



Advokat Steinar Mageli

Sendes kun per e-post: [sm@mageli.no](mailto:sm@mageli.no)

Vår ref: #3078059  
Tlf: +47 975 42 842  
e-post: [helge.lundestad@dnb.no](mailto:helge.lundestad@dnb.no)  
Besøksadresse: Dronning Eufemias gate 30

Oslo, 22. februar 2016

## SVAR PÅ FORBRUKERRÅDETS BREV

### 1. INNLEDNING

Vi viser til Forbrukerrådets varsel om søksmål 20. januar 2016 til DNB Asset Management AS («DNB»). DNB Juridisk bistår DNB, og vi ber om at alle henvendelser i saken rettes til oss.

Forbrukerrådet gjør gjeldende at DNB i perioden fra 1. januar 2005 til 1. mai 2015 har forvaltet verdipapirfondet DNB Norge for lite aktivt, slik at andelseierne har blitt fratatt muligheten til meravkastning, og at de derfor har krav på erstatning eller prisavslag.

DNB er ikke i enig i det og mener andelseierne ikke har noe slikt krav.

Forbrukerrådet har bedt om noe tilleggsmateriale. Vi sender informasjonen separat.

### 2. OPPSUMMERING

DNB Norge er ikke et indeksfond og har heller ikke vært forvaltet som det.

Forvaltningen er utført i samsvar med verdipapirfondloven og det som er kommunisert til andelseierne.

Målsettingen med fondet har vært å oppnå høyere avkastning enn referanseindeksen, og det har DNB i den aktuelle perioden klart å levere. I perioden har fondet gitt en meravkastning på 4,3 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeksen (etter kostnader). Over den samme perioden har andelseierne (etter kostnader) fått 0,47 prosentpoeng bedre avkastning per år enn et indeksfond med forvaltningshonorar på 0,3 prosent ville gitt.

DNB er derfor ikke enig i at det ikke har vært noen reell mulighet til å oppnå meravkastning.

Meravkastningen er oppnådd gjennom målrettet arbeid. Forvalterne har arbeidet for å ta kontrollert og gjennomtenkt risiko, og har fattet selvstendige investeringsbeslutninger basert på egne analyser og modeller, utstrakt møtevirksomhet i form av samtaler med ledelsen i relevante selskaper, og innspill fra en rekke verdipapirforetak.

Prisingen av fondet har vært i tråd med det som har vært vanlig i markedet. Det har løpende vært full åpenhet om forvaltningshonoraret, fondets investeringer og den absolutte og relative avkastningen. Det har vært enkelt for andelseiere å sammenligne priser for ulike fond, og det er ingen skjulte kostnader. Andelseiere har kunnet følge kursutviklingen løpende i nettbanken og i flere aviser, og har dessuten mottatt halvårsrapporter og årsrapporter. Andelseierne har hatt mulighet til når som helst å gå ut av fondet, dersom de ikke var fornøyde med avkastningen, risikoen eller prisen.

Det er også vanskelig å se at andelseierne skal stilles som om de hadde betalt honorar som for et indeksfond, men samtidig beholde meravkastningen som kun var mulig å oppnå gjennom den aktive forvaltningen.

Om fondet hadde tatt høyere risiko, kunne dette like gjerne ført til lavere avkastning.

DNB er selvfølgelig ikke fornøyd med avkastningen i DNB Norge de siste årene. Men manglende meravkastning betyr ikke at forvalterne ikke har forvaltet fondet i tråd med investeringsmandatet.

DNB avviser derfor Forbrukerrådets krav.

### **3. FORVALTNINGEN HAR VÆRT I TRÅD MED INVESTERINGSMANDATET**

#### **3.1 Innledning**

Forbrukerrådet mener den faktiske forvaltningen av fondet ikke har vært i tråd med fondets investeringsmandat.

Vi vil nedenfor gi en redegjørelse for investeringsmandatet og hvordan forvaltningen har vært utført. Redegjørelsen viser at DNB Norge ikke har vært forvaltet som et indeksfond, og at forvaltningen har vært i tråd med det som har vært kommunisert til andelseierne.

