



DIDERIK LUND
Professor, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

Tvilsom markedsføring av finansielle spareprodukter

Salg av nye, kompliserte finansielle produkter til kunder som ikke forsto dem, bidro til finanskrisen. I flere rettsaker hevdet kundene at de var feilinformert om risikoen knyttet til produktene. Av tre slike saker i Høyesterett i 2012 endte bare den ene med at kunden, Røeggen, fikk medhold. I Fokussaken hadde 80 kunder tapt 87 prosent av investert beløp, men ingen fikk erstatning. Gjennomgangen viser flere grovt misvisende trekk ved informasjon fra banken. Flere bankansatte hadde mangelfull forståelse av produktet de solgte. Noen forslag til endret regulering blir drøftet. Krav til standardisering av informasjon kan føre til overforenkling.

1. INNLEDNING¹

Flere analyser av finanskrisen i 2008–2009 har funnet at ufornuftige investeringer i finansielle produkter bidro til krisen. Finanskriseutvalget skriver (NOU 2011:1, s. 135): «Mange av de nye instrumentene var kompliserte og lite transparente, og forsterket informasjonsasymmetrien mellom aktørene i markedet. Mange, både profesjonelle og forbrukere, investerte i instrumenter de ikke hadde forutsetninger for å kunne forstå, og som ofte medførte høy og skjult risiko.» Videre «ble usikkerheten tilsørt i det internasjonale finanssystemet. Få, om noen, visste hvor den reelle risikoen egentlig lå. Finanssektoren ble

mer sårbar for sjokk.» Tilsvarende synspunkter fremmes av EU-kommisjonen (2014, avsn. 4.7.2) med en rekke eksempler fra europeiske land.

Sammenhengen med finanskrisen er noe av motivasjonen for å se i detalj på saker som har vært oppe i rettsvesenet i Norge. Sakene gir bakgrunn for mer spesifikke synspunkter på hva slags regulering som er ønskelig framover. Tidligere fagartikler av jurister, Kjørven (2012, 2013), Eggen (2012) og Færstad (2013a), konsentrerer seg om rettsgrunnlaget for partenes og domstolenes synspunkter. Denne artikkelen er konsentrert om spareproduktene økonomiske sider og informasjonen som var gitt om disse.

Tre saker om finansielle produkter var oppe i 2012 for Høyesterett (2012a, 2012b, 2013). De omtales som

¹ Takkt til Trond Vigtel for forskningsassistanse og til Nils C Framstad, Aanund Hylland, Marte Kjørven, Halvor Mehlum, Asbjørn Rødseth, Tore Schweder og en anonym konsulent for kommentarer til tidligere utkast. Ansvaret for gjenværende feil og mangler er mitt eget.

Lognviksaken (februar 2012), Fokussaken (desember 2012) og Røeggensaken (mars 2013). Bare i Røeggensaken fikk kunden medhold.² Den første og siste saken har fått navn etter kundene som gikk til sak mot henholdsvis Storebrand Bank og DNB. I Fokussaken gikk 80 kunder til sak sammen mot Fokus Bank filial av Danske Bank. (I ettertid er navnet Fokus lagt bort, og den norske filialen har nå navnet Danske Bank som morkonsernet.) Det var også noen andre kunder av Fokus Bank som gikk til sak om samme produkt på egen hånd. Disse andre sakene ble ikke anket til Høyesterett.

De tre høyesterettssakene har noen fellestrekk, og de reiser mange spørsmål av interesse for samfunnsøkonomer. Dessuten har flere samfunnsøkonomer vært involvert som fagkyndige meddommere i de lavere rettsinstansene. Undertegnede var fagkyndig meddommer og dissenter i Borgarting lagmannsrett oktober 2011 – januar 2012 (Borgarting lagmannsrett, 2012) i den Fokussaken som ble anket til Høyesterett. Nærværende artikkel tar utgangspunkt i denne saken. Litt forenklet kan en si at Lognviksaken og Røeggensaken, i hvert fall delvis, dreide seg om hvorvidt det var noe galt med selve produktet, i hvert fall når det ble tilbudt med lånefinansiering. I Fokussaken derimot var det ingen påstand om at produktet i og for seg hadde feil. Derimot mente kundene at de hadde fått mangelfull og til dels feilaktig informasjon, spesielt om hva slags risiko produktet innebar.

Alle sakene dreier seg om salg som ble gjort før EUs MiFID-direktiv³ ble innført i Norge i november 2007. Direktivet skiller mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder. En norsk forskrift (Kreditilsynet 2008) stiller nå så strenge krav til informasjon overfor ikke-profesjonelle kunder at kompliserte produkter i mindre grad blir markedsført overfor disse, og i praksis aldri med lånefinansiering (NOU2011:1, s. 100). De lærdommene jeg vil trekke fram i det følgende, er likevel viktige. Som det framgår av dissensen min (Lund, 2012a), mener jeg at informasjonen som Fokus Bank ga, var uriktig og uegnet også for profesjonelle kunder. Dessuten er det en uendelig mengde tenkelige finansielle produkter i framtida. Like kompliserte produkter kan bli markedsført overfor privatpersoner igjen, og det er viktig å oppsummere noen av de uheldige konsekvensene av dette.

² Knutsen (2013) og Færstad (2013b) drøfter bl.a. om disse dommene fra Høyesterett er i strid med hverandre, eller om de avklarer retstilstanden. Dette er langt fra opplagt.

³ MiFID står for Markets in Financial Instruments Directive, Direktiv om markeder for finansielle instrumenter.

Noen tiltak er foreslått av Finanskriseutvalget, NOU (2011:1). Det er blant annet forslag om standardisert informasjon som skal gis til ikke-profesjonelle kunder. Et liknende forslag ble vedtatt i april av EU-parlamentet (2014). Noen sider ved forslagene blir drøftet nedenfor.

2. FOKUSSAKEN

Våren 2007 markedsførte Fokus Bank et verdipapir, Senior Bank Loans Linked Note, omtalt som «Noten», utstedt av den nederlandske banken ING. Den ble videresolgt av Danske Bank til privatkunder i Norge, men ikke til privatkunder i Danmark. Hver Note kostet en halv million norske kroner, og markedsføringen rettet seg mot velstående kunder. Noten skulle ha en levetid på 3,25 år, fra juli 2007 til oktober 2010. Det var likevel mulig for kundene å selge Noten tilbake til banken underveis, men med ekstra kostnader. Ved kjøp av Noten var tegningskostnaden 2,5%, trappet ned ved kjøp for 2 millioner kroner eller mer.

Utgangspunktet for å forstå Noten er det amerikanske markedet for «senior bank loans». Det dreier seg om utlån fra amerikanske banker til amerikansk næringsliv. «Senior» betyr at lånene har førsteprioritet og er sikret gjennom pant eller på andre måter. Lånene blir videresolgt fra bankene til andre investorer som omsettelige verdipapirer⁴ i et stort, organisert marked. ING og andre større aktører setter sammen fond av slike papirer og selger fondsandeler. Fondet i Fokussaken hadde andeler i om lag 350 ulike senior banklån og forvaltningskostnader på omtrent 0,8% per år. Avkastningsmulighetene i fondet er relativt begrensede. ING tilbød derfor Noten, som er en investering i et slikt fond med innebygd 75% lånefinansiering. Det vil si, når kunden i Fokus investerte en halv million, ytte ING samtidig lånefinansiering med halvannen million, og to millioner ble investert i fondsandeler, som ble kjøpt til markedsverdi.

