



OSLO TINGRETT

DOM

Avsagt: 12.01.2018 i Oslo tingrett,
Saksnr.: 16-105341TVI-OTIR/04
Dommer: Tingrettsdommer Ingebjørg Tønnessen
Saken gjelder: Krav om tilbakebetaling av honorar etter fondsforvaltning

Andelseierne i verdipapirfondet DNB
Norge

Advokat Jens-Henrik Lien,
Advokat Steinar Mageli

mot

Dnb Asset Management AS

Advokat Helge Lundestad,
Advokat Lars Ekeland,
Advokat Frode Andersen Innjord

DOM

Saken er et gruppesøksmål som gjelder krav om tilbakebetaling av honorar etter fondsforvaltning. Hovedspørsmålet er om andelseierne har fått den graden av aktiv forvaltning som de har hatt krav på.

Innholdsfortegnelse

Sakens bakgrunn.....	3
De fond saken gjelder	3
Sentrale begreper	3
Fondenes resultater i søksmålsperioden og i årene forut for denne	4
Opptakten til gruppesøksmålet	6
Avgjørelsen om å tillate gruppesøksmålet	7
Hovedforhandlingen	7
Andelseierne v/ Forbrukerrådet har i hovedtrekk argumentert slik:.....	8
DNB har i hovedtrekk argumentert slik:	10
Rettens vurdering.....	13
Hvilken forvaltning har andelseierne betalt for?	13
Hvilken forvaltning har andelseierne fått?	15
Forholdet mellom graden av aktiv forvaltning og meravkastning	15
Mål på graden av aktiv forvaltning.....	16
Forvaltningens avvik fra indeks	17
DNB-Norge fondenes grad av aktiv forvaltning sammenlignet med andre aktivt forvaltede fond.....	18
Sannsynligheten for meravkastning i søksmålsperioden.....	18
Oppsummering	22
Har andelseierne fått den tjenesten de har betalt for?.....	22
Innledning.....	22
Oppstilte minstegrenser for Active Share og Tracking Error.....	24
Spekulasjonselementet	27
Forholdet mellom domstolen og lovgiver	28
Forholdet mellom rettslig regulering og markedets egen regulering	31
Konklusjon	32
Sakskostnader	33
Domsslutning:.....	34

Sakens bakgrunn

De fond saken gjelder

Saken gjelder flere aksjefond som har blitt forvaltet av DNB Asset Management AS. DNB Asset Management AS er en del av DNB-konsernet, og vil i det følgende bli omtalt som DNB.

Forbrukerrådet har framsatt krav på vegne av andelseierne i tre fond:

- Avanse Norge (I), som ble opprettet i 1966
- DNB Norge (I), som ble opprettet i 1981, og
- DNB Norge, som ble opprettet i 1995.

Søksmålet gjelder forvaltningen av fondene i perioden 2010 - 2014. I 2014 ble de tre fondene fusjonert til dagens DNB Norge. Per 31. desember 2014 hadde DNB Norge rundt 130 000 andelseiere. Antall andelseiere i de tre fondene i hele søksmålsperioden er rundt 180 000. Nesten alle andelseierne er privatpersoner.

Midlene i de tre fondene har i hele søksmålsperioden vært plassert i andre fond, gjennom såkalte fond-i-fond løsninger. Mottakerfondene har vært:

- DNB Norge (IV), for DNB Norge I og DNB Norge, og
- Avanse Norge (II), for Avanse Norge (I).

DNB har også forvaltet mottakerfondene. I og med at DNB Norge (I) og DNB Norge har hatt samme mottakerfond, har avkastningen i disse to fondene også vært tilnærmet lik. Forvaltningshonoraret for alle de tre fondene som saksøkerne har eid andeler i, har i hele søksmålsperioden vært 1,8 % i året.

Retten vil i det videre benytte «DNB Norge-fondene» som en samlebetegnelse på de fem fondene. Normalt vil det framgå av sammenhengen om betegnelsen henviser til både de fondene andelseierne har hatt andeler i og de bakenforliggende mottakerfondene, eller om den bare viser til den ene typen fond. Grovt sett vil spørsmål knyttet til hva andelseierne har blitt informert om og hva de har betalt, gjelde de tre fondene de har eid andeler i. Spørsmål knyttet til selve forvaltningen, vil normalt gjelde de to mottakerfondene.

Hovedtema i saken er forskjeller og likheter mellom DNB Norge-fondene og sammenlignbare indeksfond i markedet. DNB har siden 25. august 2010 tilbudt et indeksfond - DNB Norge indeks - som i likhet med DNB Norge-fondene har fulgt utviklingen på Oslo Børs. Forvaltningshonoraret i dette fondet har i hele søksmålsperioden vært 0,3 %.

Sentrale begreper

Nedenfor gis en oversikt over hvilket meningsinnhold retten legger i en del sentrale begreper:

- Totalrisiko: Risikoen for at fondets midler stiger/faller i verdi. Totalrisikoen til fondene i denne saken har nær sammenheng med svingningene på Oslo børs. Generelt har aksjefond større svingninger og høyere totalrisiko enn for eksempel penge- og obligasjonsfond.
- Relativ risiko: Risikoen for at verdiene i fondets aksjeportefølje utvikler seg annerledes enn den indeksen fondet måles mot (fondets «benchmark» eller referanseindeks). Den relative risikoen til et fond avhenger av hvilke avvikende posisjoner som tas i forvaltningen av fondet, og hvordan disse avvikende posisjonene utvikler seg i forhold til referanseindeksen. Avvikende posisjoner tas ved at aksjer vektas annerledes i fondet enn i indeksen, såkalt over- og undervektning. Avvik kan også skje ved at fondet kjøper aksjer som ikke inngår i referanseindeksen, eller ved at fondet lar være å kjøpe aksjer som inngår i indeksen.
- Differanseavkastning før kostnader: Mål på avviket mellom avkastningen i fondet og fondets indeks før kostnadene ved forvaltningen er trukket fra. Avkastning måles i prosent, og differanseavkastningen viser forskjell i prosentpoeng.
- Differanseavkastning etter kostnader: Mål på avviket mellom avkastningen i referanseindeksen og avkastningen i fondet og etter at kostnadene i fondet – blant annet forvaltningshonoraret - er trukket fra. Dersom differanseavkastningen er angitt å måle avviket mellom fondet og et tenkt indeksfond, vil også kostnadene i indeksfondet være trukket fra.
- Meravkastning: Positiv differanseavkastning. Hvis ikke noe annet er presisert, er meravkastning et mål på differanseavkastningen etter at kostnaden i fondet er trukket fra.
- Mindreavkastning: Negativ differanseavkastning. Hvis ikke noe annet er presisert, er mindreavkastning et mål på differanseavkastningen etter at kostnaden i fondet er trukket fra.

Fondenes resultater i søksmålsperioden og i årene forut for denne

Det er ingen uenighet om den historiske avkastningen i DNB Norge-fondene. Partene har derimot ulikt syn på hvilken framstilling av denne avkastningen som gir best svar på de rettsspørsmål saken reiser. Dette gjelder både spørsmålet om hvor langt man skal gå tilbake i tid, og om avkastningen skal regnes som gjennomsnitt over månedlige, årlige eller femårige intervaller.

Etter rettens syn er det mest naturlig å la framstillingen av saken ta utgangspunkt i fondenes årlige avkastning fra 2003 og ut søksmålsperioden. Som retten vil komme tilbake til, er målene for fondenes relative risiko ganske lik i hele denne perioden. Retten mener

også at årlige gjennomsnitt gir best grunnlag for å sammenligne og analysere den historiske forvaltningen, selv om anbefalt investeringshorisont i fondene er på minst 5 år.

I tabellene nedenfor sammenlignes avkastningen i DNB Norge (I) med avkastningen til fondets referanseindeks på Oslo Børs. Det er følgelig differanseavkastningen etter kostnader som er sentral. Tabellene gir ingen informasjon om hva som har vært fondets totale avkastning de ulike år.

Tabell i) viser den årlige differanseavkastningen til DNB Norge (I) etter at forvaltningshonoraret på 1,8 % er trukket fra.

Tabell ii) viser den årlige differanseavkastningen til DNB Norge (I) og DNB Norge indeks som har et årlig honorar på 0,3 %. I de årene hvor differanseavkastningen i tabell ii) er positiv, har det vært mer lønnsomt for andelseierne å ha pengene investert i DNB Norge (I) enn i et tenkt indeksfond.

Tabell i: Årlig differanseavkastning DNB Norge (I) etter kostnader målt mot referanseindeks

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
-2,83	-2,31	-0,27	1,23	1,64	1,72	5,74	-0,26	-1,82	-2,77	-0,31	-2,74

Tabell ii: Årlig differanseavkastning DNB Norge (I) etter kostnader målt mot tenkt indeksfond med 0,3 % i forvaltningshonorar

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
-2,39	-1,90	0,15	1,63	1,97	1,86	6,24	0,09	-1,55	-2,42	0,06	-2,42

Som det framgår av tabell i), har DNB Norge I hatt mindreavkastning i alle årene i søksmålperioden, 2010 – 2014. Sammenlignet med DNB Norge indeks (tabell ii), har differanseavkastningen i samme periode vært negativ i tre av fem år.

Dersom avkastningen beregnes som et gjennomsnitt av hele søksmålperioden, har resultatene for de tre ulike fondene (målt mot blandet benchmark) vært som følger:

Gjennomsnittlig differanseavkastning i DNB Norge I, perioden 2010 – 2014: **-1,58**

Gjennomsnittlig differanseavkastning i DNB Norge, perioden 2010 – 2014: **-1,57**

Gjennomsnittlig differanseavkastning i Avanse Norge I, perioden 2010 – 2014: **-1,63**

Opptakten til gruppesøksmålet

I mars 2015 fattet Finanstilsynet pålegg om at DNB måtte endre forvaltningen av det fusjonerte fondet DNB Norge. Finanstilsynet mente fondet hadde vært passivt forvaltet, til tross for at det var markedsført og priset som et aktivt forvaltet fond. Vedtaket ble fattet på bakgrunn av et tematisyn Finanstilsynet hadde gjennomført av aktive aksjefond med lav grad av aktiv forvaltning i det norske markedet i perioden 2009-2014. Det var bare DNB Norge-fondene som ble ilagt pålegg som følge av tematisynet. Av vedtaket framgår følgende:

Det er Finanstilsynets vurdering av den faktiske forvaltningen av DNB Norge over lang tid har avveket betydelig fra det som forutsettes i fondets vedtekter og prospekt, og som investorene er forespeilet. Fondet er forvaltet tilnærmet passivt, men tilbuds og priset fra DNB som et aktivt forvaltet fond. Foretaket har på denne måten tatt seg betalt for noe de ikke har levert. Slik Foretaket har innrettet forvaltningen av DNB Norge har ikke Foretaket etter Finanstilsynets vurdering ivaretatt andelseiernes interesser slik verdipapirfondlovens regler om god forretningsskikk krever.

I pålegget fikk banken valget mellom å innrette forvaltningen i samsvar med de kjennetegn aktiv forvaltning har, og/eller å tilpasse prisingen av fondet til den forvaltningsstrategi som reelt sett ble fulgt. DNB sa seg ikke enig med tilsynet i at fondet hadde vært passivt forvaltet, men valgte likevel å imøtekomme pålegget ved å øke graden av aktiv forvaltning og å sette ned forvaltningshonoraret fra 1,8 til 1,4 %.

