så uenigheten må sies å være svært stor, selv blant akademikere. Vi kan ikke se at det er gjort lignende undersøkelser for de andre markedene som er brukt som underliggende i produktene, men det er grunn til å tro at resultatene ikke ville vært signifikant lavere på dette tidspunktet. De historiske risikopremiene fra DMS (2000) (se tabell 2 over) for Japan på dette tidspunktet ligger noe høyere enn USA og for Europa litt lavere. Dersom man skulle gjøre en analyse av avkastningsmuligheter for DnB Global og DnB Sektor før produktlansering i 2000, ville det være naturlig å bruke kjent informasjon på dette tidspunktet for å gjøre parameteranslag. Vi mener at vi vanskelig kan kritiseres for å bruke risikopremieestimerer som ligger i samme størrelsesorden som et gjennomsnitt av forventningene til 171 finansprofessorer på denne tiden.

Studien utført av Norsk Regnesentral (NR 2008) tar for seg tre ulike *estimeringsmetoder* for risikopremier: Estimering basert på empirisk analyse av historisk avkastning i aksjemarkedene, estimering basert på modell for avkastning og estimering basert på ekspertkunnskap. Det at historiske tall ikke kan brukes ukritisk som forventninger om fremtiden, kommenteres eksplisitt av NR: *"Det understrekes generelt at historisk/realisert risikopremie og forventet risikopremie framover ikke nødvendigvis er like"*. På bakgrunn av dette er kritikken fra Johnsen (2008, 2) (*"NR (2008) blander sammen beregninger av historiske premier med oppfatninger om forventet fremtidig risikopremie"*) vanskelig å forstå.

Vi synes også Johnsen er vel bombastisk når han konkluderer med at *"Uenigheten om forventet geometrisk avkastning er langt fra så stor som DnB NOR forsøker å gi uttrykk for"*. Denne konklusjonen fatter Johnsen på bakgrunn av at finansdepartementets strategiråd i 2008 har gitt et anslag for en risikopremie (geometrisk) på 3 % for en global indeks og at de siste årbakene til Dimson, Marsh og Staunton har kommet med anslag i samme størrelsesorden. For det første, dersom Johnsen (2008, 1) hadde opplyst om kilder og referanser for sine risikopremieanslag, ville vi ha sluppet å påpeke at tallenevirker lite begrunnet. For det andre, vi kan ikke se at Dimson, Marsh og Staunton hadde kommet med anslagene for fremtidig risikopremie som Johnsen referer til på lanseringstidspunktet for produktene i 2000 (dette er iallfall ikke nevnt i DMS (200)). Denne informasjonen kan derfor ikke antas å ha vært kjent for DnB NOR Markets på dette tidspunktet. Og for det tredje, selv om informasjonen hadde vært kjent, så kan vi vanskelig se at synspunktene til Dimson, Marsh og Staunton representerer noe annet enn en av mange oppfatninger om fremtidig risikopremie i aksjemarkedet.

Vi henviser igjen til studien utført av NR (2008), som på en grundig måte har tatt for seg ulike måter å estimere risikopremier på og også viser til en rekke undersøkelser og artikler fra de seneste årene innenfor dette feltet.

Studien konkluderer med at *"Uenigheten er med andre ord stor"* og at *"Risikopremien er vanskelig å estimere"*.

Estimering av volatilitet

Vi står fast ved at vi mener at markedets prising av opsjoner gir det beste grunnlaget for estimering av fremtidig volatilitet. Slik vi forstår Johnsen kritikk må han enten mene at implisitt volatilitet (evt i tillegg) at DnB NOR Markets kjøper opsjonene for dyrt i forhold til "markedspris" for disse (noe han for så vidt har gitt uttrykk for at han tror i Johnsen (200(, 1) og Johnsen (2008, 2)).

...

Oppsummering om volatilitet

Bevegelsene i internasjonale aksjemarkeder vil som regel avvike fra forutsetningene gitt av Black-Scholes modellen (som er basis for alle de tre foreslåtte modellene) for prising av opsjoner og for beregning av forventet avkastning. Vi har nevnt manglende lognormalitet ("fete haler") og tidsavhengig volatilitet som to mulige slike avvik. Disse effektene må hensyntas gjennom å justere en av parametrene i beregningen, som oftest volatiliteten. Derfor mener vi at implisitt volatilitet som er den volatiliteten som følger av markedspriser for opsjonene beregnet med Black-Scholes modellen) generelt sett vil være bedre egnet til å predikere verdi av både rettferdig opsjonspris og forventet fremtidig avkastning enn et estimat basert på historisk volatilitet.

Vi kan ikke se hvorfor det ikke skal hensyntas systemetiske forskjeller mellom historisk volatilitet og markedets implisitte volatilitet som ses i alle (likvide og illikvide) opsjonsmarkeder. En annen antagelse om volatilitet enn det markedet gir, blir etter vår mening i større grad en subjektiv vurdering fra Johnsen og verdien av opsjonen, enn en konsensus i markedet.

Estimering av dividende

Thore Johnsen (2008, 1 og 2008, 2) argumenterer for at DnB NOR Markets undervurderer den forventede dividenden (DnB NOR Markets anslår 0,96 % basert på 1-års historikk, (Markets, 2007). Vi erkjenner at det kan argumenteres på flere måter her. Man kan argumentere for en kort historikk fordi aksjemarkedet var i en svært spesiell situasjon i 2000, man snakket om "den nye økonomien", strukturelle endringer av markedet og vekstselskaper (med lave dividendeutbetalinger, iallfall i nær fremtid) utgjorde en uforholdsmessig stor andel av børsenes totalverdi. Det var ingen automatikk i å anta at denne situasjonen skulle endre seg i aller nærmeste fremtid, og det var selvfølgelig ingen som kunne forutse at børsverdiene skulle kollapse slik de gjorde utover i 2001 og 2002. Argumentet for at en lengre historikk er bedre å bruke er mer teoretisk basert, slik Thore Johnsen skisserer, at dividenden over tid vil følge et "mean-reversion" prinsipp.

Uansett, dersom vi i våre beregninger hadde lagt en høyere dividende til grunn, vil dette som følge av vår metodikk for å anslå volatilitet også

medføre en høyere implisitt volatilitet, som igjen gir høyere forventet avkastning. Som man kan se av tabell 4 under vil den forventede avkastningen ikke bli signifikant lavere selv om vi endrer våre dividendeestimer.

...

Skjulte produktkostnader

DnB NOR Markets har ikke bestridt at det i tillegg til tegningsomkostninger også var en tilretteleggermargin innbakt i produktene. Det var ikke noe lovpålagt krav i 2000 om å opplyse om denne marginen.

Størrelsesordenen på denne marginen var som vi tidligere har beskrevet 0,85 – 1,00 % p.a. (annualisert på en annen måte enn hva Johnsen gjør) (DnB NOR, 2008). Denne marginen har holdt seg på et relativt stabilt nivå i DnB NORs produkter de siste årene, også etter at det ble et pålegg å opplyse om dette.

...

Forventet avkastning med lånefinansiering

Johnsen gir i (Johnsen, 2008, 2) en grundig gjennomgang av effekter på egenkapitalavkastning for ulike grader av lånefinansiering og ved ulike rentebetaingsstrukturer. Det virker imidlertid som han totalt har misforstått vår hensikt med å bringe opp spørsmålet om forventet avkastning med lånefinansiering i (Markets, 2008). Intensjonen her var aldri å gjøre en grundig utredning av risikojustert avkastning ved ulike lånefinansieringsalternativer, men derimot å imøtegå påstander om at forventet avkastning med lånefinansiering er negativ. Denne påstanden har blitt fremsatt både av Koekebakker og Zakamouline (2006) (*"Investoren kan for alle nivå av tegningskostnader forvente å tape penger"*) og Johnsen (2008, 1) (*"Tabell A1 og A2 viser at lånealternativet alltid ville gitt negativ forventet avkastning uansett tegningskostnader, gitt mine parameterantakelser"*), men ikke på nytt i Johnsen (2008, 2). Vi mener dette er uriktige påstander, som det var viktig å tilbakevise, noe vi nå også føler at vi har gjort (i Markets, 2008).