#### **3.2 Beskrivelse av investeringsmandatet**

Verdipapirfondloven oppstiller de ytre rammene for forvaltningen av verdipapirfond. Forvaltningsselskapet skal blant annet utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk og forvaltningen skal sikre andelseiernes interesser.

Når man skal se på hva som har blitt kommunisert til andelseierne, er det naturlig å ta utgangspunktet i fondets vedtekter, prospekt og nøkkelinformasjon.

- Fondets vedtekter oppstiller grunnleggende krav til forvaltningen. Vedtektene skal blant annet inneholde regler om verdipapirfondets investeringsområde og risikoprofil, kostnader som skal belastes fondet og informasjon om tegning og innløsning av andeler.
- Prospektet inneholder nærmere detaljer om fondets investeringsmål, investeringsstrategi og risikoprofil.
- Formålet med nøkkelinformasjonen er at investor lett skal kunne sammenlikne ulike verdipapirfond, og dokumentet skal i seg selv være tilstrekkelig for å fatte en investeringsbeslutning.

Til sammen utgjør verdipapirfondloven, vedtektene, prospektet og nøkkelinformasjonen rammene for forvalters investeringsmandat. Investeringsmandatet er sentralt for hvilke forventninger investor normalt vil kunne ha til forvaltningen.

I prospektet som Forbrukerrådet viser til er det gitt følgende beskrivelse av investeringsmålet:

*DNB Norges mål er – relativt til fondets referanseindeks – å oppnå høyest mulig avkastning på fondets investeringer. Fondets referanseindeks: Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX). Indeksen er utbyttejustert. Fondet passer bedrifter og enkeltpersoner som ønsker å investere i norske aksjer og som ønsker høy risiko og store frihetsgrader i forvaltningen. DNB Asset Management AS anbefaler en sparehorisont på fem (5) år eller mer.*

Investeringsstrategien beskrives slik i prospektet:

*DNB Norge er et aksjefond som hovedsakelig investerer i aksjer (verdipapirer som representerer en eierandel i et selskap) hjemmehørende i Norge eller notert på norskregulerte markeder. Fondet kan utover dette investere inntil 20 prosent i utenlandske selskaper som ikke er notert eller omsatt på et norsk marked. Investeringene har god spredning mellom selskaper og sektorer.*

*Valg av investeringer skjer på bakgrunn av forvalternes egne analyser i aksjer som vil kunne stige i verdi over tid. Fondet forvaltes av et sterkt analysemiljø med spisskompetanse på det norske markedet.*

Nøkkelinformasjonen beskrev fondets mål som å oppnå:

*...maksimal avkastning på fondets investeringer på mellomlang til lang sikt uten å ta mer risiko enn nødvendig*

Investeringsmandatet inneholder ingen krav til active share eller tracking error.

Fondets mål har vært å oppnå høyest mulig avkastning, sammenlignet med referanseindeksen, uten å ta mer risiko enn nødvendig. Dette må leses i sammenheng med uttalelsene om forvalters «*store frihetsgrader*». Det er opp til forvalter å vurdere hva som er en god strategi for å oppnå målsettingen. Formuleringen åpner for at forvalter har frihet til å regulere den relative risiko etter de muligheter forvalter ser i markedet.

Uttrykket «*høy risiko*» er brukt for å vise hvilken risikoklasse fondet er plassert i. Denne risikoklassifiseringen, som er basert på kriteriene til European Securities and Markets Authority, beskriver fondets *absolutte* risiko ut fra en historisk vurdering. Klassifiseringen er altså ikke et uttrykk for at fondet skulle forvaltes med høy relativ risiko.

Investeringsmandatet må videre forstås slik at investeringsbeslutningene skulle være begrunnede, basere seg på forvalternes løpende vurderinger og fattes av et høykompetent miljø.

### **3.3 Beskrivelse av den faktiske forvaltningen**

Det er seksjonen Norske Aksjer i DNB som har forvaltet DNB Norge. Teamet har til enhver tid hatt minst fire årsverk. Forvalterne har alle høy kompetanse. Alle har økonomiutdannelse, de fleste med spesialisering innen finans. Dagens forvaltere har mellom 18 og 28 års erfaring fra bransjen, og har bakgrunn fra analyse og forvaltning av verdipapirer.

