

Ankeerklæring

til

Borgarting lagmannsrett

Hamar, 12.02.2018

Saksnr. 8421 SM/JHL

sm@mageli.no

Ansvarlig advokat:

Steinar Mageli

Oslo tingretts sak nr: 16-105341TVI-OTIR/04

Ankende part: **Andelseierne i verdipapirfondet DNB Norge**
Ved Forbrukerrådet v/styrets leder
Postboks 463 Sentrum
0105 Oslo

Prosessfullmektig: Advokat Steinar Mageli
Advokatfirmaet Mageli ANS
Postboks 343, 2303 HAMAR

Rettslig medhjelper: Advokat Jens-Henrik Lien
Advokatfirmaet Mageli ANS
Postboks 343, 2303 HAMAR

Ankemotpart: **DNB Asset Management AS (880 109 162) v/styrets leder**
Postboks 1600 Sentrum
0021 Oslo

Prosessfullmektig: Advokat Helge Lundestad
DNB Juridisk seksjon
Postboks 1600 Sentrum
0021 Oslo

Prosessfullmektig: Advokat Lars Ekeland
DNB Juridisk seksjon
Postboks 1600 Sentrum

0021 Oslo

Rettslig medhjelper: Advokat Frode Innjord
Advokatfirmaet Hjort DA
Postboks 471 Sentrum
0105 Oslo

* * *

1. Innledning

Forbrukerrådet tok 21. juni 2016 ut stevning i gruppesøksmål for Oslo tingrett mot DNB Asset Management AS (heretter «DNB») på vegne av ca. 180 000 personer og juridiske personer som i perioden 1. januar 2010 til 31. desember 2014 var andelseiere i verdipapirfondene DNB Norge, DNB Norge (I) og/eller Avanse Norge (I) (sammen omtalt som «DNB Norge-fondene»).

Forbrukerrådets hovedanførsel var at DNB Norge-fondene i perioden var forvaltet indekxnært til tross for at de i medhold av vedtekter, prospekt og nøkkelinformasjon skulle vært aktivt forvaltede fond. På vegne av andelseierne krevde Forbrukerrådet at DNB skulle tilbakebetale differansen mellom faktisk belastet forvaltningshonorar på 1,8 % og et honorar som reflekterte den forvaltningstjeneste de faktisk mottok, fastsatt etter rettens skjønn. I tillegg ble det krevd erstatning for det tap andelseierne led ved at DNB belastet andelseierne et for høyt honorar, penger som ellers ville gitt avkastning tilsvarende fondenes faktiske utvikling.

DNB bestred både kravet som sådan og at det kunne fremmes innenfor reglene om gruppesøksmål i tvisteloven kapittel 35.

Den 6. januar 2017 fremmet Oslo tingrett gruppesøksmålet i kjennelse, med slik slutning:

«

1. Gruppesøksmålet fremmes.

2. Rammen for de krav som omfattes av gruppesøksmålet er:

«Krav om tilbakebetaling av forvaltningshonorar fra DNB Asset Management AS fra alle privatpersoner eller juridiske personer som i perioden 1. januar 2010 til 31. desember 2014 var innehaver av andeler i verdipapirfondene DNB Norge, DNB Norge (I) eller Avanse Norge (I).»

3. Søksmålet fremmes som utmeldingssøksmål.

4. Forbrukerrådet oppnevnes som grupperepresentant for saksøkerne.
5. Partene utformer forslag til varslingsbrev og fremgangsmåte for varsling av andelseierne innen 2 uker etter at kjennelsen er rettskraftig.
6. DNB fremlegger dokumentasjon og/eller varsler annen bevisførsel knyttet til individuelle forhold hos den enkelte andelseier innen 1 måned etter at kjennelsen er rettskraftig.»

Kjennelsen ble påanket av DNB til Borgarting lagmannsrett, som forkastet anken i kjennelse 2. juni 2017, og videre til Høyesteretts ankeutvalg som forkastet anken ved kjennelse 1. september 2017.

Hovedforhandling i saken ble avholdt over 10 rettsdager i Oslo tingrett i november/desember 2017. Oslo tingrett avsa 12. januar 2018 dom i saken med følgende slutning:

1. DNB Asset Management AS frifinnes.
2. Sakskostnader idømmes ikke.

Forbrukerrådet påanker med dette tingrettens dom på vegne av gruppe medlemmene. Anken knytter seg til tingrettens bevisbedømmelse og rettsanvendelse.

2. Kortfattet om det sentrale i tingrettens begrunnelse

Det sentrale i tingrettens begrunnelse synes å være at investorinformasjonen som bruker uttrykk som «*størst mulig*» eller «*høyest mulig*» meravkastning, må forstås på den måten at DNB hadde forpliktet seg til å utøve forvaltningen slik at den gav en reell mulighet for meravkastning (side 15):

«Rettens konklusjon er at andelseierne har betalt for en aktiv forvaltning som skulle avvike fra referanseindeksen. Avvikene måtte i det minste være så store at fondet hadde en reell mulighet for meravkastning, det vil si en mulighet for å dekke inn merkostnadene ved den aktive forvaltningen. Hvorvidt banken hadde en plikt til å øke muligheten for meravkastning utover dette – med tilhørende risiko for relativt tap – er et spørsmål retten vil komme tilbake til nedenfor, under drøftelsen av om andelseierne har fått den tjenesten de har betalt for.»

Retten uttaler så følgende om aktivitetsnivået i fondene (side 18):

«Retten legger etter dette til grunn at DNB-fondene har hatt en lavere grad av aktiv forvaltning i søksmålsperioden enn noen andre norske eller utenlandske fond som har vært markedsført og priset som aktivt forvaltede fond.»

Likevel konkluderer retten med at andelseierne har fått den tjenesten de har betalt for (side 22):

«Målt etter disse parameterne har graden av aktiv forvaltning i DNB-fondene i søksmålsperioden var langt lavere enn i andre norske eller utenlandske aktivt forvaltede fond. Forvaltningen av DNB Norge-fondene har ligget så tett på referanseindeksen i årene 2010-2014 at sannsynligheten var liten for at den aktive forvaltningen skulle være mer lønnsom enn et indeksfond. Etter rettens syn var det likevel en reell mulighet for at dette kunne skje.»

Med rettens forståelse av investorinformasjonen var det følgelig tilstrekkelig for oppfyllelse av forvaltningsforpliktelsen, å innrette forvaltningen slik at den gav andelseierne en reell mulighet for meravkastning, selv om sannsynligheten for meravkastning i forhold til et indeksfond var liten.

Retten har riktignok synspunkter på det den kaller «spekulasjonselementet» (side 27-28), «forholdet mellom domstolen og lovgiver (side 28-31) og «forholdet mellom rettslig regulering og markedets egen regulering» (side 31-32), og som virker å være en del av rettens begrunnelse. Dette fremstår å være unødvendig med bakgrunn i tingrettens forståelse av investorinformasjonen og fondets muligheter for meravkastning.

Anken knytter seg i det vesentlige til de forholdene som summarisk er gjengitt i dette avsnittet.

Som tingretten har fremhevet på side 33 reiser saken «*prinsipielle spørsmål som ikke tidligere har vært prøvd av domstolene*». Det har derfor vært behov for å gi ankeerklæringen et innhold som er mer omfattende enn nødvendig etter tvl. § 29-9.

3. Overordnet om Forbrukerrådets ankegrunner

Forbrukerrådet gjør gjeldende at tingretten har vurdert sakens faktiske og rettslige spørsmål feil, og vil – med de presiseringer som fremkommer i anken – gjøre gjeldende de samme faktiske og rettslige anførsler som for tingretten. Det er ikke nødvendig å gjøre rede for alle Forbrukerrådets anførsler på nytt i anken, og Forbrukerrådet vil derfor konsentrere fremstillingen om de mest sentrale feilene i tingrettens dom.