Verken Koekebakker og Zakamouline (2006) eller Johnsen (2008, 1) har tidligere gjort noen detaljert utgreiing rundt sammenhengen mellom avkastning og risiko for en lånefinansiert investering i sine artikler, så dette punktet har ganske enkelt ikke vært en sentral del av diskusjonen til nå. Det blir derfor for enkelt av Johnsen (2008, 2) å komme med beskyldninger om manglende finansiell kompetanse i DnB NOR Markets på bakgrunn av at vi valgte å legge fokuset i vårt tilsvarende på å besvare beskyldningene fra K&Z (2006) og Johnsen (2008, 1) om negativ forventet avkastning med lånefinansiering.

Johnsen skriver *"Konklusjonen fra Markets synes å være at produktinvesteringen derfor var bedre. Dette er i så fall tøv, og ville gitt strykkarakter i et elementærkurs i finans."* (Johnsen, 2008, 2). Denne konklusjonen (og språkbruken) får stå for Johnsens egen regning. DnB NOR Markets (2008) skrev at: *"Det betyr at **dersom forventet***

avkastningscasen slår til (uthevet av DnB NOR Markets) (*gitt Koekebakker og Zakamouline sine parametre for forventet avkastning*) kommer kunden atskillig bedre ut ved å lånefinansiere en AIO enn å spare pengene på bakkonto.” Kunden vil altså komme ut med en forventet positiv avkastning fremfor banksparing, og ikke med forventet negativ avkastning som hevdet av Johnsen (2008, 1) og K&Z (2006). Dette mener vi er en vesentlig forskjell som krever en presisering, og denne presiseringen er relevant selv uten å kommentere risikoen. Det er naturligvis ingen automatikk i at en investering som gir positiv avkastning i forhold til bankavkastning bør anbefales for kunden uten å vurdere risiko, en oppfatning Johnsen (2008, 2) feilaktig tillegger oss.

DnB NOR Markets er *selvfølgelig* godt kjent med sammenheng mellom forventet avkastning og risiko, og vi har aldri bestridd at en lånefinansiert investering naturligvis vil være langt mer risikabel enn en egenkapitalinvestert investering (selv om dette ikke er nevnt eksplisitt i Markets (2008)). Det bør være ganske åpenbart at risikoen for tap ved lånefinansiering er betydelig dersom avkastningen uteblir. Dette var også noe kundene fikk informasjon om før beslutningen om lånefinansiering ble tatt. Det finnes ikke noe generelt fasitsvar på hvor stor eller liten grad av risiko en kunde bør ta, men dette vil være en individuell vurdering som vil avhenge av hver enkelt kundes risikopreferanser (grad av risikovillighet/risikoaversjon).

De fleste investorer (med mindre man er ekstremt risikovillig) vil normalt kreve en høyere forventet avkastning dersom man skal ta på seg ekstra risiko. Når vi legger våre parameteranslag til grunn vil da også investoren ha en høyere forventet avkastning på egenkapitalen i den lånefinansierte utgaven enn ved den egenkapitalfinansierte varianten (Se tabell 1: for Global 00/06 med DnB NOR Markets parameterverdier og 4,5 % tegningsomkostninger: 12,72 % p.a. ved lån vs 9,29 % ved EK, og for Sektor 00/06 med DnB NOR Markets parameterverdier og 4,5 % tegningsomkostninger: 13,59 % p.a. ved lån vs 9,49 % ved EK). Investorene hadde i tillegg en potensielt betydelig oppside utover forventet avkastning, enda sterkere ved lånefinansiering enn ved egenkapitalfinansiering.

Oppsummering

Vi vil nok en gang poengtere at forventet avkastning med lånefinansiering (internrente i kundens kontantstrøm i et forventet avkastningsscenario) **ikke er negativ** med noen av de brukte parametersettene, heller ikke med Johnsens (2008, 1) eller Koekebakker og Zakamoulines (2006) parametre (se tabell 1). Denne påstanden fremmes heller **ikke** på nytt (Johnsen, 2008, 2). Vi blir her isteden presentert for en omfattende analyse av sammenheng mellom avkastning og risiko ved ulike grader av lånefinansiering og ved ulike renteinnbetalingsstrukturer.”

I sine sluttkommentarer av 9.12.2008 fremholder professor Johnsen blant annet:

"1. Generelt

DnB Nors siste saksinnlegg (2008b) gjentar og utvider kritikken av min faglige vurdering i Johnsen (2008a) og mine utfyllende kommentarer i Johnsen (2008b). DnB Nors notat er svært omfattende, men tilfører i realiteten ingen ny innsikt for å vurdere kvaliteten på bankens to omstridte indekserte produkter DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006. Det endrer således ikke mine konklusjoner fra Johnsen (2008a) og (2008b):

(1) De to produktenes forventede avkastning blir overvurdert i DnB Nor (2007) som følge av en systematisk overvurdering av de tre viktigste avkastningsdrivende faktorene risikopremier (høye), volatiliteter (høye) og utbytteavkastningstall (lave). Det kan være uenighet om fornuftige estimater for hver av disse parameterverdiene, men det er påfallende at DnB Nor, for hver av de tre parameterverdiene, har valgt den mest ekstreme verdien, sammenlignet med f.eks. K&Z (2006) og Johnsen (2008a).

(2) Produktene er belastet med svært store kostnader i form av etableringskostnader og tilretteleggerhonorarer. For en representativ investor utgjorde disse kostnadene 9 % - 10% av investert beløp, herav etableringskostnader 3,5 % - 4,5 % og tilretteleggerhonorar på ca 5,5 %. Kundene ble ikke informert om bankens tilretteleggerhonorar, som først ble identifisert i Johnsen (2008a).

(3) Svært mange kunder aksepterte bankens tilbud om 100 %

lånefinansiering av investeringene selv om lånerenten var satt vesentlig høyere enn det bankens reelle kredittrisiko skulle tilsi. Johnsen (2008b) anslår nåverdien av kundenes merkostnad i forhold til en normal lånerente til nær 5 % av lånebeløpet. Totale kostnader for en representativ lånefinansiert kunde utgjorde derfor 14 % - 15 % av investert beløp.

...

En del av fremstillingen i DnB Nor (2008b) brukes til å forsvare en alternativ dekomponering av avvik i forventet avkastning mellom mine og DnB Nors beregnede tall (jf. tabell 3 på side 4-5). I Johnsen (2008a) og (2008b) ble mesteparten av den langt høyere avkastningen beregnet av DnB Nor forklart ved bankens langt høyere indeksvolatiliteter. DnB Nor (2008b) argumenterer for at mesteparten av avviket isteden bør tilordnes deres (samtidige) bruk av langt høyere aritmetiske risikopremier. Jeg har for så vidt ikke noe problem med å akseptere denne vurderingen (jf. også min kommentar i fotnote 8 i Johnsen (2008a)), men jeg har vanskelig for å forstå hvilken betydning dette har for saken. Faktisk argumenterer DnB Nor her mot sin egen tidligere påstand om at aritmetiske risikopremier bør utledes fra indeksvolatiliteter ved en konstant Sharperate (0,25 benyttet av DnB Nor og tilfeldigvis også av meg). Det er også forunderlig at DnB Nor på denne måten vektlegger betydningen av sine svært høye risikopremier, gitt at disse er mer kontroversielle enn de høye volatilitetstallene (som er utledet fra påstått korrekt markedsprising av opsjonene). Fortsatt får man

inntrykk av en mangelfull forståelse av de faglige, finansøkonomiske spørsmålene i saken.”