Noten ga ingen utbetalinger underveis, men samlet verdi av fondsandelene minus gjeldsbetjeningen skulle utbetales til kundene etter 3,25 år. Forventet avkastningsrate av Noten var oppgitt til 10,5% per år, dvs. en forventet utbetaling av omtrent 138% av investert beløp etter 3,25 år.⁵

Kundene som kjøpte Noten, var ikke ansvarlige for det lånet som var ytt av ING som del av notekonstruksjonen. Hvis fondsandelene over tid sank mer enn 25% i verdi, ville lånet ikke lenger kunne dekkes ved salg av disse andelene. Men ING hadde sikret seg mot dette. Ved synkende verdi ville

⁴ Verdipapirisering blir i seg selv oppfattet som et problem, jfr. NOU (2011:1, avsn. 5.2.2).

⁵ Det var også en valutasingring som ikke vil bli diskutert nærmere her.

delers av fondsandelene bli tvangssolgt til fordel for ING, såkalt rebalansering, som gjenoppretter opprinnelig lånegrad. Hvis verdien falt så Notens var verdt under 20% av opprinnelig verdi, ville den bli terminert, det vil si gjort opp i sin helhet.

Problemer i finansmarkedene juni 2007 – januar 2009 førte til at Notens ble terminert, og kundene fikk bare igjen omtrent 13% av investert beløp. Dette utfallet kan sammenliknes med de 138% som de var blitt forespeilt som forventet verdi etter 3,25 år, eller 116% etter halvannet år.⁶ Verdifallet i fondet skyldtes ikke mislighold blant de 350 låntakerne i USA. Det var omtrent ikke mislighold. Derimot førte finanskrisen til at omtrent ingen hadde mulighet til å kjøpe lånepapirene som fondet satt med, mens mange var nødt til å selge. Dermed falt kursene.

Siden andeler i det underliggende fondet fantes i markedet på forhånd, kan en spørre hvorfor Notens ble konstruert, med den spesielle formen for innbakt lånefinansiering. Lån skaper ikke verdi ifølge Modigliani og Miller (1958), spesielt når det (som her) ikke er noen skattefordel. En mulig begrunnelse for konstruksjonen kan være at det er vanskelig for mange bankkunder å få lån til kjøp av fondsandeler. Men ulemper fulgte med. Når banken sikret lånet med klausuler om rebalansering og terminering, ble investeringen knyttet til løpende markedsverdi for fondsandelene. Dermed tapte kundene 87% på tross av at andelene gjenvant det meste av verdien i årene som fulgte.

Fra bankenes side oppgis ofte balanseavlasting som motiv for verdipapirisering. Den spesielle Note-konstruksjonen ga ING og Fokus tilnærmet sikre inntekter i form av gebyrer og marginer, som utvilsomt gir et ytterligere motiv.

2.1 Partenes hovedsynspunkter

Bankkundene hevdet de ikke var blitt informert om risiko de sto overfor i andrehåndsmarkedet for lånepapirene. Rollen til dette markedet var i beste fall underkommunisert overfor dem. Mange hevdet de ikke hadde forstått at det var noe slikt marked i det hele tatt. Informasjonen var fokusert på at kundene investerte i 350 banklån i USA. Mens fondet sank i verdi mellom sommeren 2007 og høsten 2008, la banken vekt på å forklare at kundene ikke trengte å bekymre seg, fordi det omtrent ikke var mislighold. Bankens informasjon er etterpå dokumentert gjennom en lang rekke eposter fra bankens ansatte til kundene i denne perioden, i tillegg til regelmessige nyhetsbrev til alle.

⁶ Tegningskostnadene er ikke trukket fra i disse tallene. De vil redusere både den faktiske utbetalingen og sammenlikningsgrunnlaget med omtrent 2,5 prosentenheter.

Kundene hevdet dessuten at de ikke var blitt informert, eller ikke tilstrekkelig informert, om klausulene om rebalansering og terminering. De hevdet også at det var feil i de kvantitative opplysningene som banken oppga i informasjonsmaterialet om Notens. De sakkyndige vitnene til kundene hevdet at forventet avkastning var overvurdert, og at mulighetene for positive overraskelser («oppside») burde ha vært nedtonet i forhold til mulighetene for negative.

Banken påpekte at det var opplyst (med liten skrift) om at hele det investerte beløpet kunne gå tapt. Bankens hevdet videre at det var opplyst om andrehåndsmarked, rebalansering og terminering, og viste hvor dette kunne leses i informasjonsmaterialet.⁷ Bankens innrømmet i Høyesterett en feil i tallopplysningene vedrørende sannsynligheten for at årlig avkastningsrate skulle falle i intervallet fra 6,23% til 24,83%. De sakkyndige vitnene til banken ga et nytt estimat, basert på historiske utfall, på 67% for denne sannsynligheten, mot 95% opplyst i informasjonsmaterialet.

Bankens hevdet dessuten at kunder som ikke hadde fått tilstrekkelig informasjon på kjøpstidspunktet, burde ha reagert etter hvert som kursen falt. Bare en av de 29 kundene klagde i Notens levetid. Det skjedde våren 2008, men kunden fikk ikke medhold i at kjøpet skulle heves. Bankens mente at de øvrige kundene ved å unnlate å klage kunne spekulere i situasjonen, dvs. at de kunne nyte godt av en eventuell verdistigning, men klage og eventuelt gå til sak mot banken i tilfelle verdifall. Slik spekulasjon etter at kundene er blitt klar over en mangel, fratras dem rett til erstatning etter kjøpsloven.

2.2 Avgjørelsene i de tre rettsinstansene

80 kunder gikk sammen om å reise sak, der de krevde full erstatning for tapet de hadde lidd. Oslo tingrett utsatte saken for 51 av dem, men ferdigbehandlet søksmålet for 29 kunder. Tingretten fant at banken hadde gitt grovt misvisende informasjon. Men bare 12 kunder fikk medhold. De 17 øvrige ble betraktet som så kunnskapsrike at de burde ha forstått problemene og rettet klager til banken tidlig i 2008. Tingretten innførte dermed et slags skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder, men dette er ikke det samme skillet som seinere ble innført med

⁷ Eivind Kolding (2012), administrerende direktør i Danske Bank 2012–2013, innrømmer i generelle ordelag: «Men under den lange optur i årene op til krisen, hvor det hele gikk sterkt, blev de fleste danske banker også fartblinde. Det gjaldt også Danske Bank.» Videre: «Der blev blandt annet lanceret komplicerede finansielle produkter, som få kunne forstå.» Disse innrømmelsene, som kom en uke etter høyesterettsdommen i Norge, var helt fraværende da banken forsvarte seg i retten i Norge. Det er vanskelig å tenke seg at innrømmelsene ikke har relevans i sakene om Notens.

MiFID-direktivet. Ifølge Fokus ville bare en av kundene ha vært profesjonell ut fra direktivets definisjon. Tingretten med tre dommere avga en enstemmig dom.