Vinteren 2015/2016 fremmet Forbrukerrådet krav overfor DNB, på vegne av andelseierne i DNB Norge og de innfusjonerte fondene DNB Norge (I) og Avanse Norge (I). Kravet gikk ut på at DNB skulle betale tilbake deler av det forvaltningshonoraret andelseierne var blitt belastet i perioden 2005 – 2015. Honorarsatsen for tilbakebetalingskravet ble satt til 1,5 %, og ble begrunnet med at denne satsen utgjør forskjellen mellom forvaltningshonoraret i DNB Norge og DNB Norge Indeks. Som grunnlag for kravet framla Forbrukerrådet utredninger foretatt av professor Petter Bjerksund og førsteamanuensis Trond Døskeland ved Norges Handelshøyskole. Bjerksund og Døskeland hadde vurdert graden av aktiv forvaltning for DNB Norge-fondene i perioden 1. januar 2010 – 31. november 2014, og deres konklusjon var at andelseierne i denne perioden «ikke har fått aktiv forvaltning, men dyr indekxnær forvaltning. Dermed har de ikke fått den tjenesten de har betalt for.» DNB bestred kravet.

Ved stevning av 21. juni 2016 brakte Forbrukerrådet andelseiernes krav inn for Oslo tingrett i form av et gruppesøksmål. Tilbakebetalingsperioden var i stevningen innskrenket til årene 2010 - 2014. I tillegg til tilbakebetaling av belastet forvaltningshonorar, fremmet Forbrukerrådet krav om erstatning for tapt avkastning av tilbakebetalingsbeløpet. I utredningene til Bjerksund og Døskeland var det totale kravet beregnet til kroner 690 761 112. Av dette utgjør kroner 536 481 754 for høyt innbetalt forvaltningshonorar, mens de resterende 154 279 359 utgjør tapt avkastning. Gjennomsnittlig krav per andelseier ble følgelig anslått til litt under 4000 kroner.

DNB la i tilsvaret ned påstand om frifinnelse. I tillegg anførte banken at søksmålet måtte avvises fordi vilkårene for å fremme saken som gruppesøksmål ikke var oppfylt.

Avgjørelsen om å tillate gruppesøksmålet

Spørsmålet om godkjenning av gruppesøksmålet ble behandlet i et eget rettsmøte i Oslo tingrett 15. og 16. desember 2016. Hovedtema i dette rettsmøtet var om andelseiernes krav kunne reises på «samme eller vesentlig likt faktisk og rettslig grunnlag», jf. tvisteloven § 35-2. For å tilpasse kravene til søksmålsformen foretok Forbrukerrådet noen endringer og presiseringer i den rettslige argumentasjonen som lå til grunn for andelseiernes krav.

For det første frafalt Forbrukerrådet anførselen om at DNB var ansvarlig etter det ulovfestede informasjonsansvaret. For det andre aksepterte Forbrukerrådet at retten «kollektivt [tok] utgangspunkt i den investorinformasjonen som gir de for saksøkerne minst gunstige rammene for oppdraget», dersom retten skulle mene at det var «realitetsforskjeller i oppdragets innhold på ulike tidspunkter eller mellom fondene». For det tredje presiserte Forbrukerrådet at tanken bak kravene var at alle andelseiere skulle behandles likt. Dersom retten skulle mene at det var avgjørende forskjeller mellom andelseierne, aksepterte Forbrukerrådet at DNB måtte frifinnes for samtlige krav.

Oslo tingrett besluttet å fremme gruppesøksmålet i kjennelse av 6. januar 2017. Forbrukerrådet ble oppnevnt som grupperepresentant for saksøkerne. DNB anket kjennelsen til Borgarting lagmannsrett, som forkastet anken i kjennelse av 2. juni 2017. DNB innga videre anke over lagmannsrettens kjennelse. Denne anken ble forkastet av Høyesteretts ankeutvalg 1. september 2017.

Gruppesøksmålet er fremmet som et utmeldingssøksmål. Dette innebærer at personer som har eid andeler i de aktuelle fondene, vil være omfattet av søksmålet hvis de ikke aktivt melder seg ut. Berørte andelseiere har blitt varslet om gruppesøksmålet gjennom kunngjøringer i dagspressen, på Oslo tingretts hjemmeside og på Forbrukerrådets hjemmeside. Tingretten har ført register over andelseiere som har meldt seg ut. På domstidspunktet har 85 andelseiere meldt seg ut av gruppesøksmålet.

Hovedforhandlingen

Hovedforhandling ble holdt i Oslo tinghus i perioden 20. november – 6. desember 2017. Retten hørte forklaringen til tre representanter fra DNB med tilknytning til DNB Norge-fondene, og forklaringen til seks sakkyndige vitner. Fra Forbrukerrådet ble økonom Halvor Hoddevik fra Ramm Rådgivning ført som sakkyndige vitne, i tillegg til Petter Bjerksund og Trond Døskeland. DNB førte statistiker Anders Løland fra Norsk Regnesentral, fondsforvalter Jon Gunnar Pedersen fra Arctic Securities og bankens egen ansatte Ole Jacob Wold som sakkyndige vitner. Det ble foretatt slik dokumentasjon som fremgår av rettsboken.

Andelseierne v/ Forbrukerrådet har i hovedtrekk argumentert slik:

Sparing i fond er vår tids pensjonssparing. DNB har i perioden 2010-2014 innkassert nærmere 500 millioner kroner på å forvalte midlene til vanlige privatpersoner.

Fondsmidlene skulle forvaltes aktivt, men de har blitt forvaltet passivt. Andelseierne har ikke fått den ytelsen de har betalt for, og de har derfor krav på å få deler av honoraret tilbakebetalt.

Det er ikke riktig at andelseiernes krav skyldes at man ikke er fornøyd med avkastningen i fondene. Forbrukerrådet er fullt klar over at den enkelte andelseier selv bærer risikoen for at aksjefond også kan utvikle seg negativt. Poenget her er at andelseierne har betalt for at DNB skulle ta en relativ risiko som skulle gi størst mulig meravkastning. Forvaltningen har imidlertid ligget så tett på referanseindeksen at andelseierne var frarøvet denne muligheten for meravkastning etter at bankens honorar var trukket fra.

Alle de tre DNB Norge-fondene ble markedsført og priset som aktivt forvaltede fond. Forvaltningshonoraret var hele perioden på 1,8 % og fondenes målsetting var ifølge vedtektene å oppnå høyest mulig meravkastning. Det er ingen forskjeller av betydning i investorinformasjonen mellom de tre fondene, og det er heller ingen forskjeller av betydning i informasjonen som ble gitt før og etter omdanningen til UCITS-fond i 2013. Essensen i den tjenesten som ble solgt, var en aktiv forvaltning som skulle innrettes slik at den forhåpentligvis ble mer lønnsom enn et indeksfond.

DNB har ikke levert den tjenesten banken tok seg betalt for. Forvaltningen av fondene har ligget så tett på indeks at den ikke kan kalles aktiv. Graden av aktivitet måles best gjennom parameterne «Active Share» og «Tracking Error». I søksmålsperioden lå gjennomsnittlig Tracking Error i fondene på mellom 1 og 1,5 %, mens gjennomsnittlig Active Share lå på rundt 12 %. Dette er lavere enn noen andre fond som selges som aktive, og det kan ikke være tvil om at fondene kan klassifiseres som «skapindeksfond». Alle internasjonale studier opererer med terskler for skapindeksfond som ligger langt over de verdier man ser for DNB Norge-fondene. Det samme gjelder anbefalinger fra internasjonale myndigheter, blant annet fra EUs finanstilsyn – ESMA. ESMA har uttalt at fond med lavere verdier enn 50 % Active Share og 3% Tracking Error må anses som potensielle skapindeksfond.

Under henvisning til det som foreligger av akademiske artikler, uttalelser fra offentlige finansmyndigheter og bransjepraksis synes det åpenbart at DNB ikke har oppfylt de minstekrav til aktivitet som oppstilles til aktiv fondsforvaltning. Avviket fra disse minstekravene er så stort at retten ikke trenger å trekke noen nøyaktig grense for hvilken grad av relativ risiko som kreves – DNB vil under alle omstendigheter ligge langt under denne grensen.

Ved vurderingen av andelseiernes krav må retten legge stor vekt på Finanstilsynets vedtak. Finanstilsynet har konkludert med at DNB har tatt seg betalt for en tjeneste som banken ikke har levert. Det er den samme konklusjonen som ligger til grunn for kravet om tilbakebetaling. Finanstilsynet er landets ekspertorgan på fondsforvaltning, og vurderingene fra tilsynet bør derfor veie tungt i rettens vurdering av saken. DNB kan ikke

få gehør for sine forsøk på å tone ned betydningen av pålegget. Vedtaket ble fattet på bakgrunn av en grundig saksbehandling, hvor DNB framsatte mange av de samme innvendingene som banken nå framsetter mot andelseiernes krav. Innvendingene førte ikke fram. Det har ikke kommet fram nye opplysninger under rettssaken som rokker ved tilsynets vurderinger. DNB kan heller ikke få gehør for de nye anførslene banken har framsatt mot tilsynets konklusjoner i forbindelse med rettssaken, som for eksempel at forvaltningsmandatet ikke har vært det samme i hele søksmålsperioden. Disse nye anførslene framstår som konstruerte og grunnløse. Dersom det var hold i argumentasjonen, er det vanskelig å forstå hvorfor banken ikke brukte tilsvarende argumenter gjeldende overfor tilsynet. Inntrykket ellers er at banken snur hver stein for å slippe å stå til ansvar.

Det er en kjensgjerning at DNB aksepterte Finanstilsynets pålegg uten å påklage det. Videre er det en kjensgjerning at banken fulgte opp pålegget ved å øke graden av aktiv forvaltning i fondet til mer enn det dobbelte i løpet av svært kort tid. DNBs argumentasjon om at banken måtte holde den relative risikoen lav for å sikre andelseierne best mulig kvalitet i forvaltningen, fremstår dermed noe pussig, all den tid banken hevder at den også i dag gir andelseierne best mulig kvalitet i forvaltningen, med mer enn dobbelt så høy relativ risiko. Generelt framstår bankens stadige henvisninger til «kvalitet i forvaltningen» ganske tomme, når banken ikke aksepterer at den påståtte kvaliteten skal kunne måles etter noen parametere.

Retten kan ikke frifinne DNB under henvisning til at det er lovgiver, og ikke domstolene, som bør løse de spørsmålene saken reiser. Retten har fått forelagt en konkret tvist med spørsmål om DNB har levert den tjenesten banken lovte, og det ligger i kjerneområdet for domstolens virksomhet å ta stilling til slike spørsmål. DNB forsøker dels å ta kelegge saken, og dels å gjøre den mer prinsipiell enn den er. Banken har brukt mye tid på å forklare hvor vanskelig det er å drive aktiv forvaltning i norske fond, hvor vanskelige markedsforholdene var i søksmålsperioden, og på å tegne et skremmebilde av konsekvensene av en dom i andelseiernes favør. Det er vanskelig å følge bankens argumentasjon, all den tid de fleste andre forvaltere – og nå også DNB selv – klarer å drive forvaltning i brede, norske fond med en langt høyere grad av aktiv forvaltning enn det DNB Norge-fondene hadde i 2010-2014. Uansett må hovedpoenget være at man ikke kan ta seg betalt for å drive aktiv forvaltning dersom man skulle mene at slik forvaltning ut fra omstendighetene er for vanskelig eller uforsvarlig.

DNB får også liten støtte for sin argumentasjon fra uavhengige fagmiljøer innen finans. De eneste personene med fagkunnskap som gir støtte til banken, er enten fondsforvaltere selv, ansatte i DNB eller konsulenter med jevnlig oppdrag for banken. Forbrukerrådets sakkyndige har – i motsetning til DNBs sakkyndige – ingen egeninteresse i å konkludere i noen bestemt retning.

Dersom retten er enig i at DNB ikke har ytt den forvaltningen banken lovet, vil det eneste rimelige være at andelseierne får deler av honoraret tilbakebetalt. En slik tilbakebetaling kan enten pålegges med grunnlag i erstatningsbestemmelsen i verdipapirfondloven § 11-1, ulovfestede obligasjonsrettslige regler om prisavslag eller i læren om *condictio indebiti*.