Partene er gitt anledning til å komme med et sluttinnlegg. I brev av 9.12.2008 oppsummerer banken som følger:

”Hovedspørsmålet i saken knytter seg til spørsmålet om forventet avkastning for aksjeindeksobligasjonene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006. Klageren har anført at banken måtte ha visst eller forstått at forventet avkastning på de to plasseringsproduktene var negativ når plasseringen ble lånefinansiert, og at banken enten burde ha opplyst om dette eller unnlatt å tilby lånefinansiering.

For det første gjentar banken at det den gang de påklagede plasseringer fant sted ikke eksisterte noe krav om at det i prospektet for sammensatte investeringsprodukter ble gitt en beregning av forventet fremtidig avkastning. Først ved Kredittilsynets forskrift nr 1317 av 25.9.2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter ble det med virkning fra 1.1.2007 innført regler om at prospektet skal inneholde opplysninger om forventet avkastning, se forskriften § 6. Forskriften gir imidlertid ingen føringer når det gjelder valg av modell og parametre for avkastningsberegningen, men overlater valget til tilbydernes skjønn.

Uavhengig av ovennevnte hadde banken utvilsomt et ansvar for å vurdere om produktet hadde tilstrekkelig gode avkastningsmuligheter, og til å gi informasjon om både avkastningsmuligheter og risiko. Banken gjorde en skjønnsmessig vurdering av dette før produktene ble lansert, og vurderte avkastningsmulighetene som gode.

I omtalen av slike produkter har det i media fremkommet påstander om at lånefinansiering innebar ”garantert tap” og lignende. Også klageren selv har skrevet at dette var ”nærmest garantert å gå skeis”. Vi vil derfor understreke at det ikke kan være noen faglig uenighet om at lånefinansiering av produktene *både* ga muligheter for fortjeneste *og* risiko for tap. Den faglige uenigheten er knyttet til om forholdet mellom avkastningsmuligheter og risiko er godt nok.

Hva gjelder forventet avkastning har banken fremlagt beregninger som viser at forventet avkastning ved lånefinansiering var positiv og ikke negativ slik klager hevder. Faktisk er forventet avkastning ved lånefinansiering også positiv selv ved bruk av parameterestimaterne til henholdsvis professor Thore Johnsen og Steen Koekebakker/Valeri Zakamouline. Både Johnsen og Koekebakker/Zakamouline regner seg frem til negativ forventet avkastning med lånefinansiering, men antar i sine beregninger at alle lånerenter (og rentesrenter) ble betalt inn etterskuddsvis ved produktets forfall. Denne antagelsen er åpenbart gal, da rentene faktisk ble innbetalt månedsvis slik at dette må legges til grunn ved beregningen. Det er påvist faglig uenighet om hvordan de sentrale parametrene volatilitet og risikopremie skal estimeres. Forskjellen i disse estimatene har stor betydning for størrelsen på den forventede

avkastningen. Vi fastholder at bankens parameterestimer er forankret i et faglig forsvarlig skjønn.

Banken er opptatt av å understreke at beregninger av forventet avkastning ikke må opphøyes til noe fasitsvar. Selv om de fremlagte beregninger er basert på godt faglig skjønn, er beregningene likevel kun teoretiske beregninger der parameterestimaterne og resultatene er beheftet med stor grad av usikkerhet. I virkeligheten viser det seg at de faktiske bevegelser i finansmarkedene ofte avviker betydelig fra det teorien skulle tilsi. Investorer har tjent penger på tross av at slike beregninger skulle tilsi det motsatte, mens andre investorer har tapt penger selv om forventningene var gode. I siste instans må derfor den enkelte investor gjøre seg opp en oppfatning om hva han tror på og ikke tro på, selv om dette unektelig er komplisert.

I prospektene for DnB Global og DnB Sektor har banken illustrert avkastningsmulighetene, blant annet med henvisning til historisk avkastning for de aktuelle indeksene. Historisk avkastning for indeksene hadde vært svært god i årene før produktene ble tilbudt. Tidligere avkastning må anses som en relevant opplysning både for investors plasseringsbeslutning og bankens presentasjon av produktet, selv om historisk utvikling på ingen måte garanterer fremtidig utvikling. Kundene er etter bankens erfaring godt i stand til å forstå at den fremtidige utvikling er ukjent og kan bli helt annerledes. Prospektene forklarer da også disse forhold, og klageren erkjenner å ha vært kjent med muligheten for at avkastning kunne utebli.

Klageren har videre vært spesielt opptatt av at aksjeindeksobligasjoner normalt vil ha noe lavere forventet avkastning enn tradisjonelle aksjefond, og at de forhold som medvirker til lavere forventet avkastning ikke ble tilstrekkelig belyst. Det fremgår likevel av saken at klageren forsto at det var visse forskjeller mellom aksjeindeksobligasjoner og aksjefond, og han hevder blant annet å ha vektlagt tapsbegrensningen som var knyttet til aksjeindeksobligasjonene. Etter bankens oppfatning var det en rimelig sammenheng mellom forskjellen i avkastningspotensial og risiko for investeringsalternativene aksjefond og aksjeindeksobligasjoner. Selv om forskjellen i forventet avkastning kan være vanskelig å vurdere, har banken aldri hevdet at avkastningen ville være identisk. For ordens skyld opplyses at en investering i et globalt aksjefond over den aktuelle 6-årsperioden ville ha gitt et tap i størrelsesorden 15-20 % av investert beløp, mens man ved investering i de to aktuelle aksjeindeksobligasjonene kun tapte etableringsomkostningene.

I saksfremstillingen har det også vært fokusert på såkalte "skjulte kostnader". Dette kan defineres som differansen mellom kundens investering i aksjeindeksobligasjonene og engrosprisene (bankens pris) for de ulike elementer som inngår i disse. Banken er opptatt av å understreke at de markedene der disse elementene kan handles til engrospriser ikke er tilgjengelige for kundene. Kundene kjøper et ferdig produkt levert av banken. Kredittilsynet anbefalte å oppgi tilretteleggermarginer da tilsynet

første gang kom med rundskriv om sammensatte produkter. DnB NOR begynte å informere om produktenes sammensetning fra 2004, og utvidet i 2006 informasjonen til også konkret å angi bankens marginer. Den dag i dag er det ikke vanlig å opplyse om slike kostnader i andre europeiske land der lignende produkter tilbys. Det kan etter bankens oppfatning ikke være grunnlag for å hevde at det forelå opplysningsplikt vedrørende slike kostnader i 2000.

En annen innfallsvinkel til ovennevnte marginer er, uavhengig av opplysningsplikten, om marginene som sådan var urimelig høye. Det er tydelig at professor Johnsen vil mene det samme om en rekke spareprodukter som tilbys forbrukere, for eksempel ordinære aksjefond. I virkeligheten vil de kostnadsfrie alternativene ikke være tilgjengelige for kundene. Bankens marginer knyttet til DnB Global og DnB Sektor tåler godt sammenligning med våre konkurrenters marginer, og de samlede kostnadene var sammenlignbare med kostnadene ved en investering i ordinære aksjefond.