Forbrukerrådets ankegrunner presenteres mer detaljert i kapittel 3 under, men kjernen i anken er:

- (1) Tingrettens rettslige tilnærming til saken er feil når den ser saken som et spørsmål om det er hensiktsmessig å innføre et konkret minstekrav til active share og tracking error for alle aktive fond i Norge, uavhengig av investorinformasjon og forvaltningshonorar. Dette er en misligholdssak og spørsmålet er om DNB har levert en forvaltningstjeneste til andelseierne som er i tråd med det forvaltningsoppdrag de påtok seg. Å vurdere innholdet i en konkret tjeneste er ingen lovgiveroppgave, det er en domstolsoppgave.
- (2) Tingretten har anlagt en alt for snever tilnærming ved tolkningen av forvaltningsoppdraget når den uten noen nærmere drøftelse har konkludert med at investorinformasjonen ikke stilte minstekrav til forvaltningen ut over å gi andelseierne en «liten, men noe mer enn teoretisk» sjanse til å gjenvinne forvaltningshonoraret (side 22). Tingretten har sett bort fra sentrale tolkningsmomenter, herunder særlig den allmenne oppfatning av hva som kjennetegner aktiv forvaltning.
- (3) Tingrettens tolkning av forvaltningsoppdraget er uansett feil. Det eksplisitte formålet om å skape «høyest mulig meravkastning» for andelseierne, beskrivelsene av DNBs prosesser for å identifisere aksjer som utvikler seg bedre enn indeks og honorarets størrelse tilsier at DNB pliktet å levere en aktiv forvaltningstjeneste som går lenger enn å tjene inn forvaltningshonoraret. Det er ikke nødvendig å ta stilling til nøyaktig hvor stor grad av aktivitet som var påkrevd, da DNB Norge-fondene uansett var klart under ethvert rimelig krav til aktivitet.
- (4) Ved sin tolkning av forvaltningsoppdraget har tingretten redusert DNBs plikt overfor andelseierne til et spørsmål om å kunne påvise matematisk en «liten, men noe mer enn teoretisk» (tingrettens formulering) mulighet for å gjenvinne den ekstra prisen de betaler for aktiv forvaltning. Det etterlater forbrukerne med et lite etterprøvbart mål på de tjenester som DNB fikk betalt 1,8 % av kapitalen for å yte, samlet NOK ca. 140 millioner bare i 2014.

4. Nærmere om ankegrunnene

4.1 Innledning

Anken retter seg mot tingrettens bevisbedømmelse og rettsanvendelse. Forbrukerrådet vil – som nevnt innledningsvis i anken – gjøre gjeldende de samme faktiske og rettslige anførsler som for tingretten, med mindre noe annet fremkommer eksplisitt.

Dette er en sak som mangler relevante paralleller i norsk rettspraksis. Det har derfor vært naturlig for Forbrukerrådet å inkludere flere, alternative rettslige grunnlag for kravet. For å

skjære til saken for lagmannsretten har Forbrukerrådet besluttet å frafalle to av de rettslige grunnlagene som ble anført for tingretten. For lagmannsretten vil Forbrukerrådet ikke gjøre gjeldende erstatningsrettslig grunnlag eller læren om *condictio indebiti*. Kravet er dermed for lagmannsretten alene forankret i alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper om prisavslag og erstatning.

I tråd med det som var Forbrukerrådets faktiske argumentasjon i tingretten, vil også påstanden korrigeres til et krav om prisavslag fastsatt etter rettens skjønn, begrenset oppad til 1 %. For tingretten utgjorde rammen for kravet i påstanden 1,5 %, fordi dette utgjør differansen mellom faktisk pris og prisen for et indeksfond. Forbrukerrådet aksepterer at riktig pris for DNBs forvaltning av DNB Norge-fondene ikke kan settes helt ned til prisen av DNBs indeksfond, og justerer påstanden deretter. Det kreves også – som for tingretten – erstatning for avsavnstap knyttet til tapt avkastning på et beløp tilsvarende prisavslagets størrelse, da dette er midler som ellers ville blitt stående i fondet og gitt fondets faktiske avkastning.

4.2 Rettslige utgangspunkter – tingretten har grepet an saken feil

Det er vanskelig å få grep om tingrettens overordnede rettslige tilnærming til saken.

Tingretten tar – korrekt – utgangspunkt i at den må tolke innholdet i avtalen mellom DNB og andelseierne og at investorinformasjonen står sentralt i denne sammenheng. Dette anser åpenbart også tingretten som en domstolsoppgave. Tingretten drøfter innholdet i avtalen/forvaltningsoppdraget under overskriften «Hvilken forvaltning har andelseierne betalt for?» og konkluderer med at andelseierne hadde krav på avvik fra referanseindeksen i en slik utstrekning at det ga en reell mulighet til å gjenvinne prisforskjellen til et indeksfond.

Deretter drøfter tingretten hvilken forvaltning andelseierne har fått. Tingretten konkluderer deretter med at andelseierne mottok forvaltning som ga reell mulighet for meravkastning.

Tingretten går så over til å drøfte spørsmålet om andelseierne har fått den tjenesten de har betalt for. Ut fra tingrettens konklusjoner i de to foregående kapitlene – at andelseierne hadde krav på «reell mulighet for meravkastning» og hadde mottatt en slik tjeneste – ville en forvente at tingretten enkelt konstaterte at andelseierne hadde fått den tjenesten de hadde betalt for; tjenesten oppfylte innholdet i forpliktelsen.

Tingretten anlegger imidlertid en omfattende og bred drøftelse av om andelseierne har mottatt det de betalte for, tilsynelatende helt uavhengig av tolkningsresultatene i første del av dommen.. Drøftelsene i dommen side 22 til 33 knytter seg til spørsmål om det ut fra andre kilder eller mer overordnede hensyn bør stilles minstekrav til active share og tracking error i alle aktive fond. Retten konkluderer med at det er usikkert om det er holdepunkter for slike minstekrav, men slår fast at det uansett må være en lovgiveroppgave å etablere slike minstekrav.

Forbrukerrådet gjør gjeldende at tingrettens overordnede, rettslige tilnærming – og strukturen i dommen – bygger på en uriktig forståelse av sakens rettsspørsmål i alle fall i to henseende:

For det første er dette en misligholdssak, et spørsmål om DNB har levert den tjeneste de har forpliktet seg til, og ingen sak om prisregulering eller generelle minstekrav til active share og tracking error i alle norske aktive fond. Rettens oppgave er å tolke innholdet i forvaltningsoppdraget og deretter vurdere om DNB har levert en tjeneste som er i tråd med dette oppdraget. Dette er åpenbart en domstolsoppgave, ingen lovgiveroppgave. Det er ikke nødvendig for domstolene å ta stilling til om det skal gjelde et konkret, generelt minstekrav til aktivitet i aktive fond som ikke er en del av saken. Kravet til aktivitet må bero på en tolkning av det enkelte oppdrag (investorinformasjon, pris osv.) og det er ikke lett å se for seg hvordan et slikt generelt, konkret angitt minstekrav skulle fungere.

For det annet har tingretten anlagt en alt for snever tilnærming til tolkningen av innholdet i forvaltningsoppdraget.

Innholdet i forvaltningsoppdraget må fastlegges ut fra en samlet tolkning av de relevante tolkningsmomentene; Investorinformasjonen er helt sentral, men også honorarets størrelse, bransjepraksis, myndighetspraksis og allment aksepterte kjennetegn på den aktuelle tjenesten er relevante og viktige tolkningsmomenter. Det er i obligasjonsretten slik at etablerte forventninger til innholdet i en tjeneste er rettslig vernet. Rettslig skulle betydningen av bransjepraksis/empiri, akademiske arbeider og tilsynspraksis vært drøftet som ledd i tolkningen av forvaltningsoppdraget, ikke som et selvstendig spørsmål om andelseierne hadde krav på noe mer enn det tingretten mener var avtalt.

4.3 Nærmere om tingrettens feilaktige tolkning av forvaltningsoppdraget

Tingretten har i dommen side 13 korrekt tatt utgangspunkt i at DNB Norge-fondene skulle være aktive, og at det ikke finnes noen legaldefinisjon av et aktivt fond. Fond som ikke er indeksfond, jf. verdipapirfondloven § 6-8, er per definisjon aktive fond. Andelseierne hadde dermed, konkluderer tingretten, krav på en forvaltning som skulle avvike fra indeksen. Dette er riktig bevisvurdering og rettsanvendelse.

Tingretten har videre korrekt lagt til grunn at det ikke er relevante forskjeller i investorinformasjonen for de tre fondene eller gjennom søksmålsperioden (før og etter omdanning til UCITS-fond i 2013). Tingretten har også korrekt lagt til grunn at det av lov og investorinformasjon kunne utledes visse grenser for hvor store avvik DNB Norge-fondene maksimalt kunne gjøre fra indeks, men at disse grensene ikke er relevante for vurderingen av kravet.