De 17 anket, mens banken anket overfor de 12 som hadde fått medhold. Borgarting lagmannsrett fant med fire mot en stemme at banken ikke var erstatningspliktig overfor noen. Flertallet konkluderte med at kundenes vitnemål ikke var troverdige. Flertallet mente at de enten ikke hadde satt seg inn i informasjonen, eller at de hadde forstått mer enn de selv hevdet. Flertallet mente videre at kundene i det minste måtte ha forstått problemene tidlig i 2008, og at de som eventuelt ikke hadde forstått da, måtte ha brukt for lite tid på å sette seg inn i den tilgjengelige informasjonen. Flertallet påpekte svakheter i bankens informasjon, men mente disse ikke kunne ha vært avgjørende for kundenes beslutninger om å kjøpe. Siden de ikke var avgjørende, ville informasjonsmanglene ikke medføre erstatningsplikt.

Jeg utgjorde mindretallet og mente at banken var erstatningspliktig overfor alle kundene. Når jeg hevdet erstatningsplikt også overfor de mest kunnskapsrike kundene, har det å gjøre med at banken ga dem grovt misvisende informasjon, som sannsynligvis var beslutningskritisk for dem.

Av de 29 kundene som tapte i lagmannsretten, anket 21 til Høyesterett. Der ble alle erstatningskrav enstemmig forkastet. Høyesterett la bare vekt på det skriftlige informasjonsmateriellet fra banken sentralt, ikke det som var dokumentert av direkte informasjon (eller feilinformasjon) fra bankens ansatte overfor enkeltkunder. Høyesterett la til grunn at kunder som investerer en halv million kroner eller mer, må forventes å lese og forstå alt informasjonsmateriell. Høyesterett la videre til grunn at det sentrale informasjonsmateriellet var tilstrekkelig til å forstå hvilke risikomomenter investeringen innebar, selv om det hadde noen svakheter. Den ene feilinformasjonen om sannsynligheter som banken innrømte (se ovenfor), kunne ikke ha vært beslutningskritisk for noen.

3. RISIKOFAKTORER OG FORSTÅELSE AV DEM

For dem som investerer i finansielle produkter, er det avgjørende å forstå hvilke typer risiko de er utsatt for.

3.1 Banken ga en forenklet historie

Banken presenterte et omfattende informasjonsmateriell overfor kundene, fire dokumenter på hhv. 1, 4, 48 og 12 sider, med mange faguttrykk. En del av kundene manglet bakgrunn i økonomi og forsto ikke alt. Disse måtte

nødvendigvis ta beslutninger ut fra en forenklet historie som de oppfattet, og de la stor vekt på muntlig informasjon og direkte, tilpasset informasjon i epost. Banken la til rette for dette ved å gjøre forenklinger. I lagmannsretten ble det gjengitt utsagn fra bankansatte som viser at de selv bare hadde oppfattet en forenklet historie. Den viktigste forenklingen var at risikoen nesten utelukkende ble framstilt som risikoen for mislighold av de om lag 350 underliggende lånene. I omtale av informasjon fra banken sentralt uttrykte en av de bankansatte det slik: «Ingen andre forhold ble trukket fram som risiko i presentasjonen fra forvalter» (siteret i Lund, 2012a, avsn. b). Dette underbygger at mange kunder aldri oppfattet at det var noen annen risiko knyttet til andrehåndsmarkedet.

3.2 Informasjon om andrehåndsmarkedet

I det sentrale informasjonsmateriellet framgikk det noen steder at det eksisterte et marked for senior banklån. Men det framgikk ikke at man kunne ha, slik det faktisk skjedde, store fall i kursene i dette markedet selv i situasjoner der det ikke hadde vært noe mislighold av de underliggende lånene. De to viktigste mulige forklaringene på fall uten forutgående mislighold vil, så vidt jeg kan se, være økte forventninger om framtidig mislighold og/eller likviditetsproblemer i markedet. Med likviditetsproblemer mener jeg situasjoner der markedsaktørenes verdsetting av lånepapirene ikke er endret (i særlig grad), men der kursene faller fordi potensielle kjøpere ikke har likviditet (dvs. de får ikke kreditt), eller potensielle selgere er i sterkt behov av likviditet (dvs. de får ikke kreditt til andre formål, og kan evt. være pålagt å styrke balansene sine).⁸ I teorien kan kursene også falle hvis markedets krav til kompensasjon for risiko har økt. Dessuten kan det tenkes mindre rasjonelle grunner, omtalt som svekkelse av «markedssentimentet».

Banken hevdet at finanskrisen ikke kunne forutses av noen, slik at banken ikke skal holdes ansvarlig for det som skjedde. Det eksisterer mange uttalelser fra viktige markedsaktører som støtter at krisen ikke kunne forutses. I lagmannsretten hevdet banken at den ikke hadde noe markedssyn høsten 2008, fordi den oppfattet markedene som irrasjonelle. Men siden kursene falt gjennom høsten 2007 og våren 2008, trengs andre forklaringer. Banken har ikke påstått at markedene var irrasjonelle så tidlig. Det er uklart om banken mener at kursfallet juli 2007 – juli 2008 skyldtes forventninger om framtidig mislighold eller likviditetsproblemer eller noe tredje. Overfor kundene var den helt dominerende beskjeden at det gjaldt å bli sittende rolig.

⁸ Problemene forsterkes av at fondsandeler løpende verdsettes til markedsverdi. Kursnedgang kan dermed bli selvforsterkende.

Hvis det ikke ble tap som følge av mislighold, ville kursene stige igjen fram mot oktober 2010, ble det hevdet fra noen av bankens rådgivere. Dette er dokumentert med sitater i Lund (2012a), avsnitt b.

Et grunnleggende problem med dette er at oktober 2010 ikke var noen spesiell dato for fondet, bare for Noten, som skulle avvikles da (om ikke før). Dermed var det like store muligheter for lave fondskurser i oktober 2010 som tidligere, og i hvert fall som høsten 2007 eller våren 2008, da banken ikke påstår at markedene var irrasjonelle. Så vidt jeg kan se, vil alle mulige forklaringer fra banken på kursfallet høsten 2007 og våren 2008, også være mulige forklaringer for at liknende lave kurser ville kunne forekomme høsten 2010 selv om det ikke hadde kommet tap på grunn av mislighold fram til oktober 2010. Men muligheter for verdifall av den typen som skjedde høsten 2007 og våren 2008, var ikke formidlet til kundene før de kjøpte Noten, verken i det sentrale informasjonsmateriellet eller i direkte kommunikasjon med kundene.

Jeg mener dette er grovt mangelfull informasjon om typer risiko, knyttet til kursen i andrehåndsmarkedet. Jeg er enig i at banken ikke kunne ventes å forutse finanskrisen, i hvert fall ikke med den dybden den fikk. Det blir hevdet av banken at det betyr at banken må gå fri, fordi det var denne uforutsigbare hendelsen som førte til terminering. Etter mitt syn er imidlertid denne typen risiko i andrehåndsmarkedet nært knyttet til annen, forutsigbar risiko i andrehåndsmarkedet, som kundene var utsatt for, men som banken ikke hadde opplyst om. Derfor er det helt berettiget når kundene hevder at de ble ofre for en type risiko de ikke var informert om, selv om risikoen ga raskere og kraftigere konsekvenser enn eventuelle lave kurser i oktober 2010. Jeg vil definere denne typen risiko som risikoen for betydelige kursfall i andrehåndsmarkedet uten forutgående tap grunnet mislighold.