Norsk Regnesentral har, som en uavhengig stiftelse som utfører oppdragsforskning for bedrifter og det offentlige, konkludert med at parametervalgene DnB NOR har foretatt kan forsvares, og at det ikke finnes noe fasitsvar på hvilke metoder man skal benytte for å bestemme hvilke parametre som bør velges. Når man i ettertid kan konstatere at investorer som har lånefinansiert plasseringen har kommet dårlig ut, er det ikke produktet som sådant som har sviktet, men utviklingen i markedene som de underliggende indekser var knyttet til. Det er bankens vurdering at man ga investorene god informasjon om produktene, og at informasjonen ikke var villedende, hverken med hensyn til kostnader, risiko eller mulighetene for avkastning.

Dersom en plassering i indeksobligasjoner skal kunne medføre erstatningsansvar i tilfelle investor lider tap, må grunnlaget etter bankens oppfatning være uaktsomhet, basert på at tilbyder *visste eller burde ha visst* at produktet ikke kunne gi en rimelig avkastning. Det bestrides ikke at det kan oppstå erstatningsansvar dersom tilbyder ikke har utvist tilstrekkelig aktsomhet. Banken fastholder at produktene som denne saken gjelder ble nøye gjennomgått og vurdert av banken før de ble lansert, at kundene ble informert om avkastningsrisikoen, at produktene ikke hadde mangler som gjorde med uforsvarlige å markedsføre, og at det heller ikke var uaktsomt å gi kundene anledning til å lånefinansiere investeringen.”

III. Saksbehandling og habilitet

Bankklagenemnda bemerker innledningsvis at behandlingen av klagen har tatt lang tid. Når klagesaken har vært så tidkrevende, skyldes det ikke bare at den er omfattende og komplisert, men især at den har involvert en rekke sakkyndige. Det har vært avgitt mange sakkyndige utredninger. Kontradiksjonskravet medfører at de involverte har måttet gis anledning til å uttale seg når en ny utredning ble inngitt. Først etter at det var avgitt

sluttinnlegg 9.12.2008 hadde nemnda et grunnlag for å starte realitetsbehandlingen av saken. Nemndas fokus før dette tidspunkt har vesentlig vært å identifisere de ulike økonomiske problemstillinger som hadde avtegnet seg og å redigere de innkomne sakkyndige utredninger, slik at disse kunne inngå i en saksfremstilling i en uttalelse.

Saken har vært gjenstand for til dels betydelig medieinteresse. Nemndas leder holdt den 16.10.2008 et en times foredrag om "Finansiell rådgivning" i regi av Juristenes Utdanningssenter; dette ble fastlagt i januar 2008.

Foredraget var strukturert omkring en rekke enkelttemaer:

profesjonsansvaret, det rettslige bakgrunnsteppe for finansiell rådgivning, herunder sentrale høyesterettsavgjørelser, og Bankklagenemndas omfattende praksis om finansiell rådgivning. I den utleverte disposisjon opptok disse emner vel 25 sider. De tok mesteparten av den tildelte tid. I den resterende tid ble problemstillingene i klagesaken presentert, ved at de til da inngitte sakkyndige utredninger slik disse fremkommer i sammendraget foran (på dette tidspunkt ca. 15 sider), ble kort gjennomgått. Hensikten var dels å illustrere sakens problemstillinger og den reelle faglige uenighet mellom de økonomisk sakkyndige, dels å tilkjenne hva nærmere et års saksbehandling hadde gått med til, ettersom tidsforløpet hadde skapt et forklaringsbehov. Foredraget førte i ettertid til protester fra banken, som i brev av 29.10.2008 til Bankklagenemnda bl.a. fremholdt: "Særlig reageres det over at denne saken, som av mange oppfattes som prinsipiell og som er gjenstand for betydelig medieoppmerksomhet, kommenteres av nemndas leder og at det gis innsyn i den skriftlige saksfremstillingen før saken er ferdigbehandlet av nemnda. Saksfremstillingen hadde i dette tilfelle heller ikke vært lagt frem for sakens parter. Det gjør ikke saken bedre at det åpenbart er gitt opplysninger som avslører vurdering av enkeltmomenter i saken og som kan gi grunnlag for spekulasjoner ... Vi mener at nemndas leder i dette tilfelle har brutt med et grunnleggende prinsipp for saksbehandling i et organ som Bankklagenemnda. Det er sterkt beklagelig dersom en klagesak behandles på en måte som en av partene kan oppleve som kritikkverdig og egnet til å svekke partenes tillit til nemnda. Vi mener at det har skjedd i denne saken, og har funnet at det er nødvendig å si fra om dette før resultatet foreligger." Nemnda behandlet klagen i møte 7.11.2008 og konkluderte med at det ikke forelå forhold som røkter ved nemndslederens habilitet. Bankklagenemndas styre behandlet klagen på ekstraordinært styremøte 14.11.2008, og tok nemndas konklusjon om habilitetsspørsmålet til etterretning. "Styret beklager at det har oppstått en situasjon som den foreliggende der en part finner grunn til å reise spørsmål om lederens habilitet ... Saken illustrerer generelt at nemndsmedlemmer og ansatte ikke bør kommentere eller redegjøre for konkrete saker som er til behandling. Hvis dette likevel unntaksvis finnes naturlig fordi saken er kjent i media eller på annen måte, må det ikke gis synspunkter eller vurdering som er eller kan oppfattes som førende for sakens utfall." Nemnda vil bemerke at det dreier seg om et faglig foredrag om en rekke beslektede temaer, der det ville være vanskelig ikke å berøre den velkjente tvisten om strukturerte produkter. Det påpekes at nemndas

leder er rettsvitenskapsmann og er underlagt et vitenskapelig sannhetskrav. Dersom det ikke skulle være adgang til å omtale problemstillinger som står for nemnda, ville dette i realiteten være en knebling det er vanskelig å se at nemndsordningen kan være tjent med; det ville også skape problemer for sekretariatet som har betydelig mediepågang. En ren gjennomgåelse av de redigerte sakkyndige utredninger for å vise hva den fagøkonomiske uenigheten består i, gir ingen føringer om sakens utfall. Utredningene er dessuten i det alt vesentlige offentlig kjent; eksempelvis brakte Dagens Næringsliv den 23.8.2008 en lengre omtale av professor Thore Johnsens rapport til nemnda av 17.8.2008. Reservasjon må muligens tas for bankens innlegg; det kan imidlertid neppe være kritikkverdig å la bankens faglige innvendinger bli kjent. Nemnda bemerker videre at det ikke dreier seg om et ordinært sakssammendrag av et faktum, der partene må få uttale seg på forhånd, men om en rent pedagogisk tilrettelegging av omfattende rapporter, som av hensyn til tilgjengeligheten ikke kan gjengis i sin helhet. Det har ikke vært tilkjennegitt noe om innholdet av interne drøftelser i nemnda; som nevnt kom den egentlige realitetsbehandling heller ikke engang i gang før etter 9.12.2008.

Banken har videre i det samme brev uttalt: "Vi er fra tidligere kjent med at det er stillet spørsmål ved nemndas oppnevning av professor T[h]ore Johnsen som "uavhengig sakkyndig" i saken, ettersom han på oppnevningstidspunktet allerede offentlig hadde tilkjennegitt sine synspunkter på de investeringsprodukter klagen gjelder på en særdeles tydelig måte. Vi vedlegger til illustrasjon kopi av oppslag i Dine Penger 18.06.07, der han siteres på at det etter hans oppfatninger er tale om spekulasjonsprodukter "for dem som tror på julenissen og Nigeria-brev". Siden vi nå finner det nødvendig å si fra om det banken oppfatter som uheldig håndtering av saken, synes vi det er riktig også å nevne dette forholdet." Nemnda bemerker til dette at hvis banken har en inhabilitetsinnsigelse, burde denne vært fremført på et langt tidligere tidspunkt i saksbehandlingen. Nemnda bemerker videre at selv ikke bankens brev av 29.10.08 er formulert som en slik innsigelse, men som en gjengivelse av hva andre kan ha ment. Det er ytterst problematisk dersom det skapes et inntrykk av at banken på denne måten samler på påskudd for ikke å følge en uttalelse som måtte gå banken imot. Det er videre etter nemndas oppfatning neppe mulig å finne økonomiske eksperter som ikke på et eller annet tidspunkt har ment noe i den omfattende offentlige debatten om de omtvistede spareproduktene. Professor Thore Johnsen er en betydelig, faglig autoritet, og han har påtatt seg et vitenskapelig oppdrag som stiller strenge fagetsiske krav. Han har levert omfattende, analytiske rapporter med vitenskapelig dokumentasjon. Det er etter nemndas oppfatning ikke holdepunkter for å hevde at Thore Johnsen i sine utredninger ikke har overholdt vitenskapelige krav.