Størrelsen på tilbakebetalingskravet er begrenset oppad til 1,5 %, som utgjør forskjellen på honoraret i DNB Norge-fondene og DNB Norge indeks i søksmålsperioden.

Forbrukerrådet aksepterer at denne prosentsatsen må nedjusteres noe, for å reflektere at det har vært utøvet en viss grad av aktiv forvaltning i fondet. Retten må fastsette satsen skjønnsmessig. Dersom man tenker at forvaltningshonoraret er en funksjon av Active Share, vil riktig honorar for den indekxnære forvaltningen som er utøvet, ligge på rundt 0,8 %. I så fall vil tilbakebetalingskravet ligge på rundt 1 %.

Andelseierne har også krav på å få erstattet det avsnvstapet de har lidt ved å ikke ha tilgang til den delen av honoraret som DNB urettmessig har belastet dem. Størrelsen på denne delen av kravet tilsvarer den avkastning andelseierne ville hatt om honoraret hadde blitt stående i fondet.

DNB kan ikke gis medhold i at kravet skal ha gått tapt som følge av foreldelse, passivitet eller manglende reklamasjon. Når retten skal ta stilling til andelseiernes plikt til å reagere på de mangelfulle tjenestene, må den ta i betraktning at det er tale om en komplisert massetjeneste fra en stor, profesjonell aktør overfor svært mange småsparere. Sett i lys av disse omstendighetene kan andelseierne v/Forbrukerrådet vanskelig sies å ha kommet sent på banen.

Andelseierne har lagt ned slik **påstand**:

- 1. DNB Asset Management AS betaler til hvert gruppe medlem 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 1,5% av vedkommendes andel per år.*
- 2. DNB Asset Management AS betaler til hvert gruppe medlem 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.*

DNB har i hovedtrekk argumentert slik:

DNBs fondsforvaltere har ett eneste fokus i sitt arbeid, nemlig å skape størst mulig avkastning for kundene innenfor rammene av det oppdraget de har påtatt seg. I mange perioder har forvalterne også lykkes godt med dette. DNB Norge-fondene har i flere år hatt meravkastning, og dermed vært mer lønnsomme for kundene enn et sammenlignbart indeksfond. I årene 2010-2014 lyktes banken dessverre ikke med å skape så mye meravkastning at det dekket fondenes kostnader ved forvaltningen. Det betyr imidlertid ikke at andelseierne har rettslig grunnlag for å kreve honoraret tilbakebetalt. DNB bestrider ikke at banken har tjent penger på forvaltningsoppdraget, men det er heller ikke ulovlig.

Forbrukerrådet hevder at de ikke krever erstatning for en ugunstig utvikling av aksjeverdiene, men det er i realiteten det de gjør. DNB Norge I har hatt samme

investeringsstrategi siden 1998. I perioden fra strategien ble innført og fram til 2014 har fondet vært mer lønnsomt enn et tenkt i indeksfond i mer enn halvparten av årene. Det samme gjelder perioden fra 2005 til 2014, som opprinnelig var angitt som kravperiode i Forbrukerrådets varsel om søksmål. Dersom den opprinnelige kravperioden vurderes samlet, har DNB Norge-fondene generert 0,2 % i meravkastning. Fondene har dermed vært mer lønnsomme for andelseierne enn et sammenlignbart indeksfond. Mange av andelseierne har hatt midler i fondene over lang tid, og 71 % av saksøkerne har tjent mer på den aktive forvaltningen i DNB Norge-fondene enn de ville gjort i et tenkt indeksfond, dersom hele den opprinnelige kravperioden tas i betraktning. Med dette bakteppet framstår valget av årene 2010 – 2014 som søksmålsperiode nærmest spekulativt, og Forbrukerrådet kan vanskelig høres med at saken handler om noe helt annet enn hvem som skal bære risikoen for utviklingen i aksjemarkedene.

Investeringsmandatet til DNB Norge-fondene har vært å skape meravkastning innenfor den angitte investeringsstrategien. Investeringsstrategien satte klare begrensninger for hvor stor relativ risiko det var mulig å ta. Som det framgår av vedtektene, skulle fondene ha «en sammensetning som i stor grad reflekterer totalmarkedet» med en «god spredning mellom selskaper og bransjer». Oslo Børs er en liten børs som er preget av noen store og toneangivende selskaper. Da sier det seg selv at store deler av fondsporteføljen må bli lik som referanseindeksen når fondene skal reflektere totalmarkedet. Handlingsrommet for store avvik fra indeks har derfor vært begrenset, særlig i første del av søksmålsperioden. Forvalterne hadde større frihet i forvaltningen etter at investorinformasjonen ble endret som følge av at fondene ble omdannet til UCITS-fond i 2013.

God aktiv forvaltning handler først og framst om hva man får ut av den relative risikoen man tar, og ikke om hvor stor den relative risikoen er. Det er på ingen måte vanskelig for en forvalter å ta høy relativ risiko, men ofte vil ikke investorene være tjent med dette fordi høy relativ risiko også øker risikoen for tap. Som historien til DNB Norge-fondene viser, er det fullt mulig å skape meravkastning med lav grad av aktiv forvaltning, så lenge man lykkes med sine avvikende posisjoner. Skrivebordsøvelsene til Forbrukerrådets sakkyndige viser at slik meravkastning er tilnærmet umulig. Relevansen av disse beregningene kan imidlertid ikke være stor, når fasiten fra den virkelige verden viser at samme relative risiko har gitt meravkastning i DNB Norge-fondene år etter år. Utfallet av øvelsene avhenger også helt av hvilke forutsetninger man legger inn. Bjerksund og Døskeland baserer sine beregninger på en grunnforutsetning om at aktiv forvaltning ikke lønner seg. Da er det ikke så rart at resultatet blir som det blir.

Forbrukerrådet ønsker å innføre en sammenheng mellom graden av aktiv forvaltning og prisen på forvaltningstjenesten. Dette er misforstått forbrukerpolitikk. Det er på ingen måte enighet om at relativ risiko i form av Active Share og Tracking Error er gode mål på verdien av den forvaltningstjenesten som ytes. Snarere tvert imot. Sammenhengen har sitt utspring i amerikansk forskning som langt på vei har blitt tilbakevist, og som i hvert fall ikke er overførbar til norske forhold. Forbrukerrådet gir også en skjev framstilling av den rådende holdningen til problemstillingen i EU og andre nordiske land. Holdningen er at lav Active Share og Tracking Error kan gi grunnlag for ytterligere undersøkelser av

fondsforvaltningen fra finansmyndighetenes side. Så langt er det imidlertid ingen andre europeiske finansmyndigheter som har funnet grunn til å slå ned på såkalte skapindeksfond. Og det er ingen andre land som har valgt å innføre minstekrav til graden av aktiv forvaltning. I Sverige har et lovutvalg nylig framhevet at Active Share ikke er egnet som parameter for å fastslå verdien på den forvaltningen som ytes. Det er lite som tyder på at Stortinget skulle ønske å innføre en slik regulering på fondsforvaltning i Norge. Spørsmålet må uansett være opp til lovgiver. Dersom saksøkerne gis medhold, vil det være det samme som at domstolen innfører en prisregulering med tilbakevirkende kraft.

Finanstilsynets vedtak gir ingen eller begrenset veiledning for de rettsspørsmålene saken reiser. DNB har aldri vært enig i vedtaket. Banken valgte å ikke påklage pålegget fordi markedsmessige forhold i 2015 tilsa at det uansett ville være riktig av banken å justere både graden av aktiv forvaltning og forvaltningshonoraret. I en slik situasjon framsto det ikke formålstjenlig å ha unødvendige tvister med finansmyndighetene om historiske forhold. Det er også et poeng at Finanstilsynets vedtak er basert på den investorinformasjonen som ble gitt etter omdanning til UCITS-fond i 2013, hvor forvalterne skulle ha stor frihet i forvaltningen. Tilsynet har ikke vurdert forvaltningen i forhold til tidligere investorinformasjon, slik retten må gjøre. Saken er dessuten langt bedre opplyst for retten enn den var for Finanstilsynet. Det er også en viktig forskjell mellom tidsperspektivet i vurderingen til tilsynet og den vurdering retten skal foreta. Finanstilsynet fattet et offentligrettslig vedtak med virkning framover i tid, og med den historiske fasiten for hånd. Når retten skal vurdere andelseiernes krav om tilbakebetaling, må retten ha «samtidens briller» på. Ved inngangen til søksmålsperioden i 2010 – i kjølvannet av finanskrisen – framstod det mest forsvarlig å fastholde den forvaltningsstrategien som til da hadde vist seg å være svært god. Dette er en annen vurdering enn den vurderingen som ligger til grunn for tilsynets pålegg om å gjøre endringer i den samme forvaltningsstrategien fra og med år 2015.

Selv om retten skulle mene at DNB ikke har ytt den forvaltningen som andelseierne var forespeilet, gir ikke dette krav på tilbakebetaling av honoraret. Erstatningskravet kan ikke forankres i verdipapirfondloven § 11-1 når det ikke er framsatt på vegne av fondet. Det er heller ikke sannsynliggjort at høyere relativ risiko i fondet ville ført til bedre avkastning. Andelseierne har derfor ikke lidd noe tap som gir grunnlag for erstatning. På samme måte har andelseierne heller ikke sannsynliggjort at de har mottatt en tjeneste som er mindre verdt enn en forvaltning med høyere grad av aktiv forvaltning. Vilklårene for prisavslag er derfor heller ikke oppfylt. Blant saksøkerne er det også andelseiere som – innenfor søksmålsperioden – har tjent mer på DNBs aktive forvaltning enn de ville gjort i et indeksfond. Disse andelseierne kan i hvert fall ikke ha krav på tilbakebetaling, og konsekvensene av Forbrukerrådets tilpasninger til gruppesøksmålet er da at resultatet må bli frifinnelse for kravet fra samtlige andelseiere.

Et eventuelt krav har uansett gått tapt som følge av passivitet. Andelseierne har reklamert for sent, og kravet er også foreldet.

DNB har lagt ned slik **påstand**:

1. *DNB Asset Management AS frifinnes.*
2. *DNB Asset Management tilkjennes sakskostnadene.*

Retten vurdering

Etter en samlet vurdering har retten kommet til at andelseiernes krav ikke kan føre frem. Retten mener andelseierne ikke hadde rettslig krav på noen høyere grad av aktiv forvaltning enn det de har fått. Andelseiernes krav om tilbakebetaling av honorar kan derfor ikke føre fram.

Retten vil dele drøftelsen av saken opp i tre hovedspørsmål. Det første spørsmålet er hvilken forvaltning andelseierne har betalt for. Det andre spørsmålet er hvilken forvaltning andelseierne har fått. Det tredje spørsmålet er om andelseierne kan sies å ha fått den forvaltningen de har betalt for.

Andelseiernes krav reiser også spørsmål om andre vilkår for tilbakebetaling som det ut fra resultatet ikke er nødvendig for retten å ta stilling til. Ett av disse spørsmålene gjelder andelseiernes mulighet til å fremme krav på vegne av fondet. For å forenkle drøftelsen av sakens hovedspørsmål har retten valgt å ta utgangspunkt i at hver andelseier har betalt sin forholdsmessige del av det forvaltningshonoraret som fondet er belastet, og at hver andelseier gjennom denne betalingen også har krav overfor forvalter på en viss forvaltning. Disse forenklingene kan imidlertid ikke tas til inntekt for at retten har tatt stilling til de rettslige anførselene knyttet til forholdet mellom andelseierne, fondet og forvalteren.

Hvilken forvaltning har andelseierne betalt for?