Videre påpeker tingretten – igjen korrekt – at fondenes vedtekter gjennom hele perioden har hatt som uttalt målsetting å skape «høyest mulig» eller «størst mulig» meravkastning i forhold til referanseindeksen. Tingretten utleder av dette (side 14):

«Målsettingen om meravkastning må som et minimum innebære av forvaltningen faktisk skulle avvike så mye fra indeks at den kunne generere en differanseavkastning som betalte merkostnaden i forvaltningshonorar, sammenlignet med bankens eget indeksfond»

Tingretten legger her til grunn en målsetting om «meravkastning», selv om retten i samme avsnitt konstaterte at målsettingen var «høyest mulig» eller «størst mulig» meravkastning. Forskjellen er av stor betydning. En plikt til å utvise aktivitet nok til å «kunne» gjenvinne gebyret er noe ganske annet enn å forsøke å skape «høyest mulig meravkastning».

Retten konkretiserer deretter sitt syn på innholdet i forvaltningstjenesten ytterligere:

«Etter rettens syn er det ikke tilstrekkelig med en teoretisk mulighet for en slik meravkastning. Den angitte målsettingen innebærer at DNB hadde forpliktet seg til å yte en forvaltning som i det minste avvek så mye fra referanseindeksen at andelseierne ble gitt en reell mulighet til meravkastning.»

Sett i sammenheng med avsnittet sitert over, innebærer dette at rettens tolkning av forvaltningsoppdraget er at DNB pliktet å avvike så mye fra referanseindeksen at det ga en «reell mulighet» til å generere en meravkastning som «betalte merkostnaden» sammenliknet med DNBs eget indeksfond, altså 1,5 %.

Rettens tolkning av forvaltningsoppdraget beror på feil bevisbedømmelse og feil rettsanvendelse:

Sett i lys av den uttalte målsettingen om «størst mulig meravkastning» relativt til referanseindeksen, forvaltningshonoraret på 1,8 % og prospektets lovnad om at DNBs analytikere ville arbeide for å «generere investeringsideer som gir bedre avkastning enn referanseindeksen generelt», påtok DNB seg en forpliktelse til å forvalte fondene vesentlig mer aktivt enn det som ga en «reell mulighet» for å vinne igjen merkostnaden sammenholdt med et indeksfond.

I tillegg til at tingrettens tolkning av forvaltningsoppdraget strider mot innholdet i investorformasjonen som sådan, vil Forbrukerrådet anføre ytterligere to sentrale svakheter ved tingrettens tolkningsresultat: (1) For det første ser tingretten ved tolkningen helt bort fra betydningen av etablerte kjennetegn på hva som ligger i en aktiv forvaltningstjeneste. (2) For det annet har tingretten redusert avtalens innhold til en komplisert matematisk sannsynlighetsberegning.

- (1) Innholdet i forvaltningsoppdraget kan ikke etableres uten å se hen til hva som allment oppfattes som sentrale kjennetegn på aktiv forvaltning.

Når et produkt eller en tjeneste tilbys i et marked, i konkurranse med andre tilsvarende produkter eller tjenester, oppstår det en rettslig vernet forventning hos kjøper om at produktet eller tjenesten innehar visse etablerte kjennetegn, uten at det nødvendigvis fremkommer eksplisitt i avtaledokumentet.

I kontraktslovgivningen er dette regulert slik at en vare eller tjeneste skal være i tråd med avtalen, men at tingen eller tjenesten i mangel av avvikende avtale uansett skal inneha visse egenskaper og kvaliteter. Dette er for eksempel regulert i forbrukerkjøpsloven § 15 annet ledd bokstav a og b:

«Hvis det ikke følger noe annet av avtalen, skal tingen

a) passe til de formål som tilsvarende ting vanligvis brukes til

b) svare til det som forbrukeren har grunn til å forvente ved kjøp av en slik ting når det gjelder holdbarhet og andre egenskaper.»

Tilsvarende bestemmelser er gitt i kjøpsloven § 17, håndverkertjenesteloven § 5, avhendingsloven § 3-2 og husleieloven § 2-2. Hvor det foreligger en konstaterbar praksis, eller etablerte kjennetegn på en bestemt tjeneste, må det fremkomme klart dersom tjenesteyter mener å tilby en tjeneste som avviker fra dette. Dette er et sentralt element i kontraktsrettslig forbrukervern.

I vår sak innebærer dette at fastleggingen av forvaltningsoppdraget ikke bare beror på en tolking av selve investorinformasjonen, men også om andelseierne ved kjøp av en slik tjeneste har en rettslig vernet forventning om at tjenesten innehar visse egenskaper og kjennetegn.

Finanstilsynet har nettopp lagt til grunn at aktiv forvaltning har slike etablerte kjennetegn. I pålegg om retting overfor DNB 2. mars 2015 (FU s. 217 flg), var ett av alternativene å:

«Innrette forvaltningen av DNB Norge i samsvar med de kjennetegn aktiv forvaltning har, og som reflekteres i fondets prospekt og forvaltningsgodtgjørelse...»

Det finnes ingen relevante kilder som underbygger at det er vanlig eller ventelig for et aktivt forvaltet fond – i noe marked – å operere med en gjennomsnittlig active share på 12 % og en tracking error på 1,3 % over 5 år når forvaltningshonoraret gjenspeiler et reelt aktivt fond.

DNB har ikke påberopt eksterne kilder til støtte for dette standpunktet annet enn én isolert uttalelse i SOU 2016:45 (JU s. 1253 flg.), hvor det fremkommer at det er mulig å skape meravkastning med så lav active share som 10 %. Det er naturligvis riktig matematisk, om man treffer uvanlig godt med de få, små avvikene, men det sies i denne sammenheng intet om hvilket forvaltningshonorar som er lagt til grunn. De tre aktive fondene med lavest aktivitet som er omhandlet i SOU 2016:45, med active share på henholdsvis 11,21 %, 13,4 % og 20,8 %, hadde svært lavt forvaltningshonorar, på henholdsvis 0,25 %, 0,33 % og 0,52 %. Med lavt honorar, vil det naturligvis være enklere å skape meravkastning også med relativt lav aktivitet.

På den annen side underbygger en rekke tunge kilder at et aktivt fond ikke kan operere med så lav aktivitet som DNB Norge-fondene har gjort:

- EUs finanstilsyn, ESMA, har satt grensen for «mistenkte skapindeksfond» i små markeder ved active share på 50 % og tracking error på 3 %. Hvorvidt det rent faktisk er tale om skapindeksfond eller ei fordrer en nærmere analyse av investorinformasjon etc. (slik Finanstilsynet i Norge har gjort), men tersklene har likevel interesse som uttrykk for ESMA's syn på når varsellampene blinker.
- Det danske Finanstilsynet har adoptert ESMA-tersklene, men samtidig innført et svært liberalt tilleggskriterium om at fond som kunne påvise +/- 3 % differanseavkastning før kostnader over en treårsperiode gikk klar av videre undersøkelser. Ingen fond i Danmark ble dermed utsatt for pålegg om retting. DNB Norge-fondene ville derimot ikke tilfredsstilt kriteriene i Danmark for noen av 3-årsperiodene i søksmålsperioden.

Bilag 1: Beregning av differanseavkastning før kostnader for DNB Norge-fondene i søksmålsperioden, 2010-2012, 2011-2013 og 2012-2014.

- Finanstilsynet vurderte DNB Norge-fondenes aktivitet i søksmålsperioden og kom til at aktiviteten, i form av active share og tracking error, var så lav at det var i strid med investorinformasjonen og alminnelige kjennetegn på aktiv forvaltning. DNB innrettet seg etter vedtaket uten å påklage det, ved både å øke aktiviteten betydelig og samtidig sette ned honoraret fra 1,8 % til 1,4 %.
- Finanstilsynet rettet samtidig kritikk mot Nordeas forvaltning av Nordea Avkastning som hadde active share på ca. 27 % og tracking error på ca. 2,4 %, men avsto – under tvil – fra å pålegge retting fordi Nordea reduserte honoraret fra 2 % til 1,5 %. Sammenliknet med Nordea Avkastning, måtte DNB Norge skape dobbelt så høy meravkastning på den aktive delen av porteføljen for å gjenvinne honoraret.

- Oversikten over måltall for norske aksjefond i søksmålsperioden (bilag 216, FU s. 1750 flg.) viser at ingen andre aktive fond i Norge i søksmålsperioden hadde i nærheten av så lav aktivitet som DNB Norge-fondene. Blant andre aktive fond med noenlunde samme kostnadsnivå som DNB Norge-fondene finner vi active share fra 22 % og tracking error fra ca. 2 % og oppover, altså nær doble verdier av DNB Norge-fondene. Det er altså ingen andre enn DNB i det norske fondsmarkedet som har oppfattet at et aktivt fond kan ligge så tett på referanseindeksen.
- DNB har i interne styringsdokumenter i søksmålsperioden operert med et styringsmål for tracking error for DNB Norge på mellom 2 % og 4 % (FU s. 230). Dette må åpenbart leses som DNBs eget syn på hvilket aktivitetsnivå fondet skulle ha. DNB Norge oppnådde ikke på noe tidspunkt i søksmålsperioden minstekravet på 2 %, og det er internt flere ganger påpekt av DNBs Risk Committee og av internrevisjonen at aktiviteten er lav sammenholdt med indeksfondene og i forhold til honoraret.