Nemndas to medlemmer, Erik Bøhn og Randi Almås Welhaven, opplyser at de to banker de har ansettelsesforhold i, også har solgt tilsvarende investeringsprodukter med lånefinansiering, men mener selv at dette ikke

gjør dem inhabile i saken. Nemndas leder Viggo Hagstrøm og medlemmene fra forbrukersiden, Jo Gjedrem og Paal Bjønness, finner at det ikke foreligger grunnlag for inhabilitet. Det ligger i selve nemndsordningen med representasjon fra banksiden, at medlemmer fra banksiden vil måtte behandle klagesaker som gjelder produkter også deres egen bank tilbyr, eksempelvis slik som betalingskort, gjeldsforsikring, lån og finansiell rådgivning. Banken nemndsmedlemmet er ansatt i, vil i slike tilfelle kunne ha interesse av at klagen løses i en bestemt retning uavhengig av partstilknytningen. Slik nemnda er sammensatt, kan imidlertid ikke en slik interesse hos arbeidsgiveren føre til inhabilitet. Det bemerkes at det ikke kan ha betydning at tvistegjenstanden i investeringssaker er større enn i mange andre klagesaker. I de saker om finansiell rådgivning nemnda i de senere år har behandlet, har også et kjennetegn for klagen vært at de gjennomgående gjelder betydelige beløp og at de kan ha likhetstrekk med tilsvarende tvister i andre banker.

IV. Bankklagenemndas begrunnelse

Det rettslige hovedspørsmål i saken er hvorvidt bankens salg av såkalte strukturerte produkter er skjedd i strid med god bankskikk, jf avtaleloven § 36 og dagjeldende lov om verdipapirhandel, § 9-2, og hvorvidt det er i strid med god bankskikk å gjøre avtalene med klager gjeldende ved å fastholde at klager er bundet av avtalen om investering i aksjeindeksobligasjonene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006, samt det korresponderende fastrentelånet som ble opptatt for å finansiere investeringen. Saksforberedelsen har avdekket flere aspekter som er relevante i forhold til avtaleloven § 36; sannsynligheten for at en lånefinansiert investering i produktet kunne gi positiv avkastning (forventet produktavkastning), størrelsen av en erkjent tilretteleggermargin til banken, også betegnet "skjulte kostnader", og spørsmålet om banken har krevet en urimelig høy lånerente hensett til den risiko banken var eksponert for. Rt. 1995 s. 1540 åpner for at det etter avtaleloven § 36 kan foretas "en samlet vurdering" av enkeltomstendigheter, og det selv om slike ikke hver for seg skulle være tilstrekkelig for anvendelse av § 36. Nemnda vil vurdere disse tre nevnte elementene samlet, fordi de alle har betydning for forventet produktavkastning, som er sakens kjerne.

Bankklagenemndas har ved vurderingen av saken delt seg i et flertall og et mindretall.

For flertallet, bestående av Viggo Hagstrøm, Jo Gjedrem og Paal Bjønness, er tvistens hovedspørsmål hvorvidt forventet produktavkastning med lånefinansiering var tilstrekkelig positiv til å forsvare investeringen. Selv om det på investeringstidspunktet ikke var noe krav om at det i prospektet for sammensatte investeringsprodukter ble gitt beregning av forventet fremtidig avkastning, medgir banken at den hadde et ansvar for å vurdere om produktet hadde tilstrekkelig gode avkastningsmuligheter.

Bankklagenemndas flertall tilføyer at det ikke kan være tvilsomt at et slikt krav må kunne utledes av avtaleloven § 36. Banken må ha selvstendig ansvar for å vurdere hvorvidt investeringsproduktet hadde en slik forventet produktavkastning at det kunne tåle den lånefinansiering banken selv la opp til. Ved lånefinansiering stilles det større krav til avkastningen på produktet enn uten lånefinansiering. Hvis investeringen ikke gir tilstrekkelig avkastning, vil de renter som betales i bindingstiden, gå tapt. Dette faktum er det ikke uenighet om. Hvis produktet ikke har en forventet positiv produktavkastning med lånefinansiering, innebærer det at forbrukerne inviteres til å gå inn i investeringer som må ventes å bli tapsbringende; med de beløp det her er tale om kan noe slikt klart ikke være i samsvar med god bankskikk. Det bemerkes at banken heller ikke kan oppfattes å være av denne mening. Som det fremgår, er det etter flertallets oppfatning heller ikke tilstrekkelig om beregningene skulle vise svakt positiv produktavkastning.

Om den forventede produktavkastning er det, som det har fremgått, betydelig uenighet mellom de sakkyndige. Selv om denne klagesaken både etter sin art og sin kompleksitet skiller seg fra andre sivile tvister, er de spørsmål Bankklagenemnda må ta stilling til på dette punkt, av faktisk, bevismessig, art. I prinsippet må dermed uenigheten om hvorvidt forventet produktavkastning ville bli positiv, bli å behandle som andre bevisspørsmål i komplekse tvistesaker.

Prøving av de avkastningsdrivende faktorer som er sentrale i uenigheten mellom de sakkyndige, må sies å ligge utenfor rammene av en judisiell tvist. Valget av parametere, særlig utbytteavkastning, risikopremie og volatilitet, er spørsmål jurister ikke kan ha en faglig begrunnet oppfatning av. Det ville etter flertallets oppfatning være direkte feil hvis nemnda, besatt utelukkende med juridisk kompetanse, skulle etterprøve holdbarheten av de sakkyndiges vurderinger, så sant de sakkyndige har holdt seg innenfor rammene for tvisten. Denne situasjonen er imidlertid på ingen måte enestående i rettspleien.

I klagesaken har hver av partene brukt sakkyndige (betegnet sakkyndige vitner i tvistesaker), mens nemnda har oppnevnt professor Thore Johnsen som nemndas egen sakkyndige. Når domstolene må basere en vurdering av et saksforhold på sakkyndig bistand, må de undertiden også håndtere faglig uenighet mellom sakkyndige. Dermed kunne Bankklagenemndas flertall, som når domstolene bygger på den rettsoppnevnte sakkyndiges konklusjoner, legge vekt på at professor Johnsen har avgitt meget veldokumenterte utredninger, der konklusjonene fremstår som velbegrunnede. Professor Johnsen er en betydelig, faglig kapasitet. Utredningene er omfattende. Professor Johnsens utredninger inneholder på en del punkter mellomstandpunkter mellom de øvrige, sakkyndige utredninger som er fremlagt i saken fra begge sider. Valg av parametere beror på et fagøkonomisk skjønn, og professor Thore Johnsens konklusjoner er klare. Ettersom han har vært vel kjent med tvisten og dens bakgrunn, må konklusjonsavsnittene i utredningene, som er den del som er lettest tilgjengelig for jurister, ha vært særlig overveiet.