Det er på det rene at DNB Norge-fondene er, og alltid har vært, kategorisert som aktivt forvaltede fond. Verdipapirfondloven gir ingen definisjon av begrepet aktiv forvaltning, men det er naturlig å slutte motsetningsvis fra definisjonen av indeksfond i § 6-8 at formålet med aktiv forvaltning ikke er å «etterligne sammensetningen av en bestemt aksje- eller obligasjonsindeks». Aktiv forvaltning innebærer at fondets plasseringer skal baseres på forvalterens egne, løpende analyser av markedsforholdene. Aktiv forvaltning krever følgelig en helt annen innsats fra forvalter enn indeksforvaltning. Dette er også en viktig del av forklaringen på hvorfor kostnadene og forvaltningshonoraret er høyere i aktivt forvaltede fond enn de er i indeksfond.

Forbrukerrådet har ikke hevdet at DNB – ved den lave graden av aktiv forvaltning – har unnlatt å foreta de løpende analysene som er nødvendige for å kunne foreta lønnsomme plasseringer i aksjemarkedet. Søksmålet er altså ikke begrunnet med at DNBs forvaltere har lagt ned mindre innsats i analyseaktiviteten enn andre forvaltere. Forbrukerrådets argument er at en forvalter ikke kan ta seg betalt for aktiv forvaltning dersom resultatet av

forvalters analyseaktivitet er en porteføljesammensetning som ligner svært mye på referanseindeksen. Anførselen kan også formuleres med andre ord: Dersom forvalter – etter grundige analyser – kommer fram til at det ikke er smart å forsøke å «slå markedet», kan forvalter heller ikke ta seg betalt for å skulle prøve å slå markedet. Ut fra disse anførselene blir spørsmålet for retten om andelseierne har betalt for en forvaltning som skulle avvike fra indeks, og hvor store disse avvikene i så fall skulle være.

Verdipapirfondloven gir som nevnt ingen definisjon av aktiv forvaltning. Begrepet er heller ikke nærmere definert i forskrifter, rundskriv eller bransjenormer.

Verdipapirfondloven § 6-6 første ledd slår fast at fondets «beholdning av finansielle instrumenter skal ha en sammensetning som gir en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap». I bestemmelsen er det videre oppstilt grenser for hvor stor andel av fondets midler som kan plasseres i samme selskap (den såkalte 5-10-40-regelen). Loven har også bestemmelser som skal sikre likviditeten i fondet. Utover dette er sammensetningen av fondets aksjeportefølje i liten grad regulert i lovgivningen. Loven har derimot flere bestemmelser som skal sikre at fondet har sentrale styringsdokumenter som vedtekter, prospekt og nøkkelinformasjon, og at forvaltningen skjer i tråd med disse styringsdokumentene.

I vedtektene til alle DNB Norge-fondene – gjennom hele søksmålsperioden - framgår det at fondets målsetting har vært å skape «størst mulig» eller «høyest mulig» meravkastning i forhold til referanseindeksen. Retten ser ingen forskjell av betydning mellom fondene eller de ulike delene av perioden når det gjelder denne målsettingen. Målsettingen om meravkastning må som et minimum innebære at forvaltningen faktisk skulle avvike så mye fra indeks at den kunne generere en differanseavkastning som betalte merkostnaden i forvaltningshonorar, sammenlignet med bankens eget indeksfond. Differansen i forvaltningshonorar har i hele perioden vært på 1,5 %. Etter rettens syn er det ikke tilstrekkelig med en teoretisk mulighet for 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.

DNB har framhevet at fondets målsetting må leses innenfor rammene av den angitte investeringsstrategien. Alle DNB Norge-fondene har i hele perioden vært brede fond, som har hatt som strategi å følge utviklingen i totalmarkedet. Retten er enig med DNB i at investeringsstrategien, sett i sammenheng med størrelsen og sammensetningen av Oslo Børs, setter visse grenser for hvor store avvikene fra referanseindeksen ville kunne bli. Retten kan derimot ikke se at disse grensene har stor betydning for spørsmålene denne saken reiser. Det er på det rene at DNB Norge-fondene mer enn doblet graden av aktiv forvaltning etter Finanstilsynets pålegg, og at denne doblingen fant sted innenfor samme type investeringsstrategi som i søksmålsperioden. Det er også på det rene at andre forvaltere tilbød brede, norske fond i søksmålsperioden med langt høyere relativ risiko enn DNB Norge-fondene. Rettens vurdering er derfor at alle DNB Norge-fondene ville kunne økt graden av aktiv forvaltning betraktelig i hele søksmålsperioden, uten fare for å forvalte i strid med den angitte investeringsstrategien. Selv om investeringsstrategien er noe ulikt formulert i styringsdokumentene til de ulike fondene, og i perioden før og etter

omdanningen til UCITS-fond i 2013, mener retten at disse forskjellene ikke er av betydning for vurderingen av hvilken forvaltning andelseierne har betalt for.

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 til å dekke inn merkostnadene ved den aktive forvaltningen. Denne merkostnaden utgjorde i hele søksmålperioden 1,5 % av fondsbeholdningen. 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.

Hvilken forvaltning har andelseierne fått?

Forholdet mellom graden av aktiv forvaltning og meravkastning

Som nevnt ovenfor er problemstillingen om forvaltningen av DNB Norge-fondene har avveket nok fra referanseindeksen til å innfri fondenes målsetting om å generere høy meravkastning. En viss grad av avvik er nødvendig for å oppnå meravkastning. Spørsmålet her er hvor store disse avvikene har vært, og hvordan graden av aktiv forvaltning best kan måles.

Fondenes resultater i søksmålperioden og i årene forut for denne er gjengitt tidligere i dommen. Som det framgår der, hadde alle fondene en gjennomsnittlig mindreavkastning over hele søksmålperioden på noe under - 1,5 %, etter at forvaltningshonoraret var trukket fra. Faktisk oppnådd mer- eller mindreavkastning er imidlertid ikke ansett som noe godt egnet mål for å vurdere hvor store avvikene fra indeks har vært. Bjerksund og Døskeland begrunner dette på følgende måte i sin rapport «Mål på aktiv forvaltning av aksjefond» fra 2015:

Differanseavkastning eller aktiv avkastning er forskjellen mellom portefølje- og benchmarkavkastning. Denne differansen kan gi investor en ekstra eller meravkastning utover hva passiv forvaltning gir. Hvis aktiv avkastning enten er positiv eller negativ, så skyldes det avvik fra benchmarkporteføljen, altså aktiv forvaltning. Hvis avviket enten er positivt eller negativt over lang tid, så skyldes det at forvalter enten er dyktig eller udyktig. Et stort vedvarende avvik indikerer at dette ikke er oppstått tilfeldig. Men aktiv avkastning kan også være liten (nær benchmark) selv om porteføljen er aktivt forvaltet. Det kan være at veddemålene nuller hverandre ut, dvs. at noen gir positive bidrag mens andre gir negative.

Bjerksund og Døskeland gir i sin rapport uttrykk for at målene «Tracking Error» og «Active Share» sammen vil gi best indikasjon på om et fond har vært forvaltet aktivt. Dette er også disse målene Finanstilsynet har basert sitt pålegg om retting på.

Mål på graden av aktiv forvaltning

Tracking Error er et mål på svingningene til porteføljens aktive avkastning, og er definert ved standardavviket til differansen mellom fondets avkastning og avkastningen til fondets referanseindeks. Dersom avvikene i forvaltningen har variert mellom å resultere i relativ gevinst og relativt tap, vil svingningene i differanseavkastningen kunne bli store. Tracking Error vil fange opp disse svingningene. Tracking Error vil følgelig fange opp avvikene som kan ligge skjult bak en manglende differanseavkastning over tid, og som er skjult fordi veddemålene har nullet hverandre ut. I teorien vil et fond også kunne generere høy meravkastning uten høy Tracking Error, dersom forvalterne alltid vinner alle sine veddemål mot markedet med like stor relativ gevinst hver gang.

Tabellen nedenfor viser Tracking Error i DNB Norge I i perioden fra 2003 – 2014. Tallene er tilnærmet identiske for DNB Norge.

I 2002 og flesteparten av årene forut for dette var fondets Tracking Error på minst 2 %. Selv om DNB hevder at forvaltningsstrategien i fondet har vært den samme siden 1998, tyder Tracking Error på at graden av aktiv forvaltning var noe høyere før år 2003. Dette er bakgrunnen for at retten mener at årene 2003 – 2014 gir best grunnlag for å sammenligne resultatene fra den historiske forvaltningen av dette fondet.

Tracking Error DNB Norge I (angitt i prosent):

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1,70	1,48	1,36	1,26	1,13	2,32	1,52	1,01	1,12	1,31	1,07	1,82

Gjennomsnittlig Tracking Error for perioden 2010-2014 var på 1,26 %.

Active Share angir – i prosent - hvor stor del av fondets portefølje som til enhver tid avviker fra referanseindeksen. Slike avvik vil kunne forekomme dersom aksjer vektet annerledes i fondet enn i indeksen, såkalt over- og undervektning. Avvik kan også forekomme ved at fondet kjøper aksjer som ikke inngår i referanseindeksen, eller ved at fondet lar være å kjøpe aksjer som inngår i indeksen. Det er ikke mulig å oppnå meravkastning uten en viss grad av Active Share.

Tabellen nedenfor viser Active Share i mottakerfondet DNB Norge (IV) i perioden 2005 – 2014.

Active Share i DNB Norge (IV) (angitt i prosent):

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
14,5	11,5	12,3	13,9	9,1	8,9	9,8	10,5	14,2	17,9

Gjennomsnittlig Active Share for perioden 2010-2014 var på 12,42 %.

Avanse Norge I og mottakerfondet Avanse Norge II hadde høyere Tracking Error og Active Share enn DNB Norge I fram til år 2007/2008. I 2007 hadde fondet en Active Share på 27,8 % og en Tracking Error på 3,10 %. I søksmålsperioden er derimot måltallene i Avanse Norge svært like som i DNB Norge I. Gjennomsnittlig Tracking Error for Avanse Norge 1 var perioden 2010-2014 på 1,23 %. Gjennomsnittlig Active Share var i samme periode på 12,8 %.

Bjerksund og Døskeland begrunner i sin rapport hvorfor Tracking Error og Active Share sammen er gode mål på graden av aktiv forvaltning. Forfatterne skriver blant annet på side 14:

Active Share og Tracking Error vektlegger ulike aspekter ved aktiv forvaltning. Active Share er en proxy for aksjeplukking (stock selection), mens Tracking Error er en proxy for systematisk faktorisiko. Hvis markedet inneholder stabile systematiske risikofaktorer, kan Active Share og Tracking Error gi et bra bilde av aktiv forvaltning.

Active Share og Tracking Error behandler korrelasjonene ulikt. Anta at man erstatter en indeksaksje med en aksje utenfor indeks. Active Share vil stige uavhengig av om korrelasjonen mellom de to aksjene er stor eller liten. Vi kan tenke oss at vi erstatter en oljeaksje i indeks med en annen oljeaksje utenfor indeks. Dette vil føre til økt Active Share. Men denne endringen vil ikke påvirke Tracking Error like mye. Active Share er et godt mål på å få frem avvik fra benchmarkens aksjekomposisjon, mens Tracking Error er et godt mål på å få frem avvik fra karakteristikken til aksjene som utgjør indeks. Begge avvik gir mulighet for aktiv avkastning, og er former for aktiv forvaltning.

På bakgrunn av rapporten til Bjerksund og Døskeland legger retten til grunn at graden av aktiv forvaltning best kan måles ved å se på Tracking Error og Active Share i kombinasjon. Retten oppfatter heller ikke at DNB er uenig i at målene Tracking Error og Active Share er egnet til å kunne si noe om graden av aktiv forvaltning. Bankens viktigste innvending mot Forbrukerrådets bruk av målene knytter seg til hvor høye måltallene må være for at forvaltningen kan sies å ha vært aktiv nok.