I lagmannsretten trakk banken fram et punkt i informasjonsmateriellet som lyder: «Et stort likvid marked for lånepapirer sikrer riktig prising av papirene.» Banken hevder at dette gjorde kundene oppmerksomme på at det fantes et andrehåndsmarked for andelene i de 350 lånene, og at kundene burde forstå at her var det risiko av betydning for dem. Etter min mening er dette å snu budskapet på hodet. Budskapet var åpenbart ikke at dette markedet innebar noen risiko, tvert imot. Rent faktisk viste budskapet seg å være feil, i hvert fall høsten 2008. Markedet var ikke likvid og sikret ikke noe som rimeligvis kan kalles riktig prising.

Hvis banken mener papirene var riktig priset høsten 2007 og våren 2008, er det vanskelig å forstå at dette er forenlig med bankens informasjon gjennom dette første året av Notens levetid. For sitater fra bankens eposter til kundene i denne perioden henviser jeg til dissensen (Lund, 2012a).⁹ Banken framhevet fra sommeren 2007 til september 2008 at det ikke var tap på grunn av mislighold, og at kursene derfor ville ta seg opp igjen. Dette kan ikke være forenlig med at papirene er «riktig priset».

Et annet spørsmål er hvor mange scenarier med lav sannsynlighet banken skal være forpliktet til å opplyse om. Den nye reguleringen fra EU-parlamentet (2014, s. 36f) krever et informasjonsdokument (KID) som under overskriften «What are the risks and what could I get in return?» skal beskrive «appropriate performance scenarios, and the assumptions made to produce them.» En rimelig tolkning er at «appropriate» omfatter alt som har alvorlige konsekvenser, uansett om sannsynligheten er lav. I så fall er en alvorlig likviditetskrise et relevant scenario. Men det er et problem at KID er begrenset til tre A4-sider ifølge reguleringen.

3.3 Krav om forståelse og profesjonalitet

Det stilles en rekke krav om forståelse og profesjonalitet. For det første stiller både Høyesterett og lagmannsretten krav til alle bankkundene om en viss minste forståelse av finansmarkedenes virkemåte, som grunnlag for å gjøre investeringer av den type og størrelse som dette dreier seg om. Dette medfører at bankene ikke trenger å forklare alt i minste detalj. For det andre kreves det at alle kundene setter seg inn i det skriftlige materiellet de får tilgang til. Dette skal jeg drøfte nærmere nedenfor. For det tredje har Oslo tingrett regnet noen kunder som mer profesjonelle enn andre. Overfor disse stiller retten et krav om at de burde forstå at et produkt er mangelfullt ut fra informasjon i produktets levetid, i dette tilfellet våren 2008.

Etter min oppfatning er det riktig å kreve at bankkunder leser skriftlig informasjon. Informasjonen må være utformet slik at de kundene som får den presentert, har mulighet til å forstå den. Det er et gjennomgående trekk at kundene i Fokussaken ikke selv oppsøkte banken og ba om mulighet for å investere i Noten. De ble kontaktet av banken, og dette bør stille særlige krav til tilpasset informasjon.

⁹ I NOU (2011:1), s. 161, heter det at «... utstrakt bruk av muntlig kommunikasjon osv. gjør det særlig viktig med effektivt tilsyn, herunder å påse at institusjonene gir relevant og forståelig informasjon om ulike finansielle produkter ...». Det er verdt å merke seg at muntlig i stor grad blir erstattet av elektronisk kommunikasjon. Dette gjør det mulig å vurdere innholdet i ettertid. Men Høyesterett (2012b) la likevel ikke vekt på epost-meldinger, se Lund (2012b).

Etter min mening var helhetsbildet kundene fikk, så klart misvisende at det kraftig reduserer relevansen av å henviser til at noen deler av informasjonen ga et riktigere bilde. Kunder som ikke er profesjonelle, vil nettopp være avhengige av helhetsbildet de får. De vil typisk slå seg til ro med en noe mangelfull forståelse av detaljene i informasjonen. I dette tilfellet ble helhetsbildet i bankens sentrale informasjon styrket ved at bankens ansatte la vekt på de samme generelle trekkene: Noten representerte investering i en bred portefølje av utlån til amerikanske selskaper. Disse utlånene ble omtrent ikke misligholdt.

Gjennom 2007–08 informerte banken om verdifallet og sviktende tillit i kredittmarkedene. Men samtidig var det et klart budskap at dette ikke ville påvirke sluttverdien for kundene i oktober 2010, i hvert fall så lenge det ikke ble mislighold av lånene. De fleste kundene slo seg til ro med dette. Mange antok at verdifallet kunne ha betydning hvis de ønsket å selge seg ut tidlig, men at Noten ville hente inn igjen verdien, siden det ikke var mislighold av noen betydning.

Optimismen i bankens informasjon gjennom Notens levetid synes overdrevet og ubegrunnet. Banken hevder at det er legitimt å ha et optimistisk markedssyn. Det kan det være, så lenge det er konsistent med annen informasjon banken gir. Men optimismen bidro til det misvisende helhetsbildet kundene fikk, slik at det ble urimelig å kreve i ettertid at de burde ha klagd. Dessuten ga noen bankansatte uttrykk for sikkerhet om at Noten ville hente seg inn, det vil si mer enn et utsagn om en sannsynlig utvikling.

Overfor mer profesjonelle kunder er det mer rimelig å kreve at kundene oppfatter detaljer i skriftlig informasjon. Det er vanskelig å avgrense hvilke kunder som hadde tilstrekkelig bakgrunnskunnskaper til å forstå vesentlig mer enn de andre. En slik avgrensning kan bygge på kundens utdanning, yrke, eller på kundens erfaringer som investor, målt for eksempel gjennom varighet, omfang, eller hvor kompliserte produkter kunden har investert i før. Etter min oppfatning var det noen kunder i saken som hadde gjort omfattende investeringer i lang tid, men som viste svak forståelse i epostutveksling med bankansatte. Erfaring er ikke tilstrekkelig til å være profesjonell.

Noen kunder forsto trolig detaljer i bankens informasjon. Dette taler ikke uten videre til bankens fordel i rettsaken. Det er nemlig en rekke feil og svakheter i denne informasjonen. Flertallet i lagmannsretten skriver (s. 43) at det ikke forstår «hvordan slike eventuelle økonomifaglige innvendinger mot angivelsen av risiko og avkastning kan ha

noe betydning for sakens utfall, gitt hovedanførselen» [fra kundene] «om at man har misforstått produktet på helt grunnleggende punkter.» Men selv om en har misforstått på grunnleggende punkter, er det fullt mulig å ha blitt overbevist av bankens feilaktige kvantitative informasjon om at produktet er attraktivt.

Både Høyesterett og flertallet i lagmannsretten la til grunn at feilene ikke var beslutningskritiske. Men det er tvilsomt om retten er i stand til å avgjøre hva som er beslutningskritisk for kunder med bakgrunnskunnskaper. Kundene har bevisbyrden, men det er vanskelig for retten å overprøve påstander om hva en kunnskapsrik kunde har lagt vekt på. Det er heller ikke noen logisk sammenheng at en kunde som ikke har forstått risikoen i et andrehåndsmarked, ikke kan legge vekt på (feilaktige) anslag for forventning og varians for årlig avkastning.