Bankklagenemndas flertall finner imidlertid at det i noen grad skal gå inn i de fagøkonomiske tvistesporsmål, dog uten, som foran nevnt, å foreta noen egentlig etterprøving av de sakkyndiges utredninger.

Bankklagenemndas flertall finner at banken må ha bevisbyrden for at produktet hadde en tilstrekkelig positiv forventet produktavkastning med lånefinansiering. Banken er den profesjonelle part som har satt sammen produktet og tilbudt det med lånefinansiering til kundene. Banken må, før den markedsfører produktet, forsikre seg om at den forventede produktavkastningen med lånefinansiering i tilstrekkelig grad er positiv; i motsatt fall ville et salg som nevnt, ikke være akseptabelt. Banken er som selger nærmest til å sikre bevisene for dette. Når det i ettertid blir tvist om hvorvidt produktet kunne ventes å ha slik, forventet positiv produktavkastning, må banken ha bevisbyrden for at dette var tilfelle da avtalen ble inngått. Banken er nærmere enn forbrukerkunden til å klarlegge dette faktiske forholdet. Banken besitter omfattende faglig ekspertise og har ressurser til å foreta alle nødvendige analyser, mens forbrukerens stilling er den motsatte. Konsekvensene av en uriktig uttalelse er også større for forbrukeren som taper alle renter og omkostninger som er betalt i bindingstiden, enn for banken som gjennom sin forretningsvirksomhet har mulighet for å spre tapene. En annen sak er at banken er involvert i svært mange likeartede investeringsopplegg; dette er imidlertid utslag av en bevisst forretningsstrategi banken i tilfelle må bære konsekvensene av. Samlet må denne bevisbyrdeplassering sies å være en rimelig byrdefordeling mellom banken og forbrukeren.

Norsk Regnesentral har i sin rapport konkludert med at "For å beregne forventet avkastning på et garantert spareprodukt stilles man overfor en rekke valg, som hvilken volatilitet, risikofrie rente og risikopremie man bør velge. Vi har argumentert for at det ikke finnes noe fasitsvar på hvilke metoder som man skal benytte for å bestemme parametrene. Både valgene til Koekebakker og Zakamouline (2006) og DNB BOR Markets (2007) kan forsvares" (foran s. 11). Banken støtter seg til dette syn, jfr. bankens sammendrag av DnB NOR Markets rapport av 9.9.2008 (foran s. 18), og DnB NOR Markets rapport av 17.11.2008 (jfr. foran s. 26) der det bl.a. heter: "Vi mener fremdeles at det på dette området ikke finnes fasitsvar slik Johnsen forsøker å gi inntrykk av, og at våre parameteranslag er fullt forsvarlige. Koekebakker og Zakamouline har gjort sine anslag, Thore Johnsen har gjort andre anslag, DnB NOR Markets har igjen gjort andre anslag og NR (2008) viser at det finnes en rekke mulige måter å estimere disse parametrene på." Etter flertallets oppfatning kan et slikt syn ikke være holdbart i markedsføring og salg av kostbare investeringsobjekter i et privatkundemarked. Hvis det er slik banken nå hevder, innebærer dette at produktet i realiteten hadde en helt annen risiko enn den det ble presentert med. De parametre som er brukt av Koekebakker og Zakamouline og av Thore Johnsen, viser etter flertallets oppfatning ikke tilstrekkelig positiv produktavkastning med lånefinansiering. Hvis dette er like riktig som bankens optimistiske anslag, måtte banken i tilfelle ha opplyst om resultatet av ulike parameteranslag

og usikkerheten knyttet til disse, samt redegjort for betydningen av usikkerheten, fordi slik informasjon må anses å være vesentlig for investors risikovurdering og dermed beslutningen om å forplikte seg. Bankens syn om at det ene anslag er like riktig som det annet, kan heller ikke være tilstrekkelig til å oppfylle bankens bevisbyrde for at forventet produktavkastning var positiv i tilstrekkelig grad.

Det fremgår at det er uenighet mellom de sakkyndige om valget av parametrene som er av særlig betydning som avkastningsdrivende faktorer, nemlig risikopremier, volatiliteter og utbytteavkastningstall. Klagers sakkyndige Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline og nemndas sakkyndige Thore Johnsen opererer her med forskjellige tall. Thore Johnsen fremholder dog at "For begge produkter gir mine parametervalg marginalt lavere forventet avkastning enn rapportert av K&Z ... Mine avkastningstall er derimot vesentlig lavere enn rapport av DnB NOR" (Johnsens første rapport – heretter Johnsen 1 etc., foran s. 13). Bankklagenemndas flertall bemerker at de avkastningstall banken opererer med, er vesentlig høyere enn de forannevnte sakkyndiges, og de går alle systematisk i favør av banken. Uten at flertallet går inn i de enkelte parametre, virker det ikke overbevisende at bankens tall systematisk avviker fra de øvrige sakkyndiges, og i ensidig favør av banken. Når det gjelder hovedkonklusjonen er denne temmelig sammenfallende for klagers sakkyndige Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline og nemndas sakkyndige Thore Johnsen, dog slik at Johnsen "konkluderer med at forventet avkastning for begge produkter er noe lavere enn beregnet av K & Z (ca. 0,6 % lavere årlig avkastning for Global og ca. 0,1 % lavere for Sektor), og derfor vesentlig lavere enn DnB NORs avkastningstall ..." (Johnsen 1, foran s. 17). Flertallet bemerker at Koekebakker og Zakamoulines prediksjoner traff temmelig godt i forhold til det faktiske utfall av investeringen. Bankens har på sin side inngitt solide faglige utredninger med tung argumentasjon. Så langt flertallet er i stand til å vurdere det, har bankens sakkyndige klart å skape en viss tvil om de tre øvrige sakkyndiges rapporter. Men banken kan samlet sett ikke sies å ha maktet å løfte bevisbyrden for at forventet produktavkastning var positiv i tilstrekkelig grad med lånefinansiering. Flertallet bemerker endelig at bankens utredninger er levert av ansatte i DnB NOR Markets og dermed ikke av uavhengige sakkyndige, bortsett fra utredningen fra Norsk Regnesentral.

Ingen av de argumenter som er fremført av banken er etter flertallets oppfatning således tilstrekkelig til at det kan bygges på som bevist at produktet i tilstrekkelig grad hadde positiv forventet produktavkastning når det ble lånefinansiert.

Bankklagenemndas flertall vil videre ta stilling til den tilretteleggermargin banken har tatt. DnB NOR har angitt denne til 0,85-1.00 % av investert beløp p.a., mens professor Thore Johnsen opprinnelig anslo høyere tall, 2 % årlig (Johnsen 1, foran s. 17). Basert på bankens informasjon fremholder Johnsen: "Banken oppgir en årlig, enkel kostnad uten renter. Det nevnte intervallet svarer til en total kostnad på 5,1 % - 6 % på

kjøpstidspunktet" (Johnsen 2, foran s. 24). Banken har i sine tilsvaer bl.a. påpekt at det ikke var lovpålagt å gi slike opplysninger i 2000, men at Kredittilsynet senere "anbefalte å oppgi tilretteleggermarginer da tilsynet første gang kom med rundskriv om sammensatte produkter. DnB NOR begynte å informere om produktenes sammensetning fra 2004, og utvidet i 2006 informasjonen til også konkret å angi bankens marginer. Den dag i dag er det ikke vanlig å opplyse om slike kostnader i andre europeiske land der lignende produkter tilbys. Det kan etter bankens oppfatning ikke være grunnlag for å hevde at det forelå en opplysningsplikt vedrørende slike kostnader i 2000" (bankens sluttinnlegg, foran s. 35). Banken viser samme sted til at bankens margin er uttrykk for differansen mellom "engrosprisene" og sluttprisen til kundene og at kundene ikke kan handle i engrosmarkedene. Bankklagenemndas flertall trenger ikke å ta stilling til hvorvidt banken hadde en opplysningsplikt om tilretteleggermarginen. En slikt kontraktuell plikt kan gjelde uavhengig av offentligrettslige regler. Flertallet fremholder at tilretteleggermarginen etter forholdene utgjorde betydelige beløp. Det kan på denne bakgrunn hevdes at de opplysninger som var gitt i prospektet om tegningsomkostningene, ga et misvisende bilde av det honorar banken samlet tok fra kunden. Dette kan tale for en opplysningsplikt. Uansett er det avgjørende at den betydelige tilretteleggermarginen måtte tas fra den kapital som var igjen etter plasseringen i interbankmarkedet for tilbakebetaling av investert kapital, og således reduserte det beløp som stod til rådighet til kjøp av opsjoner som skulle kunne generere meravkastningen. Bankens tilretteleggermargin reduserte derfor produktavkastningen, og har dermed medvirket til det negative bildet.