Forvaltningens avvik fra indeks

Måltallene Active Share og Tracking Error viser at forvaltningen av DNB Norge-fondene har avveket fra referanseindeksen i søksmålsperioden. Framlagte bidragsanalyser viser at det i hele perioden har vært gjort mange investeringsbeslutninger som har avveket fra indeksen. Avvikene består først og fremst i over- og undervektning av aksjene i referanseindeksen, men dels også av aksjekjøp utenfor indeks. Rettens inntrykk er at de relativt lave måltallene for Active Share og Tracking Error først og fremst kan forklares med at hver enkelt avvikende posisjon har vært relativt beskjedent.

DNB-Norge fondenes grad av aktiv forvaltning sammenlignet med andre aktivt forvaltede fond.

DNB Norge-fondene har hatt langt lavere Active Share i søksmålperioden enn noen andre norske, aktivt forvaltede fond. Ingen andre aktivt forvaltede fond har i søksmålperioden hatt en Active Share på under 20 %. Ifølge en masteroppgave skrevet av Christoffer Knutsen ved Norges Handelshøyskole i 2014, hadde det norske gjennomsnittsfondet i perioden 2004-2013 en Active Share på 37,3 %.

DNB Norge-fondene har også hatt lavere Tracking Error i søksmålperioden (1,26 %) enn noen andre aktivt forvaltede norske fond. Ifølge Knutsens utredning hadde det norske gjennomsnittsfondet i perioden 2004-2013 en Tracking Error på 4,5 %.

Det er i saken også framlagt en del oversikter og forskning som viser Tracking Error og Active Share i utenlandske fond. Heller ikke i utlandet finnes det eksempler på aktivt forvaltede fond med lavere måltall på Active Share og Tracking Error enn DNB Norge-fondene.

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

Sannsynligheten for meravkastning i søksmålperioden

Bjerksund og Døskeland konkluderer i sin rapport «Grad av aktiv forvaltning for fond i DNB-Norge familien» med at kundene i fondene «ikke har fått aktiv forvaltning, men dyr indeksnær forvaltning». Videre konkluderer de med at «[å]rsaken til at kundene kommer dårligere ut enn benchmark, er at forvaltningshonorarene er høye, og ikke det at den grad av aktiv forvaltning som er utført, er dårlig». Forfatterne gjennomfører i sine rapporter ulike analyser som skal vise hvorfor DNB Norge-fondenes måltall for Tracking Error og Active Share ikke er forenelige med aktiv forvaltning. Blant annet presenterer de en enkel, framoverskuende modell som anslår sannsynligheten for at et aktivt fond skal gi bedre avkastning enn et indeksfond etter at honoraret er trukket fra. I modellen er det størrelsen på Tracking Error som påvirker sannsynligheten for slik meravkastning. Analysen viser at sannsynligheten for at DNB Norge-fondene skulle være mer lønnsomme enn DNB Norge indeks i søksmålperioden, var 1,27 %, dersom man legger til grunn faktisk oppnådd Tracking Error og en anbefalt investeringshorisont på fem år.

Etter rettens syn er den framoverskuende analysen til Bjerksund og Døskeland sentral, fordi den omsetter måltall for aktiv forvaltning til en mer forståelig beregning av sannsynlighet. DNB har hatt flere innvendinger til analysen, og retten finner grunn til å bruke noe tid på å drøfte disse innvendingene.

DNBs hovedinnvending mot analysen til Bjerksund og Døskeland er at den stemmer dårlig med den historiske virkeligheten. Banken har vist til at DNB Norge-fondene oppnådde høy meravkastning i flere av årene forut for søksmålperioden, til tross for relativt lav Tracking

Error. Etter bankens syn viser dette at analysene ikke bidrar med mye av verdi for saken, og banken mener derfor at sannsynlighetsberegningene må kunne avvises som rene skrivebordsøvelser.

DNB har ikke selv utarbeidet analyser eller modeller som anslår sannsynligheten for at DNB Norge-fondene skulle bli mer lønnsomme i søksmålsperioden enn et sammenlignbart indeksfond. For retten framstår det som et paradoks at banken ser ut til å avvise alle forsøk på å beregne sannsynligheten for meravkastning i fondene, samtidig som banken med tyngde understreker behovet for å vurdere saken med «samtidens briller» på. Etter rettens syn er det ikke mulig å ta stilling til saken med «samtidens briller», uten også å forsøke å modellere fremtiden ut fra datidens kjente forutsetninger. Enten må man ta utgangspunkt i den historiske fasiten og den faktiske mindreavkastningen fondene oppnådde i søksmålsperioden, eller så må man forsøke å beregne sannsynligheten for meravkastning ut fra de parametere som kunne tenkes å påvirke muligheten for slik avkastning. Et av disse parametere er utvilsomt graden av aktiv forvaltning, målt gjennom Active Share og forventet (og senere oppnådd) Tracking Error. Retten utelukker ikke at det også kan finnes andre parametere som påvirker sannsynligheten for framtidig meravkastning i et fond. DNB har imidlertid ikke presentert noen skriftlige analyser som underbygger dette. Dersom den historiske avkastningen i fondene fram til 2010 tilsa at forvaltningen av fondene hadde særlig høy kvalitet, og at dette også ville vedvare, kan ikke retten forstå at det ville være noe til hinder for å innlemme også dette elementet i en framoverskuende modell. DNB har tilgang til betydelige økonomiske fagressurser, både internt og eksternt. Likevel har banken ikke presentert noen alternative modeller som viser hvorfor meravkastning i tidligere perioder skulle være en indikator på framtidig meravkastning. Fraværet av slike alternative modeller tyder etter rettens syn på at DNB har vanskelig for å underbygge sine argumenter empirisk og finansteoretisk.

I tillegg til den mer overordnede innvendingen mot bruken av modeller, har DNB også hatt flere kritiske merknader til de konkrete forutsetningene for Bjerksund og Døskelands framoverskuende modell. Modellen er basert på tre forutsetninger: For det første en forutsetning om fravær av autokorrelasjon, for det andre en forutsetning om normalfordeling og for det tredje en forutsetning om forventet differanseavkastning på null, før kostnadene ved forvaltningen er trukket fra. Beregningen av den sentrale variabelen – Tracking Error – er ikke omstridt. For enkelhets skyld er denne satt til 1,5 % i modellen.

Autokorrelasjon er et mål på sammenhengen mellom avkastningen i de ulike årene. Forutsetningen om fravær av autokorrelasjon har ikke blitt testet av Bjerksund og Døskeland. Slik retten oppfattet de sakkyndige vitnene – blant annet DNBs sakkyndige Anders Løland – er det imidlertid grunn til å tro at denne antakelsen holder når det gjelder søksmålsperioden, men at den ikke holder i årene forut for søksmålsperioden. Retten legger derfor til grunn at utfallet av sannsynlighetsberegningen – som er begrenset til søksmålsperioden – ikke er påvirket av uriktige antakelser om fravær av autokorrelasjon.

Forutsetningen om normalfordeling har blitt testet av Bjerksund og Døskeland, og utfallet av denne testen gir grunn til å tro av avkastningen har vært normalfordelt i søksmålperioden. DNB har ikke hatt innvendinger mot de sakkyndiges test for normalfordeling i den aktuelle perioden, men har derimot gjort et poeng ut av at denne antakelsen om normalitet ikke kan legges til grunn for utviklingen i aksjemarkedene mer generelt. Etter bankens syn var det ikke mulig å forutse at søksmålperioden skulle bli preget av så stabil oppgang som den ble, og den usikkerheten som forelå rundt den økonomiske utviklingen, må derfor også få betydning for sannsynlighetsvurderingen.

Retten har oppfattet de sakkyndige vitnene slik at brudd på forutsetningen om normalfordelt avkastning i aksjemarkedene som oftest vil innebære at sannsynligheten for differanseavkastning øker selv om Tracking Error ikke øker. Trond Døskeland mente at den mest sannsynlige forklaringen på den høye meravkastningen i DNB Norge-fondene i 2008 og 2009 var brudd på forutsetningen om normalfordeling. Ifølge Døskeland oppstod det mye «støy i markedene» under finanskrisen, som innebar at avkastningen ikke lenger fordelte seg normalt. For retten framstår dette som en rimelig forklaring. Rettens utgangspunkt er derfor at den høye meravkastningen i DNB Norge-fondene i årene forut for søksmålperioden i stor grad kan forklares med brudd på antakelsen om normalfordeling. I tillegg er det grunn til å tro at den høye meravkastningen også kan forklares med brudd på antakelsen om fravær av autokorrelasjon. Dette innebærer samtidig at en framoverskuende sannsynlighetsberegning også må ta høyde for at nye perioder med «støy i markedene» og brudd på de oppstilte forutsetningene ville kunne inntruffet. Dersom dette hadde skjedd i søksmålperioden, ville sannsynligheten for både positiv og negativ differanseavkastning ha økt. Retten mener derfor det er riktig å øke anslaget for sannsynlig meravkastning en del opp fra utgangspunktet på 1.27 %, fordi man ved inngangen til søksmålperioden ikke visste hvordan verdensøkonomien og aksjemarkedene ville utvikle seg.

Den siste forutsetningen som ligger til grunn for Bjerksund og Døskelands sannsynlighetsberegning, er forutsetningen om forventet differanseavkastning på null, før kostnadene ved forvaltningen er trukket fra. I rapporten «Sannsynligheten for at et aktivt fond slår et passivt fond», fra oktober 2016, gis det følgende begrunnelse for denne forutsetningen:

Vi velger å anta at forventet brutto aktiv avkastning er lik null. Et finansteoritisk utgangspunkt er teorien om markedseffisiens. Den sier at hvis markedet er effisient, dvs. at all informasjon er reflektert i aksjeprisene, så er det ikke mulig å skape en meravkastning. Men det er slik at hvis noen er dyktigere enn andre, kan man «lure» en avkastning fra disse «dumme» investorene. Vi kan dermed skape en positiv aktiv avkastning (før kostnader) hvis forvalter er dyktig. Når man ser på faktisk oppnådde resultat (empiriske bevis) er det mye forskningslitteratur som viser at aktiv forvaltning før kostnader ligger i gjennomsnitt rundt null. Etter kostnad og risikojustering blir det ofte lavere enn null. Med vår antakelse om forventet brutto aktiv avkastning lik null sier vi at kunden på forhånd ikke vet om man har valgt en forvalter som slår markedet eller ikke. Det kan godt være at forvalter gjør det, men det er like sannsynlig at han ikke gjør det.

DNB har hatt store innvendinger mot denne forutsetningen. Banken har brukt mye ressurser på å vise hvordan forutsetningen er helt sentral for utfallet av sannsynlighetsberegningen. Eksempelvis har banken påpekt at lav Tracking Error vil være mest lønnsomt dersom man i stedet baserer modellen på en forventning om at aktiv forvaltning gjennomgående er mer lønnsomt enn indeksforvaltning. Retten oppfatter at det ikke er noen uenighet om at den valgte forventningsverdien har stor betydning for sannsynlighetsberegningen. Spørsmålet blir derfor om Døskeland og Bjerksund har dekning for sin antakelse om at aktiv forvaltning ikke lønner seg.

DNB har forøkt å imøtegå forutsetningen om null forventet brutto differanseavkastning ved å føre sakkyndige vitner med erfaring fra megler- og forvaltningsbransjen, og ved å dokumentere uttalelser og kronikker fra andre forvaltere som på ulike måter argumenter for at aktiv forvaltning lønner seg. Banken har imidlertid ikke angitt hvilken forventet differanseavkastning den selv mener det ville være mest riktig å legge til grunn i en framoverskuende modell. Banken har heller ikke framlagt noen skriftlig, akademisk analyse som tilsier at det vil være riktigere å basere en sannsynlighetsberegning på en annen forventning enn den Bjerksund og Døskeland har basert sine beregninger på. Bjerksund og Døskeland har på sin side vist til «mye forskningslitteratur som viser at aktiv forvaltning før kostnader ligger i gjennomsnitt rundt null». Tilsvarende synspunkter kommer også fram i en ny, svensk lovutredning – SOU 2016:45 «En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondsmarknad». Her framgår følgende på side 206:

Utöver att en investerare – vid valet av en aktivt förvaltat fond framför en jämförbar indexfond – har förhoppningar på en överavkastning kan det antas att denne har förväntningar på att förvaltaren i fråga är bättre och skickligare än den genomsnittlige förvaltaren på samma marknad, och för detta är beredd att betala en högre förvaltningsavgift. I detta sammanhang bör dock påpekas att forskning på området talar för att om marknaden i fråga är väl analyserad och det finns många placerare som söker efter underprissatta värdepapper är chansen liten att en viss förvaltare skulle vara så mycket bättre än genomsnittet. När det gäller breda aktiefonder som investerar i aktier i ett visst geografiskt område pekar viss forskning på att aktivt förvaltade fonder i genomsnitt inte ger bättre avkastning än index med motsvarande inriktning.