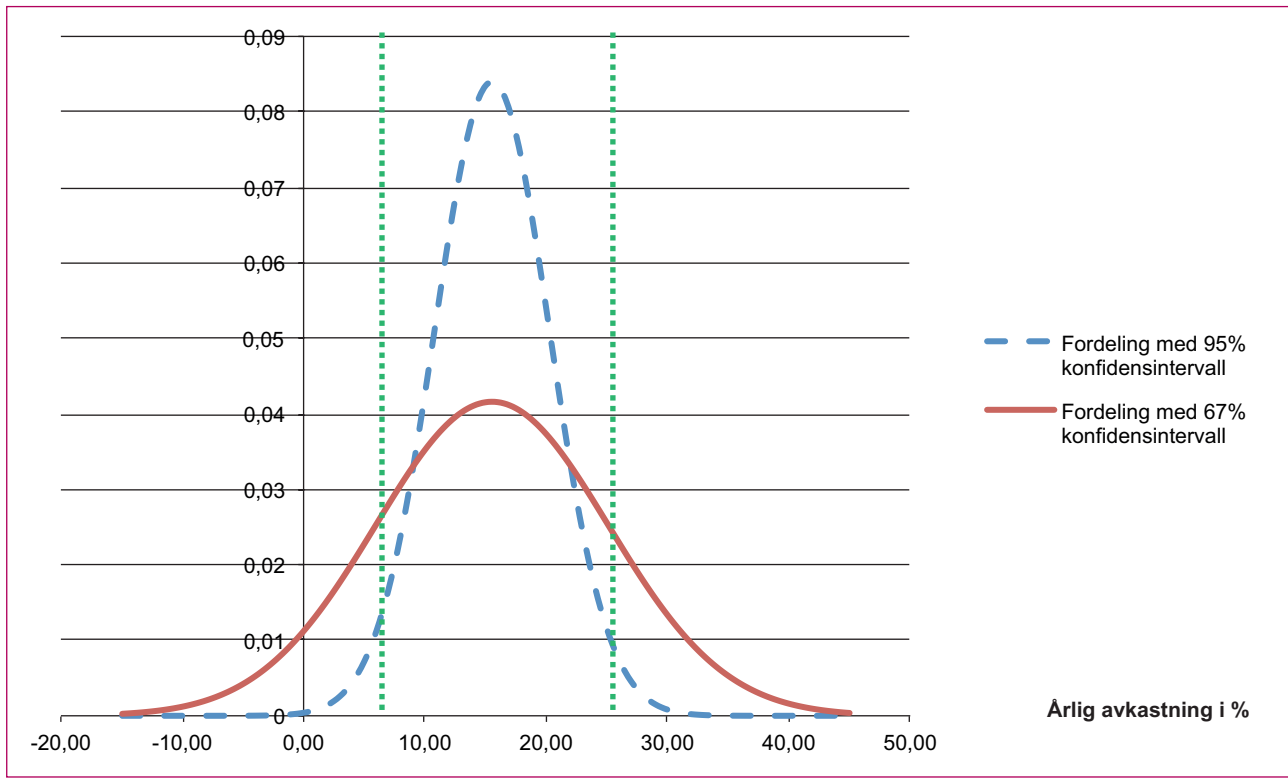
Som eksempel kan vi se på den eneste kvantitative feilinformasjonen som er vedgått, i estimering av usikkerhet i årlig avkastning på Noten. Denne ble beregnet ut fra historiske data for senior bank loans-markedet. Under forutsetning om normalfordelte årlige avkastninger ble det beregnet at disse hadde en forventning på 15,53%. Et 95% konfidensintervall var angitt som (6,23%, 24,83%) i det skriftlige informasjonsmateriellet. Før Høyesteretts behandling opplyste banken at utfall i dette intervallet i stedet hadde en sannsynlighet på 67%. De to tilfellene er illustrert i figur 1. Jeg skal ikke her gå inn på om 67% er et godt estimat for sannsynligheten.

Isolert sett blir spørsmålet om 67% er så mye lavere enn 95% at det kunne ha fått noen til å la være å investere. Feilen er langt fra uvesentlig. Etter standard økonomisk teori vil mange risikoaverse investorer kunne betrakte det ene tilfellet (95%) som gunstig, men ikke det andre. Det andre har vesentlig høyere sannsynlighet for dårlige utfall, for eksempel 5,26% sannsynlighet for negative utfall, som bare har 0,06% sannsynlighet i det første tilfellet.¹⁰ Feilen kan ha betydning hvis investorene forholder seg rasjonelt til statistisk informasjon. Dette vil det være høyst rimelig å tenke om investorer med utdanning i økonomi eller statistikk.

Det er underlig at domstolene kan unnlate å legge vekt på en slik feil når lovgivningen legger stor vekt på hensynet til kundene. Banken forsvarte seg med at de tallene som er referert ovenfor, ikke sto alene i informasjonsmateriellet. Det sto videre at «Produktets avkastningsmål er lavere enn den historiske avkastningen.» (Fokus Bank 2007, s. 3.)

¹⁰ Tallene 5,26% hhv. 0,06% er arealene under de to kurvene i figur 1 til venstre for loddrett akse.

Figur 1: To normalfordelinger med samme forventningsverdi, 15,53% årlig avkastning. Konfidensintervallet avgrenses av prikkede loddrette linjer. Med den stiplede fordelingen er det 95% sannsynlighet for utfall i intervallet. Med den heltrukne fordelingen er det 67% sannsynlighet for utfall i det samme intervallet.



Dette må tolkes som at bankens anslag for forventet årlig avkastning for Noten i dens levetid er lavere enn 15,53%, og tallet oppgis deretter til 10,5%. Det er ikke noen tilsvarende forbehold i dokumentet om bredden på konfidensintervallet eller den symmetriske formen på fordelingen. Jeg kommer tilbake til dette nedenfor.

4. KVANTITATIV INFORMASJON

Eksempelet med konfidensintervallene utgjør bare en mindre del av feilinformasjonen om kvantitative egenskaper ved Noten. Feilinformasjonen består delvis i at enkeltopplysninger er dårlig underbygd og misvisende, evt. udiskutabelt feil, som i eksempelet. Den består også i at informasjon som ble gitt etter salg til kundene, ikke er konsistent med informasjon gitt før salg, på en måte som både før og etter bidrar til å skjønne Noteen. Et dypereleggende problem er at banken ikke har hatt noen god forståelse av de statistiske egenskapene til Noteen og de underliggende lånepapirene (og det samme kan sies om Høyesterett). Dette åpner for den nevnte inkonsistensen over tid, men fører også til bruk av uegnede estimeringsmetoder og dermed lite troverdige estimater. Jeg skal utdype dette.

4.1 Ulike statistiske modeller

En viktig egenskap ved lånepapirer er at inntektene knyttet til papirene har en øvre grense. Det beste långiveren kan håpe på, er at lånet blir betjent med renter og avdrag i henhold til avtalen. For lån med fast avtalt rente er verdien av å motta disse betalingene med sikkerhet en nåverdi, pari verdi av lånet, som avhenger negativt av kalkulasjonsrenten. Siden kalkulasjonsrenten ikke kan bli negativ, har nåverdien en øvre grense, nemlig den nominelle algebraiske summen av betalingene.