Forvalterne for DNB Norge har i perioden jobbet målbevisst og strukturert for å ta gode, kontrollerte investeringsbeslutninger for å oppnå høyest mulig avkastning uten å ta unødvendig risiko. De har brukt betydelige ressurser for å kunne foreta informerte og begrunnede investeringsbeslutninger.

Gjennom bruk av interne modeller og estimater for selskapene, samtaler med ledelsen i selskapene og bruk av analyser, har forvalterne vurdert om et selskap er overpriset eller underpriset. Forvalterne har vektet seg ned i aksjer hvor de har ment aksjekursen er høyere enn de underliggende verdiene i selskapet tilsier, og vektet seg opp i aksjer der vurderingen har vært at aksjekursen er lavere enn de underliggende verdiene i selskapet tilsier.

Forvalternes aktive investeringsbeslutninger kan illustreres med to enkle eksempler:

- Et av selskapene DNB valgte å vekte seg ned i sammenlignet med referanseindeksen, er Seadrill. Det var en rekke positive faktorer ved selskapet, som førte til at aksjekursen steg raskt fra børsnoteringen til høsten 2013. Forvalterne i DNB har imidlertid også lagt vekt bl.a. på at selskapet neppe har vært en oppkjøpskandidat, og at den finansielle *gearingen* i selskapet har vært høy. Dette er faktorer som forvalterne har ment har vært undervurdert av andre aktører i aksjemarkedet. Forvalterne har derfor de siste årene vektet fondet ned i denne aksjen. Det har vist seg å være et godt valg.
- Et av selskapene forvalterne valgt å vekte fondet opp i, er Norwegian Air Shuttle. Beslutningen var basert blant annet på selskapets evne til verdiskapning, sammenligning med andre lavprisselskaper, selskapets ekspansjonsstrategi, selskapets evne til å minimere kostnader, markedsutsikter, terrorfare og andre faktorer. Analysene har vist at det var et attraktivt marked for selskapet, og at selskapet hadde stort potensiale for videre verdiskapning. Derfor har fondet hatt overvekt i aksjen, en beslutning som har gitt god avkastning.

For ordens skyld understreker vi at dette bare er to eksempler, av en lang rekke, hvor forvalternes investeringer avviker fra referanseindeksen.

Til sammenligning nevner vi at den automatiserte «forvaltningen» av DNBs tre indeksfond krever til sammen ca. én times arbeid per dag for én person, og ligger i en annen seksjon.

Når man skal vurdere om forvaltningen har vært egnet til å oppnå fondets investeringsmål bør man også se på de faktiske resultatene av arbeidet:

- Fondet har hatt god absolutt avkastning og meravkastning i forhold til referanseindeksen i lange perioder.
- I den aktuelle perioden under ett har fondet oppnådd absolutt avkastning på 170,76 prosent.
- Fondet har i det aktuelle tidsrommet levert en meravkastning på 4,3 prosentpoeng (etter kostnader) i forhold til referanseindeksen.
- Nesten 60 prosent av dagens andelseiere i DNB Norge har fått høyere avkastning enn hva et indeksfond med forvaltningshonorar på 0,3 prosent ville gitt.

Vi mener fondet har vært forvaltet i samsvar med investeringsmandatet.

### **3.4 Kvantitative analyser har begrensninger**

Selv om verken verdipapirfondloven eller investeringsmandatet legger føringer på hvilke nivåer av active share og tracking error fondet skal ha, mener Forbrukerrådet at måltallene viser at fondet ikke er forvaltet i tråd med investeringsmandatet. For den aktuelle perioden støtter Forbrukerrådet seg på analysen innhentet fra Bjerksund og Døskeland.

Fordi dette står sentralt for Forbrukerrådet vil vi kort kommentere det.

Kvantitative analyser har begrensninger. Mens analyser tar utgangspunkt i statistiske modeller, produserer virkeligheten ofte andre resultater. Vi vil illustrere det:

- Analysen til Bjerksund og Døskeland legger til grunn at det ville være tilnærmet umulig å levere meravkastning over en tiårsperiode med den active share fondet har hatt. Forvalterne har likevel klart det. Fondet leverte en meravkastning på 4,3 prosentpoeng (etter kostnader) i forhold til referanseindeksen.
- Analysen til Bjerksund og Døskeland forutsetter at differanseavkastningen er normalfordelt, og konkluderer med at en tracking error på fondets nivå, ikke vil gi meravkastning. DNB stiller spørsmål ved om forutsetningen er riktig, ettersom fondet har levert meravkastning.
- Det året DNB Norge hadde lavest active share, var det året fondet leverte høyest meravkastning (2009).