Under henvisning til den forskning som foreligger på området, mener retten at Bjerksund og Døskeland har faglig dekning for sin antakelse om at forventet differanseavkastning vil være null før kostnader er trukket fra. Det må imidlertid poengteres at antakelsen ser ut til å være basert på store tall og gjennomsnittsbetraktninger. Bjerksund og Døskeland har ikke foretatt noen konkret analyse av forventet avkastning i DNB Norge-fondene, sett opp mot for eksempel tidligere oppnådde resultater. Selv om det er høyst usikkert om det er riktig å vektlegge historiske resultater i en framoverskuende sannsynlighetsberegning, synes retten det er vanskelig å se helt bort fra de gode resultatene DNB Norge-fondene oppnådde i flere av årene forut for søksmålsperioden. Også på dette punkt mener retten det derfor vil være riktig å justere sannsynlighetsanslaget en del opp fra utgangspunktet på 1,27 %.

Som det framgår ovenfor, mener retten at usikkerhet knyttet til flere av forutsetningen gjør det riktig å oppjustere Bjerksund og Døskelands sannsynlighetsestimat på 1,27 %. Bjerksund og Døskeland framhevet også selv under sine forklaringer at anslaget var basert på en teoretisk modell som ikke tok hensyn til alle faktorer som vil kunne påvirke sannsynligheten for meravkastning ved aktiv forvaltning. På oppfordring fra retten om å anslå sannsynligheten for at DNB Norge-fondene ville være mer lønnsomme enn DNB Norge indeks i søksmålsperioden – dersom alle målbare og ikke målbare faktorer ble tatt i betraktning – uttalte Trond Døskeland at sannsynligheten i hvert fall ikke var over 10 %. Han presiserte samtidig at dette anslaget var svært «uakademisk».

Etter rettens syn vil oppjusteringen av sannsynlighetsestimatet på 1,27 % bli så skjønnsmessig at det ikke er riktig å fastsette rettens mål på sannsynlighet til et prosenttall. Med ord mener retten det er riktig å beskrive sannsynligheten som liten, men som noe mer enn teoretisk. Dette kan også formuleres på en annen måte: Retten mener det var en reell mulighet for at andelseierne i søksmålsperioden kunne tjene mer på å investere i DNB-Norge fondene enn i et indeksfond, men at denne muligheten ikke var stor.

Oppsummering

Muligheten for meravkastning i et aktivt forvaltet fond står i nødvendig sammenheng med hvor mye forvaltningen avviker fra referanseindeksen. Dersom et fond skal ha mulighet til å tjene inn forvaltningshonoraret, må avvikene være av et visst omfang. Retten mener at avvikenes omfang – eller graden av aktiv forvaltning – måles best gjennom parameterne Active Share og Tracking Error. Målt etter disse parameterne har graden av aktiv forvaltning i DNB Norge-fondene i søksmålsperioden vært 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.

Har andelseierne fått den tjenesten de har betalt for?

Innledning

Andelseierne har betalt for en aktiv forvaltning hvor målsettingen var å skape høyest mulig meravkastning. Retten har ovenfor konkludert med at andelseierne med dette hadde krav på en aktiv forvaltning som skulle avvike fra referanseindeksen. Avvikene måtte i det minste være så store at fondet hadde en reell mulighet for meravkastning. Retten har videre konkludert med at andelseierne i søksmålsperioden har fått en forvaltning som lå tettere på indeksen enn noen andre aktivt forvaltede fond, og hvor muligheten for meravkastning var liten, men like fullt reell. Spørsmålet retten skal ta stilling til nå, er om andelseierne med dette har fått den tjenesten de har betalt for.

Retten finner grunn til å gjenta at konklusjonen om lav grad av aktiv forvaltning ikke kan tas til inntekt for at det bakenforliggende analysearbeidet knyttet til investeringene har vært dårligere i DNB Norge-fondene enn i andre aktive fond. Det har ikke framkommet noen opplysninger som gir retten grunn til å tvile på DNBs forklaring om at avvikene har vært beskjedne fordi forvalterne ikke ønsket om å påføre fondet unødvendig risiko for relativt tap. Spørsmålet er om en forvalter har adgang til å ta seg betalt for aktiv forvaltning når forvalter finner det formålstjenlig å ligge så tett på referanseindeksen som DNB Norge-fondene gjorde i årene 2010 – 2014.

Finanstilsynet konkluderte i sitt pålegg om retting med at andelseierne ikke hadde fått den tjenesten de betalte for:

Det er Finanstilsynets vurdering at den faktiske forvaltningen av DNB Norge over lang tid har avveket betydelig fra det som forutsettes i fondets vedtekter og prospekt, og som investorene er forespeilet. Fondet er forvaltet indeksnært, men tilbudt og priset fra Foretaket som et aktivt forvaltet fond. Foretaket har på denne måten tatt seg betalt for noe det ikke har levert. Slik Foretaket har innrettet forvaltningen av DNB Norge, har ikke Foretaket ivaretatt andelseiernes interesser slik verdipapirfondlovens regler om god forretningsskikk krever.

I etterkant av vedtaket skrev Finanstilsynet en pressemelding om de undersøkelsene som lå til grunn for blant annet pålegget mot DNB. I pressemeldingen gir tilsynet også nærmere uttrykk for de rettslige vurderingene pålegget er basert på:

Finanstilsynet har avdekket at enkelte verdipapirfond i perioden er forvaltet nært referanseindeksen, mens fondene er tilbudt og priset som aktivt forvaltede fond. Finanstilsynet krevde at DNB Asset Management rettet sin forvaltning av Verdipapirfondet DNB Norge i vedtak av 2. mars 2015, og har i brev av 9. mai 2015 kritisert Nordea Funds Ltd for forvaltningen av Verdipapirfondet Nordea Avkastning. Finanstilsynet har ikke funnet grunn til å gi merknader til flere forvaltningsselskaper i denne omgang.

Finanstilsynet har ikke tatt stilling til en bestemt nedre grense for risikotaking i aktivt forvaltede fond, men forutsetter at fondene forvaltes i samsvar med fondsdokumentasjonen og prises på en slik måte at andelseierne gis en reell mulighet til å oppnå meravkastning. Andelseiernes interesser ivaretas ikke godt nok dersom fondene forvaltes så indeksnært at andelseierne, i lys av de kostnader som er forbundet ved å være andelseier i fondet, ikke gis en reell mulighet til meravkastning. Finanstilsynet vil fremover ha oppmerksomhet på at fond som tilbys og prises som aktivt forvaltede fond forvaltes i samsvar med disse kravene til god forretningsskikk.

Slik retten leser Finanstilsynets uttalelser, er pålegget mot DNB begrunnet med at andelseierne ikke var gitt en reell mulighet til å oppnå meravkastning. På dette punktet har retten – som det framkommer ovenfor – en annen vurdering enn tilsynet. Retten mener at andelseierne var gitt en reell mulighet til meravkastning, men at denne muligheten ikke var stor. Det framgår videre av pressemeldingen at Finanstilsynet ikke har ment å ta stilling til om det skal gjelde noen bestemt nedre grense for risikotaking i aktivt forvaltede fond. Dette spørsmålet må retten like fullt ta stilling til, all den tid Forbrukerrådets argument er at forvaltningen har vært for nær på referanseindeksen. Retten kan ikke se at det er mulig å

ta stilling til en slik anførsel uten samtidig å slå fast at det gjelder et minstenivå for graden av aktiv forvaltning. Som tidligere påpekt, er Active Share og Tracking Error de to parameterne som best måler graden av aktiv forvaltning i et fond. Retten mener derfor det er naturlig at drøftelsen formuleres som et spørsmål om disse to målene må være av en viss størrelse for at et fond kan markedsføres og prises som et aktivt forvaltet fond.

For ordens skyld må det gjentas at retten allerede har konkludert med at andelseierne har krav på en grad av aktiv forvaltning som ligger over det nivået som er nødvendig for å skape en reell mulighet for meravkastning. Retten har videre konkludert med at forvaltningen av DNB Norge-fondene har ligget over dette nivået. En nøyaktig formulering av den videre problemstillingen vil derfor være om det gjelder noe minstenivå for grad av aktiv forvaltning utover det nivået som er nødvendig for å gi andelseierne en reell mulighet for meravkastning. For enkelhets skyld vil denne presiseringen ikke alltid bli gjentatt i den videre drøftelsen av minstegrenser for Active Share og Tracking Error.

Saken reiser spørsmål som ikke tidligere har vært prøvd rettslig i Norge. Retten er heller ikke kjent med at problemstillingen har vært vurdert av domstoler i utlandet. Av den grunn er det behov for en prinsipiell tilnærming til saken. Retten mener saken reiser overordnede spørsmål om forholdet mellom domstolen og lovgiver, og om forholdet mellom rettslige reguleringer og markedets egen regulering. Disse overordnede aspektene vil retten komme nærmere tilbake til etter hvert.

Oppstilte minstegrenser for Active Share og Tracking Error

Som tidligere påpekt er det verken i verdipapirfondloven eller tilhørende forskrifter fastsatt noen minstenivåer for graden av relativ risiko i aktiv fondsforvaltning. Det finnes heller ingen bransjenormer med oppstilte minstegrenser for Active Share og Tracking Error. Finanstilsynet har som nevnt ikke hatt noe uttalt ønske om å ta stilling til en bestemt nedre grense for risikotaking, jf. sitatet fra pressemeldingen ovenfor.

Det finnes derimot en del andre kilder hvor man opererer med ulike minstenivåer for Active Share og Tracking Error for aktivt forvaltede fond. Retten vil i det følgende se nærmere på hva som kan utledes av disse kildene.

Active Share ble introdusert som et mål på aktiv forvaltning i 2009 av de to Yale-professorene Cremers og Petajisto i artikkelen «How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance». I artikkelen klassifiseres fond med en Active Share på under 20 % som rene indeksfond, mens fond med en Active Share på mellom 20 og 60 % klassifiseres som skapindeksfond. I henhold til denne klassifiseringen ville DNB Norge-fondene i søksmålsperioden vært rene indeksfond, mens DNB Norge ville vært et skapindeksfond etter at DNB rettet seg etter Finanstilsynets pålegg. Cremers og Petajistos forskning er basert på data fra amerikanske fond og aksjemarkeder, og retten oppfatter at det langt på vei er enighet mellom DNB og Forbrukerrådet om at klassifiseringen i denne

artikkelen har liten overføringsverdi til saken om DNB Norge-fondene. Dette er også retten enig i.

EUs Finanstilsyn, ESMA, ga i februar 2016 ut et «Supervisory work on potential closet index tracking». I uttalelsen går ESMA gjennom graden av aktiv forvaltning i et utvalg på over tusen fond fra ulike EU-land. ESMA oppstiller deretter terskelverdier for det tilsynet omtaler som «Potential equity closet indexing funds». Terskelverdiene for fond som opererer i mindre aksjemarkeder, er en Active Share på 50 % og en Tracking Error på 3 %. Blant fondene i ESMAAs utvalg ble 5 % kategorisert som «Potential equity closet indexing funds».