De aktuelle lånene har flytende rente. Avtalt rente er en observerbar flytende rente, LIBOR, pluss et tillegg. Den relevante kalkulasjonsrenten vil svinge i takt med den flytende renten. Dette stabiliserer nåverdien så lenge lånet blir betjent som avtalt.

Når verdien av lånepapiret har en øvre grense, vil sannsynligheten for f.eks. 20% økning i verdien gjennom det neste året avhenge av hvor høy verdien er i dag. Hvis verdien er høy, er sannsynligheten for 20% økning i verdien ikke veldig stor. (Den vil være nær null når man nærmer seg øvre grense for verdien.) Hvis verdien i dag er lav, vil sannsynligheten for 20% økning rimeligvis være vesentlig større.

En konsekvens av det som står foran, er ganske enkelt at sannsynligheten for en viss relativ endring i verdien over et visst antall år framover i tid avhenger av hva verdien er i dag. Dette står i motsetning til en velkjent teori om andre typer verdipapirer, spesielt aksjer, som er kjent som «random walk»-hypotesen på engelsk, «tilfeldig gang» på norsk. Denne sier at relative verdiendringer i ikke-overlappende tidsperioder er stokastisk uavhengige. Det tilsier at sannsynligheten for en viss framtidig relativ endring er uavhengig av dagens nivå, motsatt det som er begrunnet om Noten foran.

For aksjer er denne hypotesen omstridt, og det eksisterer store mengder teoretisk og empirisk forskning på feltet, se, f.eks., Lo (2008) og referanser der. For lånepapirer har jeg allerede gitt et teoretisk resonnement om at hypotesen om tilfeldig gang ikke kan holde. Data for lånepapirer tyder også på en øvre grense.¹¹ I figur 2 gjengis verdier, relativt til pari verdi, for en indeks av tilsvarende lånepapirer som dem saken dreier seg om. De samme dataene var framstilt i en figur i en rapport fra bankens sakkyndige vitner i rettsaken, og dekker en periode på 14,5 år. Da Noten ble solgt til kundene i mai og juni 2007, var verdien på topp. Ingen kunne forutse den dype nedgangen mot slutten av 2008, men det var i hvert fall ingen grunn til å vente ytterligere oppgang relativt til pari verdi.

Informasjonen som ble gitt av banken, kan forstås i lys av tilfeldig gang-hypotesen. Det viser seg at banken baserte seg på en tilfeldig gang-hypotese før Noten ble solgt. Men i informasjonen fra og med sommeren 2007, da verdien begynte å falle, skiftet banken oppfatning. Den nye oppfatningen må tolkes som at banken mente verdistigning (fra de nye, lavere nivåene) var mer sannsynlig enn før. Dette er ikke konsistent med en tilfeldig gang.

4.2 Informasjon gitt før salg

Før salget til kundene var årlig avkastning beskrevet av banken ved en symmetrisk fordeling, vist her som den stiplede kurven i figur 1. I informasjonsmateriellet var det ikke vist noen slik figur, og ordet normalfordeling var ikke nevnt. Men de tre tallene 15,53%, 6,23% og 24,83% var oppgitt, med opplysning om at de to siste avgrenset et 95% konfidensintervall rundt det førstnevnte. Dette innebærer at fordelingen er symmetrisk, at det bare er 2,5% sannsynlighet for utfall under 6,23% årlig avkastning, og tilsvarende 2,5% for utfall over 24,83%.

¹¹ En nærmere drøfting av konsekvensene av en øvre grense for markedsverdien av lån fins i Dermine og Lajeri (2001). De har videre referanser (s. 505) til forskning som tilsier at en portefølje av korrelerte lån har en tilsvarende skeiv fordeling.

De oppgitte tallene var funnet ved simulering av Noten på historiske data for et liknende fond i perioden 2001 – 2007. Ifølge banken var dette ment å oppfylle kravet i §6 i Informasjonspliktforskriften (2006) om informasjon bygd på fem års historikk. En avgjørende svakhet ved dette er at en ikke har tatt hensyn til hvordan sannsynlighetsfordelingen for årlig avkastning, med oppstart i dag, varierer med fondets verdi i dag, som påvist ovenfor. En bedre metode ville ha forsøkt å modellere dette.

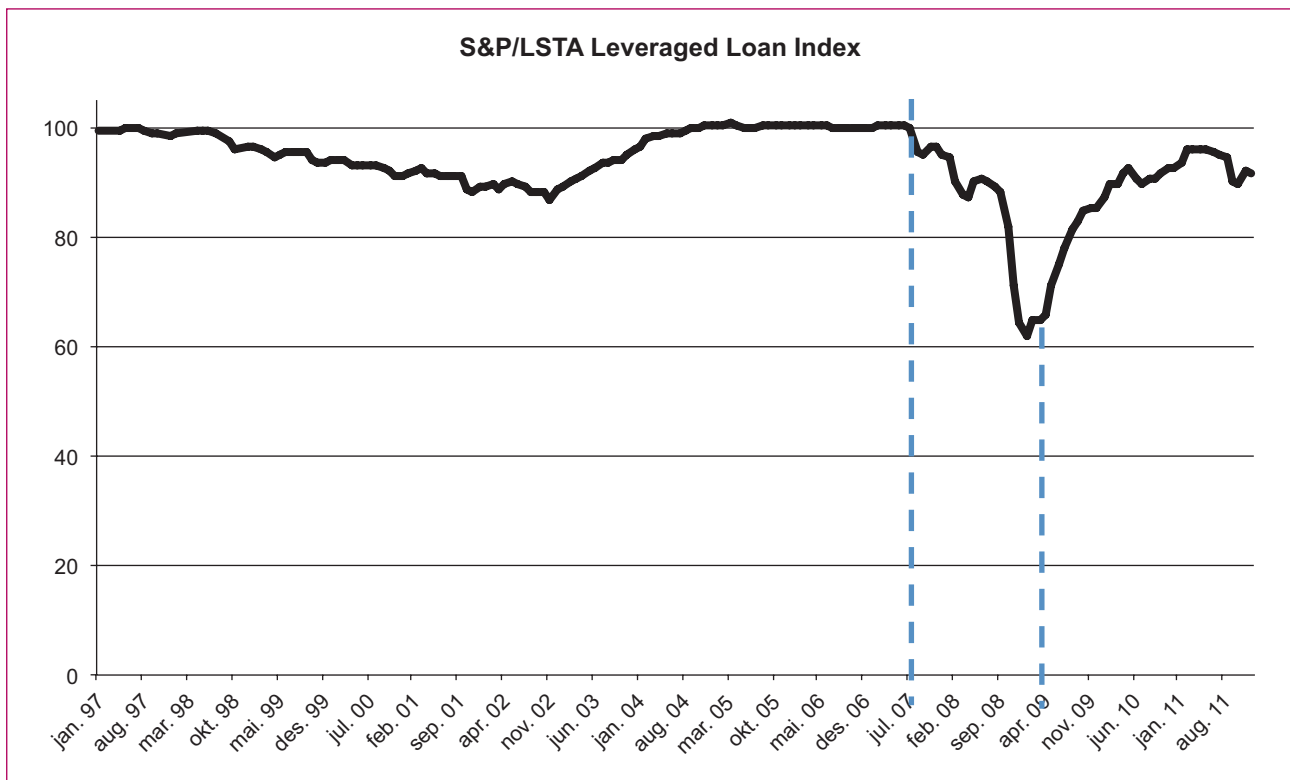
For det første ville en slik metode ha gitt et bedre holddepunkt for å nedjustere forventningsverdien. Anslaget på 10,5% årlig avkastning som er nevnt ovenfor, betegnes av banken som et konservativt estimat, med henvisning til at det ligger betydelig lavere enn 15,53%. Men i dissens min (Lund 2012, punkt e), henviser jeg til simuleringer framlagt av bankens sakkyndige vitner for overlappende 3,25 års perioder med oppstartstidspunkt midt i året i ulike år. Underliggende fond var representert ved en indeks, som det fins historiske data for.¹² Ved oppstart i 1997–1999, da indeksen var relativt høy, var realisert årlig avkastning henholdsvis 3,7%, 1,7%, og -2,0%, med et gjennomsnitt på 1,1%. Ved oppstart i 2000–2003, da indeksen var lav, var realisert årlig avkastning 14,9%, 16,3%, 15,3% og 8,5%, med et gjennomsnitt på 13,9%. Forventet avkastning avhenger tydelig av starttidspunktets nivå på indeksen, og 10,5% er ikke noe konservativt estimat når startnivået er høyt, jfr. figur 2.