Tingretten har i dommen side 27 slått fast – uten noen nærmere drøftelse – at dette ikke kan være noe tungtveiende argument for at banken ikke har ytt den tjeneste kundene hadde krav på. DNBs eget syn på hvilket aktivitetsnivå forvaltningsoppdraget tilsa – før det kom til sak – må etter Forbrukerrådets syn tvert om være et meget tungtveiende argument for at kundene ikke har fått den tjeneste de betalte for.

Tingretten tar derfor feil når den unnlater å hensynta disse omstendighetene i tolkningen av forvaltningsoppdraget. DNB har påtatt seg å forvalte fondet aktivt, i tråd med alminnelige kjennetegn på aktiv forvaltning. Dette innebærer et vesentlig høyere krav til aktivitet i forvaltningen enn active share på 12 % og tracking error på 1,3 % i perioden. Dersom DNB hadde til hensikt å plassere 7 av 8 kroner tilsvarende referanseindeksen, måtte det fremkomme av investorinformasjonen på en klar og tydelig måte. Det gjorde det ikke, tvert om fremkom det at DNB skulle skape «*høyest mulig meravkastning*» for andelseierne.

Retten trenger ikke å ta stilling til noen nøyaktig nedre grense for active share eller tracking error. Kravet til aktivitet for det enkelte fond vil bero på flere forhold, herunder investorinformasjonen og honorarets størrelse. Dette er en misligholdssak. Det er tilstrekkelig å konstatere at DNB Norge-fondene ikke har vært forvaltet tilstrekkelig aktivt. Det er ikke – slik tingrettens synes å mene – nødvendig å etablere noen allmenngyldig minstegrense for aktive fond.

- (2) Den andre sentrale innvendingen mot tingrettens tolkning av forvaltningsoppdraget er at tingretten reduserer forvaltningsoppdragets innhold til et spørsmål om matematisk sannsynlighet. For retten blir det avgjørende om DNB kan påvise at det var en liten,

men noe mer enn teoretisk sannsynlighet for at fondet kunne gjenvinne forskjellen i honorar til et indeksfond.

Uten at det fremkommer direkte må det ut fra sammenhengen legges til grunn at tingrettens tolkning av forvaltningsoppdraget – «reell mulighet til meravkastning» – hviler på tilsvarende formulering i Finanstilsynets pålegg om retting 2. mars 2015. Tingretten konstaterer i dommen side 23 at Finanstilsynet oppstiller samme kriterium, men at retten ser annerledes på spørsmålet om det i DNB Norge var en «reell mulighet til meravkastning». På den måten fremstår det i dommen som om tingretten og Finanstilsynet tolker investeringsmandatet likt, og oppstiller det samme rettslige utgangspunktet, men ser ulikt på selve forvaltningen. En nærmere analyse viser at det ikke er riktig.

Etter Forbrukerrådets syn bygger retten på en uriktig forståelse av Finanstilsynets vedtak. Det er markert forskjell mellom tingrettens og Finanstilsynets bruk av «reell mulighet for meravkastning». For tingretten representerer dette et krav om å påvise en matematisk minimumssannsynlighet for å gjenvinne gebyret, mens det for Finanstilsynet er anvendt som en oppsummerende konklusjon på utfallet av en rekke «tester» på fondets aktivitet, herunder særlig fondets active share og tracking error. Finanstilsynet anvender ikke bare begrepet «reell mulighet», men også «realistisk», som i større grad samsvarer med de øvrige vurderingene i Finanstilsynets vedtak.

Forbrukerrådet anfører at Finanstilsynets vedtak må forstås slik at kundene ikke har fått det de har betalt for – en normal aktiv forvaltningstjeneste – når DNB Norge har hatt så lav active share og tracking error over tid og samtidig belastet et honorar på 1,8 %. Tingrettens analyse begrenser seg til å slå fast at det matematisk er mulig å vinne igjen honoraret.

En matematisk beregnet sannsynlighet er – uavhengig av Finanstilsynets vedtak – uegnet som mål på om DNB har levert en aktiv forvaltningstjeneste. Tingretten legger avgjørende vekt på en teoretisk modell utviklet av Bjerksund og Døskeland, som de selv advarte mot å tillegge for stor betydning. Det fremkom under deres forklaring at de hadde forsøkt å modellere noe som vanskelig lot seg modellere og hvor utfallet i stor grad ville bero på de forutsetninger som ble bakt inn i modellen. DNB kritiserte modellen i sterke ordelag, men avsto fra å forsøke å lage en bedre modell. Det er i et slikt tilfelle ikke forsvarlig å avgjøre sakens hovedspørsmål på en justert versjon av denne modellen. Som Bjerksund og Døskeland gjorde klart rede for i retten, var active share og tracking error de beste målene på graden av aktivitet i et aksjefond.

Det er også svært lite forbrukervennlig at andelseierne etter tingrettens dom i realiteten står uten mulighet til å etterprøve om de har mottatt den tjeneste som DNB bare i 2014 alene mottok NOK 140 millioner for å utføre på deres vegne. Terskelen for tjenestens innhold er lagt svært lavt og – enda viktigere – ingen forbruker vil kunne gjennomføre

den test tingretten har lagt avgjørende vekt på. I praksis vil en andelseier – forbruker – stå helt uten målbare krav til tjenesten.

4.4 Rettslige grunnlag for krav om tilbakebetaling

Slik tingretten vurderte forvaltningsoppdraget og den tjeneste andelseierne hadde mottatt, var det ikke nødvendig å ta stilling til Forbrukerrådets rettslige grunnlag for krav om tilbakebetaling av for høyt honorar eller erstatning for avsnitstap.

Forbrukerrådet anførte for tingretten tre alternative grunnlag for kravet; erstatningsrettslig grunnlag i medhold av verdipapirfondloven § 11-1, obligasjonsrettslig grunnlag og læren om *condictio indebiti*. For lagmannsretten vil Forbrukerrådet skjære til saken ved å frafalle erstatningsrettslig grunnlag og *condictio indebiti*.

Det gjøres således for lagmannsretten gjeldende at DNB plikter å yte prisavslag og erstatning etter obligasjonsrettslige prinsipper.

Forbrukerrådets anførsler knyttet til prisavslag er de samme som for tingretten, nemlig at DNB har levert en mangelfull tjeneste som hadde mindre verdi enn kontraktsmessig ytelse. Det skal da ytes prisavslag uten hensyn til om DNB har utvist skyld.

Reell aktiv forvaltning er en tjeneste av høyere verdi enn indeksner forvaltning, og DNB har dermed levert en ytelse av lavere verdi enn den andelseierne har betalt for. Prisavslaget må fastsettes skjønnsmessig av retten, men det anføres at den utførte forvaltningstjeneste ikke hadde en verdi høyere enn maksimalt 0,8 % per år i honorar og at prisen dermed må settes ned fra 1,8 % til 0,8 %. Dette er i tråd med Forbrukerrådets argumentasjon under prosedyren i tingretten.

Påstanden for lagmannsretten tilpasses anførselen, slik at det kreves prisavslag fastsatt etter rettens skjønn, begrenset oppad til 1 %.

Det gjøres også gjeldende for lagmannsretten at andelseierne, om de tilkjennes prisavslag, har krav på erstatning for tapt tilgang til de pengene som DNB belastet utover riktig pris i søksmålsperioden. I tråd med rettspraksis vil kreditor ha krav på normal bankrente med mindre det er holdepunkter for en annen avkastning. Her er det åpenbart at differansen mellom betalt honorar og redusert pris ville blitt stående i fondet. Kompensasjon for tapt tilgang til penger må dermed settes til den faktiske avkastning pengene ville gitt om de ble stående i DNB Norge-fondene ut søksmålsperioden.

På oppdrag fra Forbrukerrådet har professor Petter Bjerksund ved Norges Handelshøyskole beregnet omfanget av kravet, selv om det for så vidt ikke er nødvendig slik påstanden er utformet.