DNB og Forbrukerrådet er uenige om hva som kan utledes av ESMAAs uttalelse. Det er på det rene at DNB Norge-fondene faller innenfor kategorien «Potential equity closet indexing funds» med svært god margin, og spørsmålet er derfor om hvilke konsekvenser en slik klassifisering har for andelseiernes krav om tilbakebetaling av honorar.

Det framgår av uttalelsen at ESMAAs formål har vært «to inform stakeholders and especially investors about the potential for some European collective investment funds to be “closet index trackers”». ESMA framhever betydningen av at EU, sammen med nasjonale myndigheter, til enhver tid sørger for at regelverket på området er tilfredsstillende, og at det overholdes. Med hensyn til klassifiseringen av potensielle skapindeksfond, presiserer ESMA at denne bare kan være «a first step in the investigation of closet indexing». Det er ikke klart angitt hva som skal være de videre stegene i undersøkelsen, men uttalelsen inneholder mange anbefalinger. Generelt legger ESMA stor vekt på hvilken informasjon som er gitt om forvaltningen i investorinformasjonen.

En av ESMAAs anbefalinger er at investorer sammenligner ulike fond, og at man også ser hen til det aktuelle fondets tidligere oppnådde resultater:

When considering an investment in a UCITS equity fund, regardless of the style of the fund management, investors may also wish to compare the key elements of the product to those of a number of other products (including some that adopt a different management style.) Although past performance is not a reliable guide to future returns, there may also be value in assessing whether a fund has been able to achieve the objectives referred to in the fund documentation.

Dersom denne anbefalingen skulle blitt fulgt for DNB Norge-fondene, ville en investor som i begynnelsen av søksmålsperioden hadde undersøkt og vektlagt tidligere resultater, konkludert med at fondene stort sett hadde hatt god måloppnåelse med tanke på meravkastning.

ESMA fremhever også at en av betenkelighetene med skapindeksfond er at fondene ved å ligge tett på indeks «[are] implementing an investment strategy which requires less input from the investment manager». Som tidligere påpekt, har det i vår sak ikke vært hevdet at DNB har lagt mindre innsats i sin indekxnære forvaltning enn hva andre forvaltere, med høyere grad av aktiv forvaltning, har gjort.

Selv om DNB Norge-fondene i søksmålsperioden lå svært langt under ESMA's oppstilte grenser for potensielle skapindeksfond, er ikke retten overbevist om at ESMA's konklusjon etter ytterligere undersøkelser ville vært at forvaltningen av fondene hadde vært i strid med forvaltningsoppdraget. Det er også lite i ESMA's uttalelse som tyder på at ESMA har hatt tilbakebetaling av honorar i tankene ved oppstillingen av terskelverdiene. Retten legger til grunn at formålet med uttalelsen – og de oppstilte terskelverdiene – først og fremst har vært å veilede tilsynsmyndigheter og investorer med tanke på framtidige tiltak og investeringer.

Retten er følgelig enig med DNB i at ESMA's uttalelse ikke gir andelseierne sterk støtte i deres anførsel om at de ikke har fått den tjenesten de har betalt for.

ESMA-kriteriene har senere blitt lagt til grunn som retningsgivende av danske finansmyndigheter i deres videre undersøkelser av det danske fondsmarkedet. Undersøkelsene har imidlertid ikke resultert i noen reaksjoner fra det danske finanstilsynet overfor enkeltfond, til tross for at flere danske fond var potensielle skapindeksfond etter ESMA's klassifisering.

Som tidligere nevnt har et svensk lovutvalg (SOU 2016:45 «En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondsmarknad») blant annet vurdert om fondsforvaltere bør være pliktige til å gi investorene informasjon om graden av aktivitet (Active Share) i fondet. Utvalget peker på flere betenkeligheter med en slik regel:

Det torde alltså inte vara den högre risken (hög Active share) i sig som, av den genomsnittliga fondspararen, anses vara värd en högre avgift, utan snarare en skicklig förvaltning i syfte att uppnå överavkastning. Av senare tids forskningsresultat framgår att nyckeltalet Active share som sådant inte kan användas för att hitta framgångsrika fonder; hög Active share är inte nödvändigt för en högre avkastning än den som fondens jämförelseindex ger, utan det kan vara tillräckligt med en andel under tio procent, om förvaltaren lyckas undvika de aktier som utvecklats sämst. [...]

Av det anförda framgår ett antal potentiella svårigheter som är sammankopplade med nyckeltalet Active share.

DNB har lagt stor vekt på disse uttalelsene i sin argumentasjon. Retten er enig i at uttalelsen ovenfor gir støtte til DNBs poeng om at lav Active Share fortsatt kan gi meravkastning dersom det er kvalitet i forvaltningen. Etter rettens syn kan betydningen av denne uttalelsen likevel ikke trekkes for langt. Mandatet til det svenske lovutvalget var begrenset til å vurdere hvilken standardinformasjon fondskundene skulle ha krav på. Vår sak handler om hvorvidt kundene har fått den tjenesten de er lovet. Det svenske lovutvalget er åpne for at Active Share – i en slik sammenheng – kan være et relevant vurderingskriterium:

En rådgivare som rekommenderar en aktivt förvaltd fond som är mycket lik en indexfond och således inte kan förväntas ge högre avkastning framför en indexfond med samma inriktning, men med lägre avgift, torde varken uppfylla sin skyldighet att iaktta konsumentens intresse eller sin skyldighet att lämna råd som är lämpliga med

utgangspunkt i konsumentens syfte med plasseringen (om nu inte konsumentens syfte varit att få så dålig nettoavkastning som möjligt). Konsekvenserna för en rådgivare som agerar så kan bli både näringsrättsliga (ingripanden från Finansinspektionen mot företaget i fråga) och civilrättsliga (skadeståndsskyldighet mot kunderna). Genom att rådgivarna, med stöd av befintliga regler, måste ta hänsyn till måttet Active share när de hjälper kunder att välja fonder, gör måttet nytta även för de konsumenter som inte själva förstår vad måttet betyder.

Det svenske lovutvalget tilkjenner også i utredningen at utvalget er kjent med det norske finanstilsynets pålegg overfor DNB, og presiserer at «[I]agstiftningen i Norge och Danmark i fråga om tillsyn och ingripanden överensstämmer med den svenska. Det finns således bestämmelser om ingripandemöjligheter för Finansinspektionens för det fall informationskraven inte följs på korrekt sätt.»

I tillegg til de utenlandske kildene om minstegrenser er det på det rene at også DNB selv, i ulike interne styringsdokumenter, har operert med måltall for Tracking Error som banken ikke har innfridd, verken i søksmålsperioden eller årene forut for denne. Avvikene har blant annet vært problematisert av bankens internrevisjon. Finanstilsynet har også tidligere – i 2007 – stilt kritiske spørsmål til DNB om fondenes lave tall for Tracking Error. Det faktum at banken stiller seg interne mål – og senere har et bevisst forhold til manglende måloppnåelse – er etter rettens syn ikke et tungtveiende argument for at banken ikke har ytt den tjenesten kundene har krav på.

Samlet sett mener retten at det kan trekkes noen slutninger fra de ulike minstegrensene for Active Share og/eller Tracking Error som er oppstilt og diskutert i akademisk litteratur, i uttalelsen fra ESMA, i andre nordiske land og også internt i DNB. For det første mener retten det kan utledes at Active Share og Tracking Error er anerkjente mål på graden av aktiv forvaltning i et fond. For det andre mener retten at uttalelsene – som i stor grad er basert på empiriske undersøkelser – tydelig viser at DNB Norge-fondene har hatt en langt lavere grad av aktiv forvaltning enn det som har vært vanlig i andre fond. Det faktum at DNB Norge-fondene ser ut til å ligge nederst på alle lister, innebærer imidlertid ikke at fondene dermed kan sies å ha ligget for langt nede. Retten kan ikke se at noen av de nevnte uttalelsene om minstegrenser gir andelseierne klar støtte for at de ikke har fått den tjenesten de har betalt for. Samtidig kan uttalelsene heller ikke tas til inntekt for det motsatte. Rettens konklusjon er derfor at saken ikke kan løses under henvisning til de uttalelser som foreligger om minstegrenser for Active Share og Tracking Error i økonomisk litteratur, tilsynsuttalelser og/eller uttalelser/praksis fra andre nordiske land.

Spekulasjonselementet

Etter rettens syn må også betraktninger om risiko ved spekulasjon inngå i en drøftelse av spørsmålet om andelseierne har fått den tjenesten de har betalt for. Blant småsparere og investorer vil det være ulike oppfatninger om hva slags risiko og avkastningsmuligheter som er ønskelig i et fond. For noen investorer vil relativt tap oppfattes som et onde som ikke veies opp av tilsvarende utsikter til relativt gevinst. For andre investorer vil situasjonen

være den motsatte. Det må imidlertid antas at personer som velger aktiv forvaltning, og som forstår hva de velger, ønsker en viss relativ risiko. I motsatt fall kunne de like gjerne investert i et indeksfond. Derimot er det vanskelig å vite hvor stor relativ risiko gjennomsnittsspareren i DNB Norge-fondene har ønsket seg. Som DNB har påpekt, er det godt mulig at en del andelseiere har ønsket liten relativ risiko – og at de først og fremst har vært opptatt av hva DNBs forvaltere kunne gjøre ut av de små avvikende posisjonene som ble tatt. De andelseierne som har ønsket små avvik fra referanseindeksen, har fått den tjenesten de har betalt for. Ut fra det som foreligger av økonomisk forskning, og som både Bjerksund/Døskeland og den svenske lovutredningen henviser til, kan det stilles spørsmål om hvor veloverveid en slik tro på enkeltforvalteres prestasjoner vil være. I samfunnet er det likevel stor aksept for at folk må kunne disponere egne midler i tiltro til denne type antakelser og overbevisninger. Den generelle holdningen i rettssystemet er også at den enkelte bærer risikoen for egen spekulasjon.

Dommen fra Høyesteretts storkammer i Røeggensaken (Rt 2013 side 388) handlet om revisjon etter avtaleloven § 36 av avtaler om lånefinansierte, strukturelle spareprodukter. Det rettslige vurderingstemaet var dermed et annet enn i vår sak. I dommen er det likevel uttalelser av mer allmenngyldig karakter om hvordan avtaler som inneholder elementer av spekulasjon, skal vurderes i etterkant. I avsnitt 55 tar Høyesterett følgende utgangspunkt:

Avtaler som inneholder elementer av spekulasjon eller risiko, kan ikke settes til side alene av den grunn at risikoen slår til. En investor må selv bære risikoen for egne forventninger om markedsutviklingen og lignende antagelser om fremtiden, så langt disse ikke er basert på villedende informasjon fra motparten. Og det må videre kunne legges til grunn at investor er kjent med helt grunnleggende forhold knyttet til investeringer, jf. Fokus Bank-dommen, Rt-2012-1926, avsnitt 58 til 60.

Forbrukerrådet mener at det ikke er rom for betraktninger rundt risiko for spekulasjon i vår sak, fordi andelseierne ikke krever erstatning for utfallet av forvaltningen. Det er retten ikke enig i. Hvorvidt et aktivt fond vil slå et indeksfond med relativt liten grad av aktiv forvaltning, avhenger av aksjekursens utvikling i de avvikende disposisjonene som tas i forvaltningen av fondet. Noen investorer kan være villig til å betale høyt honorar til sin fondsforvalter, fordi de har særlig tro på at nettopp denne forvalteren vil kunne skape meravkastning gjennom små og vellykkede avvik fra indeksen. Investorens valg av fond og forvalter vil i så fall innebære et klart element av spekulasjon. Høyesteretts utgangspunkt om at investoren selv bærer risikoen for egne forventninger om markedsutviklingen, er derfor overførbart også til spørsmålet om andelseierne har fått den tjenesten de har betalt for.