For det andre kunne metoden ha gitt meningsfylte estimater på usikkerhet, i hvert fall i den grad perioden etter 2007 kunne ventes å ha noen som helst likhet med perioden før. Bankens metode, derimot, forutsetter at avkastninger i ikke-overlappende perioder er stokastisk uavhengige av hverandre. De estimatene banken har lagt fram for standardavviket i årlig avkastning, er multiplisert opp fra estimater for månedlig avkastning, noe som forutsetter slik uavhengighet. Estimatenes for månedlig avkastning er også funnet ved en metode som forutsetter slik uavhengighet. Dette er den vanligste metoden, men passer dårlig for denne typen verdipapir.

Et ytterligere problem er at standardavvik for (eller andre statistiske egenskaper ved) årlig avkastning ikke er et egnet risikomål. Banken og kundene har hele tiden vært enige om at det normale ville være å sitte med Noten i 3,25 år. Avkastning over perioden juli 2007 – oktober 2010 bør derfor stå sentralt i informasjonsmateriellet. Når Notens avkastning åpenbart

¹² Indeksen heter Credit Suisse Leveraged Loan Index, og er en totalavkastningsindeks for den typen lånepapirer som fondet investerte i.

Figur 2. Månedlig verdiutvikling for en indeks av amerikanske lånepapirer, relativt til pari verdi. Gjengitt etter Bjønnes og Christensen (2011). De vertikale linjene viser Notens startdato (juli 2007) og datoen da den ble terminert (februar 2009).



ikke er en tilfeldig gang, gir det ikke mening å sammenlikne dens usikkerhet med tilvarende for andre papirer basert på årlig standardavvik. Det viktigste for kundene er usikkerhet omkring verdien 3,25 år seinere, og dette kunne man eventuelt sammenlikne for flere verdipapirer.

Den kvantitative informasjonen som ble gitt før salget, var dermed egnet til å forlede kundene. De fikk bilde av for stor «oppside», fordi det ble gjengitt en symmetrisk sannsynlighetsfordeling. Dessuten ble opplysninger om årlige avkastningsrater presentert som om de var nivåuavhengige og sammenliknbare med slike opplysninger for f.eks. aksjer. Dessuten ble det brukt estimeringsmetoder som ikke passer, slik at estimatene ikke er troverdige.

4.3 Informasjon gitt etter salg

Etter salget sank verdiene i fondet av de underliggende lånepapirene, først langsomt i 2007, så raskt våren 2008, og meget raskt høsten 2008. Det var perioder innimellom med en viss oppgang. Notens relative verdifall var det firedobbelte av fondets på grunn av den innebygde lånefinansieringen. Banken beroliget kundene med at verdien ville hente seg inn igjen. Jeg viser i dissensen (Lund, 2012, avsn. b) at noen av de bankansatte uttrykte dette som om det var sikkert, andre som om det var en vurdering banken gjorde.

Isolert sett kan en slik vurdering sies å være legitim. Men det er inkonsistent med den oppfatningen banken baserte seg på, og formidlet, i perioden før salget. Som vist ovenfor baserte banken seg på en tilfeldig gang-hypotese. Hvis banken skulle være konsistent, kunne den ikke berolige kundene med at det nå var blitt stor sannsynlighet for oppgang.

Nå kan en innvende at det også må være legitimt å skifte synspunkt bort fra tilfeldig gang-hypotesen, når det kommer nye opplysninger. Men i dette tilfellet skiftet banken til den motsatte ytterlighet, dvs. at det nærmest skulle oppfattes som irrelevant på to-tre års sikt at Noten hadde falt i verdi. En slik helomvending burde ha vært eksplisitt forklart og begrunnet. Det er rimelig å oppfatte at banken var helt opportunistisk i sin informasjon, og valgte de forutsetningene som i øyeblikket ville skjønne produktet.

4.4 Oppsummering om kvantitativ informasjon

Det er fullt mulig å ha et mellomliggende synspunkt, om en prosess der Notens verdier antas å ha en tendens til å vende tilbake, men langsomt og ikke med full sikkerhet. Dette bygger på at fondets verdi vil vende tilbake mot en øvre grense, se figur 2. Men en kan kanskje hevde, for noen produkter, at det ikke fins gode nok holdepunkter for å tallfeste en fornuftig modell. Finanskriseutvalget er inne

på dette (NOU 2011:1, s. 133f): «I tillegg er det mye som tyder på at usikkerhet som sådan ble systematisk forvekslet med mer eller mindre målbar risiko. Bruk av sofistikerte modeller for beregning av risiko på basis av mangelfulle data, forventninger som viste seg ikke å være holdbare, og uprøvde antakelser – som pretenderte å gi presise, kvantitative anslag på risikoer som i realiteten var forbundet med en høy grad av usikkerhet – er eksempler på denne forvekslingen hos finansinstitusjoner, investorer, låntakere, tilsynsmyndigheter og sentralbanker.» Problemet er at uten noen antakelser er det umulig å gi kvantitativ informasjon. Det avgjørende må være at informasjonen som gis til kundene, er så presis som det er mulig å være ut fra det samlede informasjonsbildet, men ikke mer.

Det at opplysningene dreier seg om årlig avkastning, ikke avkastning for 3,25 år, kan kanskje sies å være en oppfølging av krav i Informasjonspliktforskriften (2006), § 6. Der handler plikten om opplysning om «avkastning», som rimelig kan tolkes som årlig avkastning. Finanstilsynet bør foreslå nye formuleringer som krever at de som selger et spareprodukt, gjør rede for en rimelig modell for forståelse av dette produktets statistiske egenskaper, og at informasjonen som gis, er i tråd med modellen.

Det er fare for at myndighetene legger opp til en overdreven standardisering som fører til misvisende informasjon. Finanskriseutvalget (NOU 2011:1, s. 163) skriver at informasjonen bør «være så standardisert og forståelig som mulig, slik at forbrukeren lett kan sammenligne ulike produkter fra ulike leverandører. Informasjonen bør også være tilpasset den finansielle kunnskapen den jevne forbruker kan antas å sitte inne med.» Denne standardiseringen og tilpasningen kan gå for langt, siden produktene faktisk er ulike.