Bilag 2: «Fond i DNB Norge-familien: Revidert beregning av tap som følge av for høye honorarer», 7. februar 2018, Petter Bjerksund, NHH

Som det fremkommer, utgjør maksimalt krav om prisavslag for de tre fondene i søksmålsperioden **NOK 357 654 503**. Tapt avkastning (kompensasjon for tidsverdien av pengene) er beregnet til **NOK 96 735 342**. Total ramme for kravet er for lagmannsretten dermed **NOK 454 389 844**.

5. Bevisførsel for lagmannsretten

Forbrukerrådet vil føre de samme sakkyndige vitnene som for tingretten:

- Petter Bjerksund, professor ved Norges Handelshøyskole
- Trond Døskeland, førsteamanuensis ved Norges Handelshøyskole
- Halvor Hoddevik, Rann Rådgivning AS

6. Andre spørsmål av betydning for lagmannsrettens behandling av anken

6.1 Fagkyndige meddommere

Forbrukerrådet begjærte for tingretten at retten ble satt med fagkyndige meddommere, jf. tvisteloven § 9-12 tredje ledd. Tingretten besluttet 16. juni 2017 at retten ikke ville bli satt med fagkyndighet.

Forbrukerrådet begjærer lagmannsretten satt med fagkyndige meddommere ved behandlingen av anken. Tingrettens beslutning ble tatt på et tidspunkt da DNB bare i liten grad hadde redegjort for hvilke bevis som ville bli påberopt. Senere fremla DNB en omfattende rapport fra Norsk Regnesentral og det ble fremsatt sterk kritikk mot deler av det arbeid Forbrukerrådets sakkyndige vitner Bjerksund og Døskeland hadde utført.

Etter Forbrukerrådets syn tilsier en forsvarlig behandling av saken at lagmannsretten settes med fagkyndige meddommere. Det antas fornuftig med én meddommer med akademisk bakgrunn innen økonomi og fondsforvaltning og én meddommer med kompetanse innen praktisk fondsforvaltning.

6.2 Beramning av ankeforhandlinger

Hovedforhandling i tingretten ble gjennomført over 10 rettsdager, fordelt over tre uker. Forbrukerrådet antar at det tilsvarende bør settes av 10 dager til ankeforhandlingene.

7. Påstand

Påstanden er som for tingretten, men med justert ramme for rettens skjønn over det prisavslag andelseierne har krav på:

1. DNB Asset Management AS betaler til hvert gruppemedlem et beløp tilsvarende differansen mellom det forvaltningshonorar som er belastet vedkommende i perioden 1. januar 2010 til 31. desember 2014 og det som etter rettens skjønn utgjør korrekt forvaltningshonorar for den forvaltning som er utført, begrenset oppad til 1% av vedkommendes andel per år.
2. DNB Asset Management AS betaler til hvert gruppemedlem et beløp tilsvarende den faktiske avkastning vedkommende andelseier har tapt i perioden 1. januar 2010 til 31. desember 2014 ved urettmessig belastning av beløp som fremkommer av slutningen punkt 1.
3. DNB Asset Management AS erstatter grupperepresentantens sakskostnader for tingretten og lagmannsretten.

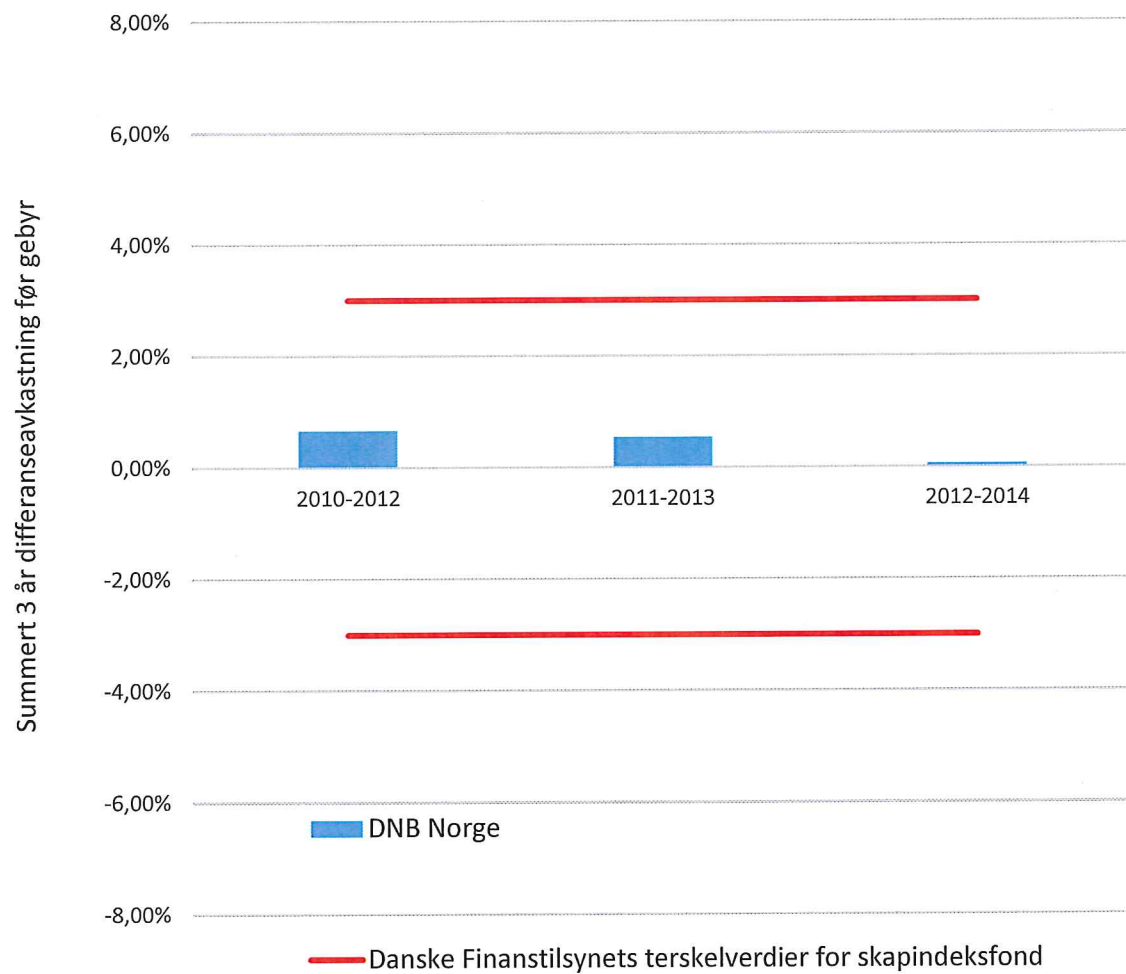
* * *

Denne ankeerklæring er lastet opp i Aktørportalen.

Hamar, 12. februar 2018
Advokatfirmaet Mageli ANS


Steinar Mageli
advokat

DNB Norge målt mot Danske Finanstilsynets terskelverdier



Fond i DNB Norge-familien:
Revidert beregning av tap som følge av for høye honorarer

Petter Bjerkund, professor NHH

7. februar 2018

Sammendrag

Utgangspunktet for dette notatet er at man vurderer det slik at fondene i DNB Norge-familien har vært indekxnært forvaltet i perioden 1.1.2010 – 31.12.2014. Det legges til grunn at kundene har krav på tilbakeføring av belastet forvaltningshonorar som overstiger et skjønnsmessig fastsatt honorar for den forvaltningen som ble levert. I beregningene er det antatt at honoraret som ble belastet er 1,8 prosent per år og at honoraret for den forvaltningen som ble levert er skjønnsmessig fastsatt til 0,8 prosent per år. Beregningene omfatter aksjefondene DNB Norge, DNB Norge I og Avanse Norge I.

Kundenes tap består av to komponenter. For det første har kundene blitt påført en merkostnad som følge av forskjellen mellom forvaltningshonoraret som DNB Asset Management har belastet (1,8 prosent per år) og det skjønnsmessig fastsatte forvaltningshonoraret (0,8 prosent per år). Jeg finner at merkostnaden beløper seg til **358 millioner kroner**.

For det andre har merkostnaden vært påført kundene over en lengre periode tilbake i tid, slik at det må tas hensyn til en tidsverdi ved beregning av kundenes samlede tap. Utgangspunktet for beregningen av tidsverdien er kundenes ønske om fondsavkastning. Det kan argumenteres for at kundene må stilles som om de daglige merkostnadene ble holdt tilbake og reinvestert i fondet. Jeg har beregnet tidsverdien med utgangspunkt i at de daglige merkostnadene ble reinvestert i fondet frem til 31.12.2014, og finner at summen av merkostnad og tidsverdi beløper seg til **454 millioner kroner**.