Ulike analyser vil også kunne bygge på ulike premisser. Bjerksund og Døskeland la til grunn at DNB Norge med en active share på 17 prosent måtte ha en meravkastning på 4,4 prosent på den aktive kapitalen for å oppnå en avkastning lik et indeksfond med forvaltningshonorar på 0,3 prosent. Finanstilsynet la på sin side til grunn at det var nødvendig med en dobbelt så høy meravkastning (8,8 prosent).

Tracking error vil dessuten variere med volatiliteten i aksjemarkedene, uavhengig av forvalters valg. Videre vil det i små markeder som det norske være vanskeligere å oppnå en høy grad av active share selv om forvaltningen utelukkende baserer seg på aktive investeringsbeslutninger.

## **4. DET ER IKKE GRUNNLAG FOR KRAV MOT DNB**

### **4.1 Innledning**

DNB bestrider at vilkårene for krav om erstatning, prisavslag og tilbakesøking er oppfylt.

Felles for grunnlagene er at Forbrukerrådet i realiteten søker å sensurere forvaltningshonoraret som fondet har betalt til DNB som forvalter. Man må her ta hensyn til at andelseierne når som helst ensidig kunne avslutte investeringen. Det har også vært full åpenhet om nivået på forvaltningshonoraret, fondets investeringer og den absolutte og relative avkastningen fondet har gitt. Det er heller ingen skjulte kostnader, gebyrer eller honorarer i fondet. For øvrig er det fondet, og ikke andelseierne, som har betalt forvaltningshonoraret. Forbrukerrådet drøfter ikke dette i brevet.

Forbrukerrådets krav om tilbakesøkning etter alminnelige obligasjonsrettslige regler (conductio indebiti) forutsetter at fondet har betalt mer enn det skulle. Dette rettsgrunnlaget har derfor ingen selvstendig betydning ved siden av de andre grunnlagene. Vi kommenterer derfor ikke dette nærmere.

DNB avga som kjent en erklæring overfor Forbrukerrådet om forlenget foreldelses- og reklamasjonsfrist 16. november 2015. Fristen ble suspendert fra og med DNBs erklæring og frem til 16. mai 2016. Som det fremgikk gjaldt erklæringen ikke for krav som allerede var falt bort. Etter vårt syn var reklamasjonsfristen utløpt før DNB ga erklæringen.

Størstedelen av kravet er også være foreldet. Vi tar forbehold om at et eventuelt krav er falt bort etter alminnelige passivitetsbetraktninger.

#### **4.2 DNB har overholdt sine plikter som forvalter**

En grunnleggende forutsetning for at andelseierne skal ha noe krav mot DNB, er at DNB har misligholdt sine plikter som forvalter. Det har ikke DNB gjort. Forvaltningen av fondet har vært i tråd med verdipapirfondloven og investeringsmandatet. DNB har heller ikke gitt feil eller mangelfull informasjon.

Forvalterne har jobbet for å oppnå høyest mulig meravkastning, med en kontrollert risiko som ikke skal være unødvendig høy. DNB har i dette arbeidet levert en faglig god innsats, og har ivarett andelseiernes interesser.

DNB har ikke forsøkt å etterligne sammensetningen av referanseindeksen, slik Forbrukerrådet mener. Derimot har DNB til enhver tid forsøkt å plukke de beste aksjene til andelseiernes gunst, innenfor de begrensningene lovgivningen og investeringsmandatet oppstiller. Vi viser her til beskrivelsen ovenfor under punkt 3.

Fondet har heller ikke blitt forvaltet på en slik måte at det ikke var noen reell mulighet for meravkastning. De faktiske resultatene av forvaltningen i den aktuelle perioden viser at det er oppnådd en meravkastning. Felles for de fleste som har hatt meravkastning i perioden er at de har vært andelseiere en lengre periode. Det er i tråd med anbefalingen i investeringsmandatet om en sparehorisont på fem år eller mer.