Når det gjelder den lånerente banken tilbød, er det uomtvistet at denne kan sies å være høy. Professor Bjerksund har i sin rapport hevdet at lånefinansieringen i realiteten betyr "at kunden låner tilbake sine egne penger. Banken har i praksis ingen risiko på lånet" (Bjerksunds rapport, foran s. 9). Professor Johnsen slutter seg til dette og fremholder at "banken har benyttet en svært høy lånerente, dvs. hele + 1,74 % i forhold til 6-års swaprente. Denne kredittpremien var urimelig høy gitt bankens marginale kredittrisiko, dvs. kun lånets (månedlige) rentebetalinger" (Johnsen 1, foran s. 17). I sin rapport nr. 2 fremholder han at: "Kredittpremien var åpenbart altfor høy i forhold til relativt ubetydelige risikoen ved lånet (rentebetalinger), og spesielt ved månedlige rentebetalinger" (foran s. 24). I sitt avsluttende innlegg sier professor Johnsen at han har anslått "nåverdien av kundenes merkostnad i forhold til en normal lånerente til nær 5 % av lånebeløpet. Totale kostnader for en representativ lånefinansiert kunde utgjorde derfor 14-15 % av investert beløp" (foran s. 33). Banken synes ikke å bestride disse størrelsene for så vidt, men hevder at forholdet var "at renten på lånene (fastrentelån) ble fastsatt av banken allerede i september 2000. Markedsrenten falt så betydelig i perioden frem til låneutbetalingen i november. Banken tok utgangspunkt i at fastrenten i en 6-års rentebytteavtale var 7,35 % p.a. da renten ble satt, og nominell lånerente ble fastsatt til 7,95 %. For klageren ga dette en effektiv lånerente på 8,37 % p.a. At marginen pga. utviklingen i

markedsrenten i løpet av tegningsperioden ble høyere enn forutsatt er et faktum, men dette var et resultat av at banken valgte å gå ut med et bindende tilbud. En motsatt utvikling i markedet ville ha gitt motsatt utslag på marginen” (bankens innlegg 9.9.2008, foran s. 19). Flertallet bemerker at det ikke er lånerenten i seg selv som i første rekke er temaet, men innvirkningen den hadde. Den høye lånerenten banken krevde, reflekterer ikke den risiko banken var eksponert for ved lånet, og den har utvilsomt hatt negativ effekt på forventet produktavkastning. At banken på et tidlig tidspunkt hadde fastsatt lånerenten basert på markedsrenten den gang, kan ikke være et tilstrekkelig argument for ikke å bedre lånebetingelsene, når disse samlet sett hadde så negativ effekt på det produkt banken tilbød. Hensett til dette finner flertallet derfor at lånerenten var urimelig høy.

Oppsummeringsvis må Bankklagenemndas flertall legge til grunn at banken ikke har oppfylt sin bevisbyrde ved å godtgjøre at produktet med den tilbudte lånefinansiering hadde en tilstrekkelig høy, forventet produktavkastning. Banken har ved å beregne seg en ikke ubetydelig tilretteleggermargin og ved å kreve en lånerente som ikke reflekterte den risiko banken var eksponert for, forverret produktavkastningsmuligheten til det produktet banken solgte til klager. Samlet sett er flertallet av disse grunner kommet til at bankens salg av de omhandlede strukturerte produkter er skjedd i strid med god bankskikk, jf avtaleloven § 36 og dagjeldende lov om verdipapirhandel, § 9-2, og at det er i strid med god bankskikk å gjøre avtalene med klager gjeldende ved å fastholde at klager er bundet av avtalene om investering i aksjeindeksobligasjonene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006, samt det korresponderende fastrentelånet som ble opptatt for å finansiere investeringen i sin helhet.

Bankklagenemndas mindretall, Erik Bøhn og Randi Almås Welhaven, er kommet til et annet resultat enn flertallet:

Som flertallet legger mindretallet til grunn at det rettslige hovedspørsmål i saken er hvorvidt bankens salg av de strukturerte produktene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006, må anses å ha skjedd i strid med god bankskikk eller god forretningskikk jf avtaleloven § 36 og verdipapirhandelloven av 1997 § 9-2, på en slik måte at det vil være i strid med disse rettslige standarder å gjøre investeringsavtalene samt låneavtalen med klageren gjeldende. Mindretallet slutter seg til de vurderingstemaer som flertallet har skissert som relevante for vurderingen.

Det sentrale spørsmål for mindretallet er hvorvidt det forelå sannsynlighetsovervekt for at produktet teoretisk sett kunne gi en positiv avkastning utover lånekostnad.

For så vidt gjelder bevisbyrdespørsmålet, viser mindretallet til flertallets merknader, som de i hovedsak kan slutte seg til. Mindretallet er dog av den mening at bankens bevisbyrde vil være oppfylt dersom den forventede produktavkastning etter bankens beregninger, med sannsynlighet kunne bli positiv for klageren, forutsatt at banken baserte sine vurderinger på et faglig forsvarlig skjønn på det tidspunkt salget av produktene skjedde.

Banken har fremlagt beregninger som sannsynliggjør at forventet produktavkastning ved lånefinansiering med sannsynlighet kunne bli positiv. Mindretallet mener at banken må anses å ha basert sine vurderinger om en fremtidig avkastning på produktene med lånefinansieringen på et faglig forsvarlig skjønn. I denne sammenheng finner mindretallet særlig grunn til å vektlegge rapporten fra Norsk Regnesentral som blant annet anfører at *"det ikke finnes noe fasitsvar på hvilke metoder som man skal benytte for å bestemme parametrene"*. Mindretallet forstår Norsk Regnesentral slik at den i sin rapport bekrefter at bankens parametervalg ligger innenfor et forsvarlig fagøkonomisk skjønn. Når dette er tilfelle, mener mindretallet, i motsetning til hva flertallet har lagt til grunn, at det ikke kan oppstilles et krav om at banken skulle ha gitt klageren opplysninger om at det i fagøkonomisk teori var andre mulige måter å estimere de relevante parametervalgene på og eventuelt usikkerhet knyttet til disse. Noe slikt krav kan følgelig ikke, slik mindretallet ser det, stilles som en forutsetning overfor banken. Heller ikke lovgivningen medførte et slikt krav i år 2000. Myndighetene har i senere år innført retningslinjer og lovkrav i så måte, uten at man heller der har gitt regler for valg av modell og parametere for beregning av forventet produktavkastning. Det vises til Kredittilsynets rundskriv nr 4/2004 og senere endringer i lovverket. Så lenge banken må anses å ha holdt seg innenfor både loven og faglig forsvarlige kriterier eller metoder i den beregningen som lå til grunn for konklusjonen om sannsynlig forventet positiv produktavkastning for de aktuelle produkter, må dette etter mindretallets syn være tilstrekkelig til å oppfylle bankens bevisbyrde.