5. MAKROEFFEKTER

De tre høyesterettssakene viser sterke likhetstrekk mellom tre bankers atferd, spesielt i årene fram til finanskrisen. Både produktene og presentasjonen av dem liknet. Det er ikke plass til å trekke fram alle detaljer her, men jeg vil hevde at alle sakene rammes av kritikken fra Finanskriseutvalget og EU-kommisjonen, se foran. Makroeffektene er åpenbart negative. Selv om et produkt kan framstå som moderat risikabelt under normale omstendigheter, kan risikoen bli mye større hvis mange produkter får problemer samtidig. Når produktene er kompliserte på nye måter og tilbys til nye grupper, bidrar dette til at både selgerne og kjøperne mister oversikten.

Det er myndighetenes oppgave å lage regler som hindrer at slike situasjoner oppstår. Banker og andre aktører i

finansmarkedene må følge reglene. Vi kan ikke regne med at banker på egenhånd skal avstå fra kortsiktige, lovlige profittmuligheter selv om den samlede virkningen i markedet kan være en uholdbar og uoversiktlig risikosituasjon.

Derimot kan det ikke aksepteres at bankene forsvarer sine handlinger med at de bare har fulgt vanlig markedspraksis. Hvis de gjør noe som er uforsvarlig, isolert sett, kan de ikke skyldes på at alle andre oppfører seg på samme måte. I denne saken dreier det seg spesielt om den misvisende informasjonen. Det er riktig som Fokus Bank hevder, at bransjen normalt presenterer årlig forventet avkastning og standardavvik, estimert som om verdipapirene følger en tilfeldig gang.¹³ Men for lånepapirer blir dette feil. At feilen er utbredt, er ikke noen unnskyldning for å presentere informasjon som er klart misvisende for kundene.

6. KONKLUSJON

Ikke-profesjonelle kunder forholder seg til helhetsbildet som gis. Dette var sterkt misvisende, noe som bidro til at de kjøpte, og at de lot være å klage eller selge. Banken bør være erstatningspliktig.

Profesjonelle kunder må antas å kunne ta detaljene inn over seg. Men da må det også kreves at detaljene er riktige. Banken kan ikke hevde at noen detaljer (som har vist seg å være feil) er uvesentlige, mens andre (som ga hint om faktiske risikokilder) måtte oppfattes av kundene. Det var mange grove feil og inkonsistenser i informasjonen om Notens kvantitative egenskaper. Banken bør igjen være erstatningspliktig, uansett om en kan påvise at den villetet bevisst eller selv hadde feilaktige oppfatninger.

Ikke alle de ansatte i banken forsto produktet. Dette gir en sterk indikasjon på at det var uforsvarlig å selge det til ikke-profesjonelle kunder. Selv de sentrale medarbeiderne som utarbeidet informasjonsmaterieell, ga uriktig informasjon.

Regelverket kan forbedres på flere punkter. Bankene bør avkreves en rimelig modell for statistiske egenskaper ved et verdipapirs avkastning, som informasjon må stemme overens med. Dessuten bør bevisbyrden bli snudd når banken har gitt vesentlig, uriktig informasjon. Da bør det være opp til banken å bevise at en slik informasjon ikke kan ha vært avgjørende for kundenes kjøp.

¹³ Som begrunnet foran, dreier dette seg både om måten forventning og standardavvik beregnes på, og om estimatene er meningsfylte i beslutningssituasjonen.

REFERANSER

- Bjønnes, G. og M. Christensen (2011). «ING-noten. Dokumentasjon fra sakkyndige vitner Geir Bjønnes og Morten Christensen,» lagt fram i Borgarting lagmannsrett, 31. oktober.
- Borgarting lagmannsrett (2012). *Dom* 9. januar (Fokussaken). Tilgjengelig på lovdata online, dokumentnummer LB-2010-137 213, og på http://folk.uio.no/dilund/dom_lb.pdf.
- Dermine, J. og F. Lajeri (2001). Credit risk and the deposit insurance premium: a note. *Journal of Economics and Business* 53, 497–508.
- Eggen, K. (2012). Kommentar til Marte Eidsand Kjørvens artikkel om Rt. 2012 s. 355 (Lognvik-saken). *Lov og Rett* 51, 571–572.
- EU-kommisjonen (2014). *Economic Review of the Financial Regulation Agenda*, Commission Staff Working Document, SWD(2014) 158 final. Brussel, 15. mai.
- EU-parlamentet (2014). *Amendments by the European Parliament [...] on key information documents for packaged retail and insurance based investment products (PRIIPs)*, A7-0368/4. Brussel, 9. april.
- Fokus Bank (2007). *Faktaark*, ING Senior Bank Loans Linked Note 1 2007 – 2010. Trondheim.
- Færstad, J.-O. (2013a). En kommentar til Høyesteretts avgjørelse i Fokus Bank-saken, Rt. 2012 s. 1926. *Lov og Rett* 52, 323–336.
- Færstad, J.-O. (2013b). Forvirrende dommer og kompliserte spareprodukter, *Vox Publica*, 2. mai.
- Høyesterett (2012a). *Dom* 28. februar (Lognviksaken). Tilgjengelig på lovdata online, dokumentnummer HR-2012-436-A. Inntatt i *Norsk Retstidende* 177(6), 355–380.
- Høyesterett (2012b). *Dom* 12. desember (Fokussaken). Tilgjengelig på lovdata online, dokumentnummer HR-2012-2382-A. Inntatt i *Norsk Retstidende* 177(31), 1926–1943.
- Høyesterett (2013). *Dom* 22. mars (Røeggensaken). Tilgjengelig på lovdata online, dokumentnummer HR-2013-642-S. Inntatt i *Norsk Retstidende* 178(7), 388–409.
- Informasjonspliktforskriften (2006). *Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter*, FOR 2006-09-25 nr. 1317.
- Kjørven, M.E. (2012). Anvendelse av avtaleloven § 36 ved salg av finansielle instrumenter til forbruker – kommentar til Rt. 2012 s. 355 (Lognvik-saken), *Lov og Rett* 51, 387–406.
- Kjørven, M.E. (2013). Replik til Kyrre Eggens kommentar til min artikkel om Rt. 2012 s. 355 (Lognvik-dommen). *Lov og Rett* 52, 185–189.
- Knutsen, J.F. (2013). Høyesterett forvirrer og tilslører. *Vox Publica*, 30. mars.
- Kolding, E. (2012). «I Danske Bank påtager vi os vores del av ansvaret,» kronikk, *Politiken*, 20. desember.
- Kredittilsynet (2008). *Forskrift om endring av forskrift 25. september 2006 nr. 1317 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter*. Oslo, 8. februar.
- Lund, D. (2012a). Mindretallets dissens, kap. 10 i Borgarting lagmannsrett (2012).
- Lund, D. (2012b). «Bare skriftlig teller?» *Dagens Næringsliv*, 28. desember, s. 32.
- Lo, A.W. (2008). Efficient markets hypothesis. I S.N. Durlauf og L.E. Blume (red.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, andre utg. Palgrave Macmillan, London.
- Modigliani, F. og M.H. Miller (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48, 261–297.
- NOU (2011:1). *Bedre rustet mot finanskriser*, Finanskriseutvalgets utredning. Finansdepartementet, Oslo.