Nesten 60 prosent av dagens andelseiere har fått høyere avkastning enn hva et indeksfond med forvaltningshonorar på 0,3 prosent ville gitt.

#### **4.3 Forvaltningen har ikke påført andelseierne noe økonomisk tap**

Et eventuelt erstatningskrav forutsetter både at andelseierne har lidt et økonomisk tap og at kravet til årsakssammenheng er oppfylt. Vi mener disse vilkårene ikke er oppfylt.

Vi viser her til at andelseiernes eventuelle tap, slik Forbrukerrådet formulerer kravet, må utmåles slik at andelseierne blir stilt i samme økonomiske situasjon som om fondet var forvaltet med høyere grad av active share og tracking error. I en slik situasjon kunne avkastningen både vært høyere og lavere. I tillegg kommer at en høyere grad av active share og tracking error ikke hadde ført til et lavere forvaltningshonorar, som er det Forbrukerrådet krever.

Det er uansett vanskelig å se at andelseierne skal kunne kreve å stilles som de hadde betalt honorar som for et indeksfond, men samtidig beholde meravkastningen som kun var mulig å oppnå gjennom den aktive forvaltningen.

Det er også vanskelig å fastslå hva andelseierne hadde gjort dersom de hadde fått annen informasjon, slik Forbrukerrådet mener de burde fått. Og dette må vurderes individuelt for hver enkelt andelseier.

#### **4.4 Det er heller ikke grunnlag for krav om prisavslag**

Forbrukerrådet har, som alternativ til et erstatningskrav, også fremmet krav om prisavslag.

DNB har oppfylt sine plikter som forvalter. Vi mener at det for denne typen ytelser ikke er grunnlag for prisavslag som alternativ til erstatning.

Vilkårene for prisavslag er uansett ikke oppfylt.

Et prisavslag kan heller ikke utmåles på den måten Forbrukerrådet legger til grunn. Vi peker her blant annet på at:

- DNB har levert forvaltning av betydelig høyere verdi enn det som tilsvarer forvaltningshonoraret for det passive indeksfondet.
- Forbrukerrådet har heller ikke tatt hensyn til at det har vært en sterk endring i tilbudet og prisnivået for indeksfond de siste ti årene. DNB Norge Indeks, som Forbrukerrådet viser til, ble først etablert 5. august 2010.
- Et prisavslag kan heller ikke utmåles som differansen mellom betalt forvaltningshonorar og honoraret for DNB Norge (IV). Dette fondet har en minstetegning på 10 millioner kroner ved første gangs tegning, mens DNB Norge har en minstetegning på 100 kroner. Det er vanlig at store kunder får rabatt, også i dette markedet. Fond-i-fond-løsningen er en alminnelig akseptert måte å differensiere forvaltningshonoraret mellom store og mindre kunder.

## **5. DNB ØNSKER DIALOG OM EN FORNUFTIG PROSESSFORM**

DNB ønsker i likhet med Forbrukerrådet å finne en hensiktsmessig prosessform for å løse de problemstillinger som Forbrukerrådets krav reiser.

Etter DNBS syn er vilkårene for gruppesøksmål ikke oppfylt. Det er for store forskjeller mellom medlemmene i gruppen, og gruppesøksmål er heller ikke den beste behandlingsmåten.

DNB går derfor gjerne i dialog med Forbrukerrådet for å prøve å bli enige om en prosessform i form av flere pilotsaker. DNB kan imidlertid ikke bli med på en rettslig bindende avtale om at utfallet i en eller flere pilotsaker uten videre skal legges til grunn for alle de andre andelseierne. Vi viser her til at det er store forskjeller i gruppen, og at det ikke er mulig å vite hva som eventuelt blir lagt avgjørende vekt på i en endelig dom. Det er heller ikke vanlig å inngå denne typen avtaler ved gjennomføring av pilotsaker.

Vi foreslår at advokatene møtes for å diskutere mulighetene for å finne frem til en hensiktsmessig prosessform.

Med vennlig hilsen



Helge Lundestad  
Advokat MNA