1. Innledning

Dette notatet er en revisjon av Bjerksund og Døskeland (2016)¹ og er utarbeidet for Forbrukerrådet forbindelse med ankesaken mellom Forbrukerrådet og DNB vedrørende forvaltningen av fondene i DNB Norge-familien.

Utgangspunktet for notatet er at man vurderer det slik at:

- Fondene i DNB Norge-familien har vært indeksnært forvaltet
- Kundene har krav på tilbakeføring av belastet forvaltningshonorar som overstiger et skjønnsmessig fastsatt honorar for den forvaltningen som ble levert
- Honoraret som ble belastet er 1,8 prosent per år
- Honoraret for den forvaltningen som ble levert er skjønnsmessig fastsatt til 0,8 prosent per år
- Den aktuelle perioden er 1.1.2010 til 31.12.2014

Forbrukerrådet ønsker å få tallfestet hva et krav om tilbakeføring vil beløpe seg til for fondene i DNB Norge-familien – hver for seg og samlet. Med DNB Norge-familien forstås:

- DNB Norge
- DNB Norge I
- Avanse Norge I
- Avanse Norge II

Formålet med notatet er å anslå samlet tap for kundene som følge av at DNB Asset Management (DAM) har belastet aksjefondene i DNB Norge-familien med for høye honorarer i perioden 1.1.2010 – 31.12.2014. Samlet tap er beregnet per 31.12.2014.

Datagrunnlaget for analysen er en Excel-fil fra DNB mottatt via Forbrukerrådet som inneholder kurs og forvaltningskapital for fondene

- DNB Norge
- DNB Norge I
- Avanse Norge I

på daglig basis. Videre er mottatt historikk over forvaltningshonorarer for disse fondene samt informasjon om datoer og konverteringsfaktorer i forbindelse med innfusjonering av fond. Tilsvarende informasjon om fondet Avanse Norge II er ikke mottatt og det har derfor ikke vært mulig å inkludere dette fondet i analysen.

¹ Bjerksund og Døskeland (2016): Fond i DNB Norge-familien: Beregning av tap som følge av for høye honorarer. Notat datert 10. juni 2016 utarbeidet for Forbrukerrådet.

2. Merkostnad

Kundene er blitt påført en merkostnad som følge av forskjellen mellom forvaltningshonoraret som DAM har belastet og det skjønsmessig fastsatte forvaltningshonoraret. I beregningene er det lagt til grunn at forvaltningshonoraret beregnes og belastes hver kalenderdag. Dette kan avvike noe fra DAM sin praksis. Etter mitt skjønn vil mulige avvik mellom forutsetningene i dette notatet og DAM sin praksis ikke påvirke resultatene i vesentlig grad.

I notatet betraktes perioden 1.1.2010 til 31.12.2014. Årene deles opp i kalenderdager, slik at 2012 som er skuddår inneholder 366 kalenderdager mens de øvrige årene i perioden inneholder 365 kalenderdager. Kalenderdagene nummereres fortløpende fra 1 (1.1.2010) til 1 826 (31.12.2014).

Merkostnaden er beregnet med utgangspunkt i at kunden har blitt belastet daglig med et forvaltningshonorar på 1,8 prosent per år, mens den faktiske forvaltningen av fondet tilsier et skjønsmessig fastsatt forvaltningshonorar på 0,8 prosent per år. For hver kalenderdag som tilhører et normalår beregnes den daglige merkostnaden DMK_i ved

$$DMK_i = \frac{FK_i}{1 - (1,8\%/365)} \cdot \left(\frac{1,8\%}{365} - \frac{0,8\%}{365} \right) \quad (1a)$$

hvor FK_i er fondets forvaltningskapital dag i . Den første faktoren i (1a) representerer forvaltningskapitalen dag i før fratrekk av forvaltningshonoraret som DAM belastet, dvs. beregningsgrunnlaget for forvaltningshonoraret dag i . Den andre faktoren i (1a) reflekterer den daglige merkostnaden.

For hver dag som tilhører 2012, som var et skuddår, beregnes den daglige merkostnaden DMK_i ved

$$DMK_i = \frac{FK_i}{1 - (1,8\%/366)} \cdot \left(\frac{1,8\%}{366} - \frac{0,8\%}{366} \right) \quad (1b)$$

dvs. at 365 erstattes med 366 i (1a) ovenfor.

Per 1.1.2010 hadde DNB Norge en forvaltningskapital på kr 2 502 244 478. Den beregnede daglige merkostnaden for DNB Norge for 1.1.2010 er beregnet ved

$$DMK_1 = \frac{\text{kr } 2\,502\,244\,478}{1 - (1,8\%/365)} \cdot \left(\frac{1,8\%}{365} - \frac{0,8\%}{365} \right) = \text{kr } 68\,558 \quad (2)$$

se første linje i Tabell 1 nedenfor. På tilsvarende måte beregnes merkostnaden for hver dag i perioden 1.1.2010 til 31.12.2014.

Tabell 1: Merkostnad – DNB Norge

Dato	Dag	Forvaltnings- kapital (kr)	Daglig mer- kostnad (kr)
	i	FK_i	DMK_i
01.01.2010	1	2 502 244 478	68 558
02.01.2010	2	2 502 244 478	68 558
⋮	⋮	⋮	⋮
29.12.2014	1824	7 385 030 137	202 340
30.12.2014	1825	7 327 113 722	200 753
31.12.2014	1826	7 326 334 111	200 731
SUM merkostnad (kr)			164 252 699

Vi ser av Tabell 1 at den samlede daglige merkostnaden for DNB Norge summerer seg til kr 164 252 699 for perioden 1.1.2010 til 31.12.2014.

Tabell 2 og 3 nedenfor viser tilsvarende beregninger for DNB Norge I og Avanse Norge I. Begge disse fondene ble innfusjonert i DNB Norge med siste kurser 21.3.2014.

Tabell 2: Merkostnad – DNB Norge I

Dato	Dag	Forvaltnings- kapital (kr)	Daglig mer- kostnad (kr)
	i	FK_i	DMK_i
01.01.2010	1	2 728 293 970	74 751
02.01.2010	2	2 728 293 970	74 751
⋮	⋮	⋮	⋮
19.03.2014	1539	2 697 271 896	73 902
20.03.2014	1540	2 703 878 593	74 083
21.03.2014	1541	2 725 936 050	74 687
SUM merkostnad (kr)			109 600 884

Tabell 3: Merkostnad – Avanse Norge I

Dato	Dag	Forvaltnings- kapital (kr)	Daglig mer- kostnad (kr)
	i	FK_i	DMK_i
01.01.2010	1	2 021 131 173	55 376
02.01.2010	2	2 021 131 173	55 376
⋮	⋮	⋮	⋮
19.03.2014	1539	2 104 381 343	57 657
20.03.2014	1540	2 111 027 410	57 839
21.03.2014	1541	2 128 102 087	58 307
SUM merkostnad (kr)			83 800 920

Tabell 4 nedenfor viser en sammenstilling av de beregnede merkostnadene for de tre fondene.

Tabell 4: Samlede merkostnader

Fond	Merkostnad (kr)
DNB Norge	164 252 699
DNB Norge I	109 600 884
Avanse Norge I	83 800 920
Sum (kr)	357 654 503

Ut fra dette blir konklusjonen at den samlede merkostnaden for kundene som har hatt pengene sine investert i de tre fondene i perioden 1.1.2010 til 31.12.2014 utgjør **358 millioner kroner**.

3. Tidsverdi

Merkostnaden har vært påført kundene over en lengre periode tilbake i tid, slik at det må tas hensyn til en tidsverdi ved beregning av kundenes samlede tap. Utgangspunktet for beregningen av tidsverdien er kundenes ønske om fondsavkastning. Det kan argumenteres for at kundene må stilles som om de daglige merkostnadene ble holdt tilbake og reinvestert i fondet.

En avkastningsfaktor kan forstås som fremtidig utbetaling fra en krone investert. Den beregnede daglige kursavkastningsfaktoren for dag i er

$$\frac{Kurs_i}{Kurs_{i-1}} \quad (2)$$

Når fondet er belastet med en for høy kostnad vil (2) ikke reflektere den korrekte fondsavkastningen. For å finne den korrekte daglige avkastningsfaktoren for fondet må vi tilbakeføre det belastede daglige forvaltningshonoraret (1,8 prosent per år) og isteden belaste for det skjønnsmessig fastsatte forvaltningshonoraret (0,8% prosent per år). Dette resulterer i at vi må justere (2) opp med faktoren

$$\frac{1 - (0,8\%/365)}{1 - (1,8\%/365)} \quad (3a)$$

dersom dag i tilhører et normalår, og med faktoren

$$\frac{1 - (0,8\%/366)}{1 - (1,8\%/366)} \quad (3b)$$

dersom dag i tilhører et skuddår.