Mindretallet finner grunn til, uavhengig av det ovennevnte, å påpeke at en forventet avkastning i en finansiell investering som i dette tilfelle, alltid vil være basert på vurderinger som er å anse som teoretiske beregninger om fremtiden, og som derigjennom naturlig nok er beheftet med stor grad av usikkerhet. Banken i nærværende sak baserte seg i sine vurderinger blant annet på den historiske avkastning for de aktuelle indekser og som i årene før 2000 totalt sett hadde vært svært god. Dette må anses å være relevante opplysninger for en investor generelt, uten at det gir noen garanti for en fremtidig utvikling og faktisk gevinst for investor. Disse forhold ble også klart synliggjort i bankens produktbeskrivelser av de aktuelle sammensatte produkter som ble presentert for klager og som klager forutsetningsvis satte seg godt inn i. For klageren var dette opplysninger som tilsa at bankens vurderinger og den fremtidige muligheten for gevinst var beheftet med usikkerhet i forhold til en reell avkastning i den tidsbestemte 6-årsperiode det her var snakk om. Mindretallet viser i den forbindelse til Kredittilsynets rapport (foran s. 8), hvorav fremgår at produktene med forfall i løpet av de tre første kvartalene av 2007 gav god avkastning på lånefinansierte investeringer.

Når det gjelder tilretteleggermarginen, finner mindretallet at størrelsen på denne lå innenfor et normalnivå for tilsvarende kostnad i år 2000 da tegningen fant sted. Mindretallet er enig i at dette reelt sett var en kostnad for kunden som reduserte derivatementet som var den faktiske størrelse

som forutsetningsvis skulle generere meravkastningen i produktene. Mindretallet er dog av den oppfatning at honoraret ikke kan anses som en så vidt betydelig størrelse og av en slik karakter at dette påla banken å opplyse om marginen, og at et brudd på dette kan medføre en opplysningsplikt på kontraktuell basis.

Også på dette punkt har banken overholdt de lovmessige krav som ble stilt i år 2000. Mindretallet mener at det ikke forelå opplysningsplikt om denne indirekte kostnaden etter dagjeldende lovgivning. Det var først på et senere tidspunkt, gjennom forskriften om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter datert 25.9.2006, det ble pålagt finansinstitusjonene å opplyse om "*totale kostnader*", jf forskriften § 4 sammenholdt med § 2 d, herunder tilretteleggerhonorar, selv om Kredittilsynet også tidligere, gjennom sitt rundskriv nummer 4/2004, hadde gitt føringer på hva som lå i opplysningsplikten som fulgte av verdipapirhandelloven § 9-2.

Dersom banken skulle hatt en slik opplysningsplikt, burde en slik positivrettslig regel ha fremkommet klart i lovgivningen, noe som ikke var tilfelle.

På bakgrunn av ovennevnte, finner mindretallet heller ikke når det gjelder tilretteleggermarginen noe grunnlag for å kritisere banken på en måte som medfører at bankens handlemåte må anses å være i strid med god bankskikk eller god forretningsskikk.

Mindretallet vil legge til grunn at lånerenten som klager har betalt til banken i den aktuelle seks-årsperiode lå innenfor normal markedsrente for denne type fastrentelån.

Det er ikke tvil om at rentens størrelse hadde betydning for den avkastning klager faktisk ville kunne oppnå gjennom sin investering. Mindretallet legger til grunn at det var klageren selv som traff beslutningen om å binde lånet til en fastrente i hele lånets løpetid på 6 år, etter et konkret tilbud fra banken. Klager erkjenner selv i sin klage til nemnda at han fullt ut forstod merrisikoen for et potensielt tap i investeringen, med å binde renten på denne måten. Formålet fra klagers ståsted med å binde renten, må imidlertid ha vært motivert ut fra et ønske om trygghet og sikkerhet for ikke å påføres en økonomisk merrisiko i en fremtidig negativ renteutvikling. Derigjennom betalte også klager en rente til banken som, i et fallende rentemarked, isolert sett ville kunne anses som urimelig høy. Mindretallet er imidlertid av den klare oppfatning at den rente klager betalte til banken var fastsatt i henhold til det alminnelige rentenivå i markedet den gangen og etter ønske og beslutning av klageren selv. Klager må anses å ha vært fri til eventuelt å oppsøke og vurdere tilbud om lån fra andre långivere da investeringene skulle gjøres, uten at det dermed er noe grunnlag for å hevde at lånerenten fra annen långiver ville ha vært noe lavere.

Lånerentens nivå er noe som klageren selv må bære risikoen for. Det er i ettertid kanskje lett å kritisere størrelsen på renten som klager har betalt i den aktuelle 6-årsperiode. Man må imidlertid ta i betraktning at i år 2000

hadde hverken klager eller banken noe sikkerhet for hvilken renteutvikling som ville komme de neste seks år. Man kan da, etter mindretallets oppfatning, ikke i ettertid lempe risikoen som et fastrentelån kunne innebære for klager over på banken, når dette var en "forsikring" som klager ønsket for å eliminere en merrisiko i et stigende rentemarked. På denne bakgrunn er det for mindretallet åpenbart at banken ikke kunne anses forpliktet til å bedre lånebetingelsene for klageren, uansett den negative effekt disse måtte ha hatt på produktene som klageren hadde investert i.

Oppsummeringsvis mener mindretallet på denne bakgrunn at banken har oppfylt sin bevisbyrde ved å godtgjøre at klagers investeringer med lånefinansieringen kunne ha en sannsynlig forventet positiv produktavkastning. Det er ikke tvil om at både tilretteleggermarginen og lånerenten hadde en negativ betydning for produktavkastningen til de produkter som banken solgte til klageren. Selv om tilretteleggermarginen ikke var uttrykkelig opplyst om til klager, kan disse betingelser, hverken enkeltvis eller i en totalvurdering, anses å være i strid med avtalefestede eller lovpålagte forpliktelser eller krav på bankens hånd. Samlet sett mener mindretallet derfor at banken ikke kan anses å ha opptrådt i strid med god bankskikk, jf avtaleloven § 36 eller god forretningsskikk jf verdipapirhandeloven av 1997 § 9-2. Klageren er derfor etter mindretallets vurdering både forpliktet av investeringsavtalene samt av fastrentelåneavtalen som klager inngikk med banken.

Etter stemmegivning avga nemnda uttalelse i overensstemmelse med flertallets konklusjon.

V. Bankklagenemndas konklusjon

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

Oslo, den 20. januar 2009

Viggo Hagstrøm, Erik Bøhn, Randi Almås Welhaven, Jo Gjødrem,

Paal Bjønness

Vedlagt følger i kopi følgende utredninger og rapporter:

Kredittilsynet	datert 02.01.2008
Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline, Institutt for Økonomi, Høyskolen i Agder	2007
Professor Petter Bjerksund, Norges Handelshøyskole	datert 14.03.2008
DnB NOR Markets	datert 29.06.2007
Norsk Regnesentral	datert april 2008
Professor Thore Johnsen Norges Handelshøyskole	datert 17.08.2008
DnB NOR Markets	datert 09.09.2008
Professor Thore Johnsen Norges Handelshøyskole	datert 02.11.2008
DnB NOR Markets	datert 17.11.2008
Professor Thore Johnsen Norges Handelshøyskole	datert 09.12.2008
DnB NOR Bank ASA	datert 09.12.2008