Vi ønsker å komme frem til en justert kursutvikling fra og med 1.1.2010 og frem til dag i gitt at den daglige merkostnaden ble holdt tilbake og reinvestert i fondet. Det kan vises at vi kan komme frem til den justerte kursutviklingen fra og med 1.1.2010 og frem til dag i ved å justere kursen $Kurs_i$ på følgende måte

$$\text{Justert kurs}_i = JF_i \cdot \text{Kurs}_i \quad (4)$$

hvor justeringsfaktoren JF_i for dager som tilhører 2010 og 2011 er

$$JF_i = \left(\frac{1 - (0,8\%/365)}{1 - (1,8\%/365)} \right)^i, i = 1, \dots, 730 \quad (5a)$$

hvor justeringsfaktoren JF_i for dager som tilhører 2012 er

$$JF_i = \left(\frac{1 - (0,8\%/365)}{1 - (1,8\%/365)} \right)^{730} \cdot \left(\frac{1 - (0,8\%/366)}{1 - (1,8\%/366)} \right)^{i-730}, i = 731, \dots, 1\,096 \quad (5b)$$

og hvor justeringsfaktoren JF_i for dager som tilhører 2013 og 2014 er

$$JF_i = \left(\frac{1 - (0,8\%/366)}{1 - (1,8\%/366)} \right)^{366} \cdot \left(\frac{1 - (0,8\%/365)}{1 - (1,8\%/365)} \right)^{i-366}, i = 1\,097, \dots, 1\,826 \quad (5c)$$

Den justerte avkastningen for en fondsplassering som løper fra dag i og frem til 31.12.2014 (dag 1 826) blir dermed

$$\frac{\text{Justert kurs}_{1\,826} - \text{Justert kurs}_i}{\text{Justert kurs}_i} \quad (6)$$

Vi kan alternativt fortolke (6) som tappt fondsavkastning frem til 31.12.2014 per krone merkostnad som DAM tok ut av fondet på dag i . Med andre ord gir (6) oss tidsverdien per krone merkostnad som DAM belastet på dag i . Det betyr at tidsverdien for merkostnaden som DAM belastet på dag i blir (6) multiplisert med den daglige merkostnaden for dag i , DMK_i

$$\text{Tidsverdi}_i = \frac{\text{Justert kurs}_{1\,826} - \text{Justert kurs}_i}{\text{Justert kurs}_i} \cdot DMK_i \quad (7)$$

Tredje kolonne i Tabell 5 (se neste side) viser daglig merkostnad for DNB Norge, som ble regnet ut i Tabell 1 ovenfor. Fjerde kolonne viser kursutviklingen til fondet basert på data fra DNB. Femte kolonne viser den beregnede justeringsfaktoren fra (5a)-(5c), mens sjette kolonne viser den justerte kursen som reflekterer fondsavkastningen gitt at den daglige merkostnaden ble holdt tilbake og reinvestert i fondet. Kolonnen lengst til høyre viser tidsverdien for hver daglige merkostnad.

Tabell 5: Merkostnad og tidsverdi – DNB Norge

Dato	Dag	Daglig mer- kostnad (kr)	Kurs	Justerings- faktor	Justert kurs	Tapt avk. per krone	Tidsverdi (kr)
	<i>i</i>	<i>DMK_i</i>	<i>Kurs_i</i>	<i>Ligning (5)</i>	<i>Ligning (4)</i>	<i>Ligning (6)</i>	<i>Ligning (7)</i>
01.01.2010	1	68 558	307,6785	1,000027	307,6869	0,516632	35 419
02.01.2010	2	68 558	307,6785	1,000055	307,6954	0,516591	35 416
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
29.12.2014	1824	202 340	447,3213	1,051215	470,2310	-0,007620	-1 542
30.12.2014	1825	200 753	443,8727	1,051244	466,6186	0,000063	13
31.12.2014	1826	200 731	443,8884	1,051273	466,6479	0,000000	0
SUM (kr)		164 252 699					33 390 145

Vi tar dernest for oss DNB Norge I. Dette fondet ble fusjonert inn i DNB Norge med siste kurs 21.3.2014 og med konverteringsfaktor 3,035206. Det betyr at når vi skal beregne tidsverdi frem til 31.12.2014, så kan vi legge til grunn en kurs for DNB Norge I ved slutten av perioden lik

$$Kurs_{1826}^{DNB Norge I} = 3,035206 \cdot Kurs_{1826}^{DNB Norge} \quad (8)$$

dvs. konverteringsfaktoren multiplisert med kursen for DNB Norge 31.12.2014. Resultatene for dette fondet er vist i Tabell 6 nedenfor.

Tabell 6: Merkostnad og tidsverdi – DNB Norge I

Dato	Dag	Daglig mer- kostnad (kr)	Kurs	Justerings- faktor	Justert kurs	Tapt avk. per krone	Tidsverdi (kr)
	<i>i</i>	<i>DMK_i</i>	<i>Kurs_i</i>	<i>Ligning (5)</i>	<i>Ligning (4)</i>	<i>Ligning (6)</i>	<i>Ligning (7)</i>
01.01.2010	1	74 751	933,9298	1,000027	933,9554	0,516531	38 611
02.01.2010	2	74 751	933,9298	1,000055	933,9810	0,516490	38 608
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
19.03.2014	1539	73 902	1 293,6160	1,043039	1349,2918	0,049716	3 674
20.03.2014	1540	74 083	1 298,4310	1,043067	1354,3512	0,045794	3 393
21.03.2014	1541	74 687	1 309,0581	1,043096	1365,4734	0,037276	2 784
		109 600 884					35 581 351

Til sist betraktes Avanse Norge I. Avanse Norge I ble fusjonert inn i DNB Norge med siste kurs 21.3.2014 og med konverteringsfaktor 11,57618. Det betyr at når vi skal beregne tidsverdi frem til 31.12.2014, så kan vi legge til grunn en kurs for Avanse Norge I ved slutten av perioden lik

$$Kurs_{1826}^{Avanse Norge I} = 11,57618 \cdot Kurs_{1826}^{DNB Norge} \quad (9)$$

dvs. konverteringsfaktoren multiplisert med kursen for DNB Norge 31.12.2014. Resultatene for dette fondet er vist i Tabell 7 nedenfor.

Tabell 7: Merkostnad og tidsverdi – Avanse Norge I

Dato	Dag i	Daglig mer- kostnad (kr) DMK_i	Kurs $Kurs_i$	Justerings- faktor $Ligning (5)$	Justert kurs $Ligning (4)$	Tapt avk. per krone $Ligning (6)$	Tidsverdi (kr) $Ligning (7)$
01.01.2010	1	55 376	3 544,5354	1,000027	3544,6325	0,523994	29 017
02.01.2010	2	55 376	3 544,5354	1,000055	3544,7296	0,523953	29 015
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
19.03.2014	1539	57 657	4 933,9898	1,043039	5146,3433	0,049677	2 864
20.03.2014	1540	57 839	4 952,3547	1,043067	5165,6402	0,045756	2 647
21.03.2014	1541	58 307	4 992,7070	1,043096	5207,8731	0,037276	2 173
SUM (kr)		83 800 920					27 763 846

Tabell 8 viser en sammenstilling av merkostnad og tidsverdi frem til 31.12.2014 for de tre fondene.

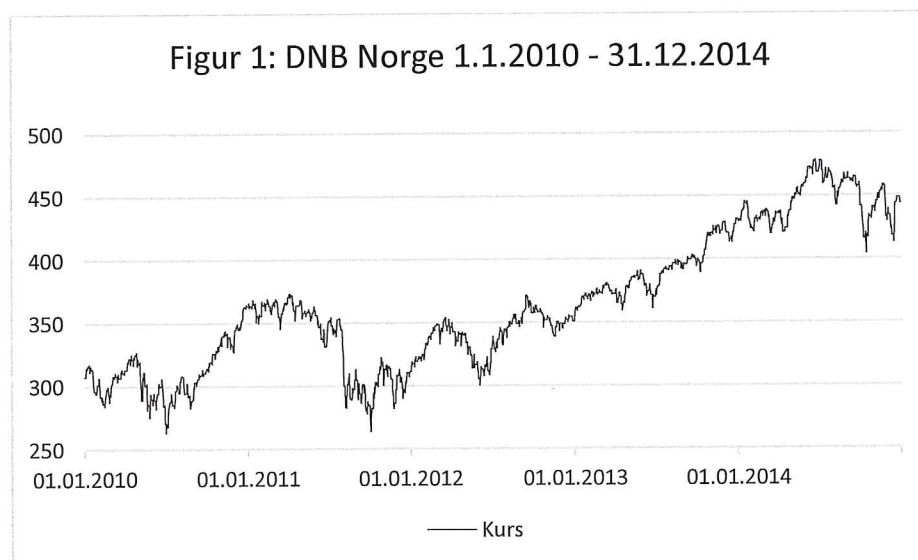
Tabell 8: Merkostnad og tidsverdi 1.1.2010 – 31.12.2014

Fond	Merkostnad (kr)	Tidsverdi (kr)	Sum (kr)
DNB Norge	164 252 699	33 390 145	197 642 844
DNB Norge I	109 600 884	35 581 351	145 182 235
Avanse Norge I	83 800 920	27 763 846	111 564 766
Sum (kr)	357 654 503	96 735 342	454 389 844

Ut fra dette blir konklusjonen at merkostnaden for de tre fondene i perioden 1.1.2010 til 31.12.2014 samt kompensasjon for tidsverdi, beregnet som om de daglige merkostnadene ble holdt tilbake og reinvestert i fondet frem til 31.12.2014, til sammen utgjør **454 millioner kroner**.

4. Illustrasjon – En aksjesparer som eier en andel i DNB Norge i perioden

I det følgende betraktes en aksjesparer som eier en andel i DNB Norge i hele perioden. Figur 1 nedenfor viser utviklingen til kursen til DNB Norge.



Kursen per 1.1.2010 var 307,6785 mens kursen 31.12.2014 var 443,8884. Jeg ønsker nå å beregne tapet for denne aksjespareren som følge av at DAM har belastet for høye honorarer.

Utgangspunktet er altså at verdien på aksjesparerens plassering per 1.1.2010 er 307,68 kroner. Første steg er å beregne daglig merkostnad. Den daglig merkostnaden for denne aksjespareren kan beregnes ved hjelp av ligning (1a) og (1b) ovenfor ved å erstatte forvaltningskapitalen FK_i med kursen $Kurs_i$. Resultatet er gitt i Tabell 9. Merk at den daglige merkostnaden i løpet av perioden summerer seg til **18,21 kroner**.

Tabell 9: Merkostnad – en andel i DNB Norge

Dato	Dag	Kurs	Daglig mer- kostnad (kr)
	i	$Kurs_i$	DMK_i
01.01.2010	1	307,6785	0,008430
02.01.2010	2	307,6785	0,008430
⋮	⋮	⋮	⋮
29.12.2014	1824	447,3213	0,012256
30.12.2014	1825	443,8727	0,012161
31.12.2014	1826	443,8884	0,012162
SUM merkostnad (kr)			18,205911

Til sist beregnes tidsverdi frem til 31.12.2014. Resultatet av disse beregningene er gitt i Tabell 10. Tredje kolonne i Tabell 10 viser daglig merkostnad for aksjespareren, som ble regnet ut i Tabell 9 ovenfor. Fjerde kolonne viser kursutviklingen til fondet basert på data fra DNB. Femte kolonne viser den beregnede justeringsfaktoren fra (5a)-(5c), mens sjette kolonne viser den justerte kursen som reflekterer fondsavkastningen gitt at den daglige merkostnaden ble holdt tilbake og reinvestert i fondet. Kolonnen lengst til høyre viser tidsverdien for hver daglige merkostnad.

Tabell 10: Merkostnad og tidsverdi – en andel i DNB Norge

Dato	Dag	Daglig mer- kostnad (kr)	Kurs	Justerings- faktor	Justert kurs	Tapt avk. per krone	Tidsverdi (kr)
	i	DMK_i	$Kurs_i$	Ligning (5)	Ligning (4)	Ligning (6)	Ligning (7)
01.01.2010	1	0,008430	307,6785	1,000027	307,6869	0,516632	0,004355
02.01.2010	2	0,008430	307,6785	1,000055	307,6954	0,516591	0,004355
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
29.12.2014	1824	0,012256	447,3213	1,051215	470,2310	-0,007620	-0,000093
30.12.2014	1825	0,012161	443,8727	1,051244	466,6186	0,000063	0,000001
31.12.2014	1826	0,012162	443,8884	1,051273	466,6479	0,000000	0,000000
SUM (kr)		18,205911					4,553567

Det fremgår av nederste linje i Tabell 10 at de daglige merkostnadene summerer seg til 18,21 kroner (tredje kolonne) mens tidsverdien summerer seg til 4,55 kroner (siste kolonne). Aksjesparerens samlede tap, dvs. merkostnad og tidsverdi frem til 31.12.2014, utgjør til sammen **22,76 kroner**.

I dette eksempelet har vi lagt til grunn at aksjespareren holdt en fondsandel i hele femårsperioden (ofte omtalt som en «buy-and-hold» strategi). Vi kan da komme frem til aksjesparerens tap på en enklere måte.

Ovenfor ble merkostnaden beregnet som summen av de 1 826 daglige merkostnader (tabell 10, tredje kolonne) og tidsverdien som summen av 1 826 daglige tidsverdier (tabell 10, siste kolonne). Vi fant at aksjesparerens tap var summen av disse to komponentene, dvs.

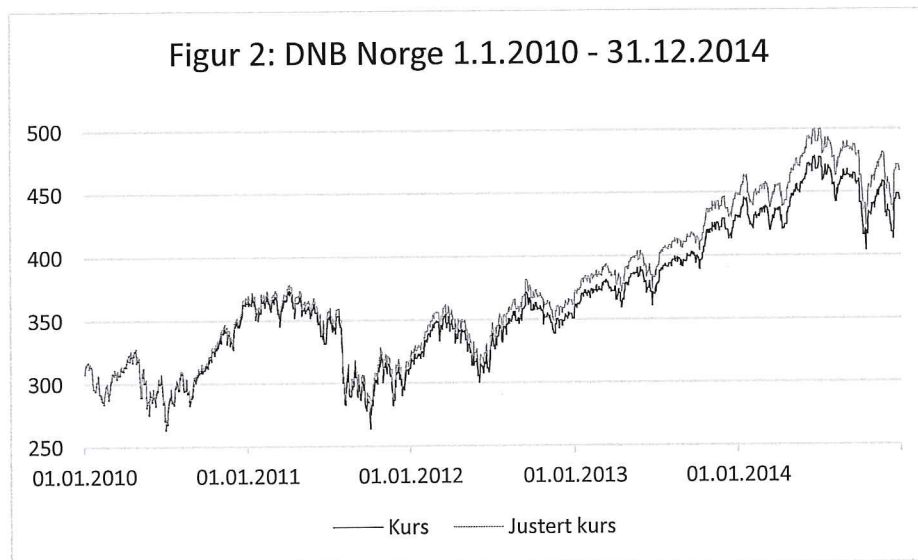
$$18,21 + 4,55 = 22,76 \quad (10)$$

Merk at den justerte kursen som er beregnet reflekterer den avkastningen som aksjespareren ville hatt dersom merkostnaden ble holdt tilbake og reinvestert i fondet. Det betyr at vi alternativt kan beregne aksjesparerens tap i perioden som forskjellen mellom justert kurs per 31.12.2014 og fondets kurs per 31.12.2014. Dermed kan aksjesparerens tap beregnes som

$$\text{Justert kurs}_{1\,826} - \text{Kurs}_{1\,826} = 466,6479 - 443,8884 = 22,76 \quad (11)$$

hvor tallene i (11) er hentet fra nest nederste linje i Tabell 10 (hhv. sjette og fjerde kolonne).

Konsekvensen av at DAM tar for høye honorarer er at aksjespareren får en lavere avkastning i perioden. Figur 2 viser utviklingen i kursen for DNB Norge (den nederste kurven) og utviklingen i justert kurs (den øverste kurven).



Den justerte kursen forteller hva fondets kursutvikling ville ha vært med et årlig forvaltningshonorar på 0,8 prosent istedenfor 1,8 prosent. I eksempelet har vi sett på en aksjesparer som eier en andel i DNB Norge i perioden. Det beregnede tapet i perioden for denne aksjespareren kan illustreres i Figur 2 ved den vertikale forskjellen mellom de to kurvene ved slutten av perioden (31.12.2014).