Forholdet mellom domstolen og lovgiver

Retten går så over til å drøfte det mer overordnede spørsmålet om det er domstolene eller lovgiver som bør innføre eventuelle minstekrav til graden av aktiv forvaltning. En konklusjon om at andelseierne ikke har fått tjenesten de har betalt for, vil innebære at det

innføres slike minstekrav. Rettens vurdering er derfor at en dom i andelseiernes favør vil være mer rettsskapende enn en dom i DNBs favør.

Det er vanskelig å finne rettskilder som sier noe håndfast og retningsgivende om hvor grensen mellom domstolen og lovgivers virksomhet bør gå i en sak som dette. I artikkelen «Samspeillet mellom lovgiverne og Høyesterett» (2015), gir imidlertid professor Inge Lorange Backer følgende beskrivelse av domstolens rettsskapende virksomhet på privatrettens område de seneste tiårene:

For rettsspørsmål som gjelder forholdet mellom private, har domstolene ansett seg friere til å skifte sol og vind mellom rettigheter og plikter i mangel av lovregulering. Viktige deler av privatretten ble utviklet gjennom rettspraksis før den senere i stor grad ble kodifisert. Noen områder er fortsatt preget av domstolskapt rett, fordi lovgiverne har funnet den hensiktsmessig og lovgivning lite egnet til å regulere feltet, eller fordi lovgiverne ikke har avsatt tid og ressurser til lovregulering på området.

Finnes det en detaljert lovregulering på et privatrettslig område, eller det er tale om å oppstille skarpt tilskårne regler på fritt grunnlag eller ved analogi fra andre lovbestemmelser, er Høyesterett som oftest tilbakeholdende og overlater spørsmålet til lovgiverne. Ofte sies det slik at det er tale om å oppstille regler av «positivrettslig karakter».

Det samme poenget sammenfattes senere slik:

Gjelder det å skape ny rett på et område med omfattende lovregulering, foretar Høyesterett lettere en utfylling som gir god sammenheng med lovens regler, men vanskelig en rettsendring i en retning som loven ikke har spor av.

Det finnes i dag ingen lovbestemmelser som sier noe om hvor store avvikene må være fra referanseindeksen i aktivt forvaltede fond. Verdipapirfondloven har heller ingen tilgrensende bestemmelser som det vil være naturlig å fylle ut med slike minstegrenser. Med Backers ord mener retten derfor at en innføring av minstekrav til avvik – utover de avvik som er nødvendige for å gi en reell mulighet for meravkastning – vil være en «rettsendring i en retning som loven ikke har spor av».

I tillegg til at domstolene ikke har tradisjon for å drive rettsskapende virksomhet av positivrettslig karakter, mener tingretten det også er flere andre betenkeligheter ved å innføre en domstolskapt grense for Active Share og Tracking Error. DNB har framhevet at domstolen bør avstå fra å innføre «prisregulering med tilbakevirkende kraft». Rettens betenkeligheter har ikke først og fremst sammenheng med en frykt for urimelig tilbakevirkning. Dersom retten hadde følt seg trygg på at en regel om minstekrav til grad av aktiv forvaltning hadde vært en god og ønsket regel, ville ikke hensynet til DNBs behov for forutberegnelighet hindret retten fra å anvende den. DNB har i hele søksmålsperioden vært klar over at forvaltningen av DNB Norge-fondene lå uvanlig tett på indeks, og at dette var et forhold som banken risikerte å bli kritisert for. I tillegg er det liten tvil om at DNB har tjent svært mye penger på forvaltningsoppdraget. I lys av dette framstår det ikke urimelig at brudd med en eventuell minstegrense først ble konstatert av domstolene i etterkant, med tilhørende pålegg om tilbakebetaling. Rettens betenkeligheter med å innføre

en domstolskapt grense, skyldes derfor først og fremst en usikkerhet knyttet til om en slik regel er godt nok utredet, og om den er politisk ønsket.

DNB og bankens sakkyndige har hevdet at en minstegrense for graden av aktiv forvaltning vil påvirke det norske aksjemarkedet, og at slike virkninger bør utredes før en eventuell grense innføres. Blant annet mener banken at man vil kunne få en vridning av etterspørselen etter aksjer i mindre selskaper. Forbrukerrådet mener DNB overdramatiserer konsekvensene. Retten er langt på vei enig med Forbrukerrådet i dette. Den minstegrensen som eventuelt ville bli innført ved en dom i andelseiernes favør, er en grense som ingen aktive forvaltere av norske fond har ligget under – eller i nærheten av – i etterkant av Finanstilsynets pålegg overfor DNB. Retten har derfor vanskelig for å se at en innføring av en slik minstegrense vil kunne få store utslag i det norske aksjemarkedet.

Det er imidlertid andre spørsmål knyttet til innføringen av en minstegrense for Active Share og Tracking Error som retten mener fortjener en bedre utredning. For retten er det særlig uklart om en minstegrense for grad av aktiv forvaltning bør oppstilles som en absolutt grense, eller om det bør være en relativ grense som avhenger av størrelsen på forvaltningshonoraret. Dette er et spørsmål retten vil måtte ta stilling til dersom den gir andelseierne medhold, blant annet når presentsatsen for tilbakebetalingskravet skal fastsettes. Retten oppfattet at Forbrukerrådets sakkyndige var noe delt i sitt syn på dette spørsmålet. Retten ser betenkeligheter ved begge varianter. En absolutt minstegrense for graden av aktiv forvaltning medfører samtidig at det er nødvendig å fastsette absolutte tall for hvilket maksimale forvaltningshonorar som kan kreves i fond som ikke er aktivt forvaltet. Denne type firkantede reguleringer bidrar sjeldent til effektive markedsforhold. En relativ grense for graden av aktiv forvaltning vil på den annen side innebære at den maksimale størrelsen på forvaltningshonoraret avhenger av graden av aktiv forvaltning, målt gjennom for eksempel Active Share. Sett i lys av de mange innvendinger som har framkommet, blant annet hos det svenske lovutvalget, når det gjelder spørsmålet om hvorvidt investorer generelt er tjent med høy Active Share, framstår det også problematisk å gjøre prisen på tjenesten til en funksjon av nettopp denne variabelen. Retten mener disse problemstillingene tilsier at innretningen på en mulig minstegrense bør drøftes i en ordinær lovutrednings- og høringsprosess.

Innvendingene som er nevnt ovenfor, medfører at retten også er i tvil om det vil være lovgivers ønske å innføre en minstegrense for Active Share og Tracking Error i aktivt forvaltede fond. En slik grense vil, uavhengig av om den blir absolutt eller relativ, fungere som en form for prisregulering. Retten er av den oppfatning at samfunnet vil kunne være tjent med mekanismer som bidrar til at fondsforvaltere ikke tjener så gode penger på sine forvaltningsoppdrag som det DNB har gjort med DNB Norge-fondene. I den grad lovgiver også skulle mene dette, er det likevel usikkert om lovgiver vurderer at behovet for å redusere honorarene er særlig stort for fond som forvaltes indekxnært, eller om det kan sies å gjelde forvaltningshonorarene mer generelt. Det er også høyst usikkert om lovgiver vil mene at den beste mekanismen for å sikre lavere honorarer er å regulere disse honorarene direkte gjennom bestemmelser som setter honoraret i sammenheng med graden av aktiv forvaltning. Som oftest er lovgivers holdning at urimelig høye priser reguleres best ved å

sikre at markedet og konkurransen fungerer så effektivt som mulig. Dette er også et overordnet aspekt ved saken som retten nå vil gå over til å drøfte.

Forholdet mellom rettslig regulering og markedets egen regulering

Alternativet til en rettslig regulering av størrelsen på forvaltningshonoraret, er markedets egen regulering av prisene på tjenesten. En tjeneste som er høyt priset sett i forhold til kvaliteten og alternativene, vil bli lite etterspurt i et velfungerende marked. Retten har tidligere konkludert med at sannsynligheten var liten for at DNB Norge-fondene skulle være mer lønnsomme enn et indeksfond i søksmålsperioden. Dersom denne konklusjonen er riktig – og markedet hadde fungert som det skulle – burde de dårlige utsiktene til meravkastning ha ført til at andelseiere flyttet penger ut av fondene, og over i for eksempel DNB Norge indeks. Alternativt kunne man sett for seg at andelseierne flyttet pengene over i et fond med større grad av aktiv forvaltning. Dette har imidlertid i liten grad skjedd. Det er derfor naturlig å stille spørsmål ved om det er problemer med markedsmekanismen som tilsier at det er behov for en rettslig regulering av størrelsen på forvaltningshonoraret.

Flere av de sakkyndige vitnene har pekt på én mulig årsak til at andelseierne valgte å bli værende i DNB Norge-fondene i søksmålsperioden, til tross for høye honorarer og lav grad av aktiv forvaltning: Fondene hadde høy total avkastning i flere av årene etter årtusenskiftet. Mange av andelseierne har hatt penger i fondene i flere år. Slik skattereglene tidligere var innrettet, ville disse andelseierne måtte skatte av den gevinsten de hadde oppnådd dersom de valgte å flytte pengene over i et annet fond. Skattereglene – kombinert med høy historisk avkastning – kan følgelig ha hatt en viss «innlåsingseffekt» på investeringene, som har ført til at markedet ikke har fungert optimalt. Etter dagens regler om aksjesparekonto vil gevinst ved salg av fondsandeler være fritatt for skatt så sant pengene reinvesteres i andre fond eller aksjer. Det er derfor grunn til å tro at investorer for fremtiden vil kunne bli mindre låst til de fond de opprinnelig har valgt, og at markedet på denne måten vil være bedre egnet til selv å regulere prisen på forvaltningsoppdraget.

En annen utfordring med markedsmekanismen er at den forutsetter full informasjon og rasjonalitet hos investorene. Forbrukerrådet og DNB har ulike syn på hvor enkelt det er for småsparere å orientere seg i fondsmarkedet. DNB beskriver markedet som gjennomskiktig, og sparing i fond som et relativt enkelt produkt. Forbrukerrådet har framhevet at innholdet i forvaltningstjenesten framstår svært komplisert, og har underbygget dette med å vise til de mange vanskelige spørsmålene den etterfølgende rettssaken har reist.

Retten legger til grunn at sentral informasjon har vært tilgjengelig for andelseierne i hele perioden. Størrelsen på forvaltningshonoraret har vært kjent, og graden av aktiv forvaltning har vært relativt synlig gjennom blant annet grafer som sammenstiller utviklingen til det aktuelle fondet og utviklingen til referanseindeksen. Et annet spørsmål er hvor klare slutninger det har vært mulig for den jevne andelseier å trekke ut av dette. Etter rettens syn kan det ikke forventes at vanlige småsparere klarer å legge noe fornuftig innhold i begreper som Active Share eller Tracking Error, eller at de har grunnlag for å foreta den type

sannsynlighetsberegninger som Forbrukerrådets sakkyndige har utarbeidet. Det er grunn til å tro at brudd på forutsetningen om full informasjon og rasjonalitet hos investorene, er en viktig del av forklaringen på at DNB kunne opprettholde et forvaltningshonorar på 1,8 % i DNB Norge-fondene i hele søksmålsperioden, selv om forvaltningen av fondene lignet så mye på DNB Norge indeks, med 0,3 % i forvaltningshonorar. Antakelig er dagens sparere – knappe ti år etter innføringen av norske indeksfond – bedre orientert om fordelene og ulempene ved aktiv forvaltning, særlig sammenholdt med indeksfond. For fremtiden kan man derfor anta at markedet vil være bedre i stand til selv å regulere prisen på indekxnær forvaltning. Behovet for rettslige reguleringer av forvaltningshonoraret vil i så fall være avtakende.

Konklusjon

Graden av aktiv forvaltning i et fond måles best gjennom parameterne Active Share og Tracking Error. Det finnes flere utenlandske kilder som oppstiller ulike minstegrensere for disse parameterne i aktivt forvaltede fond. DNB Norge-fondene lå i søksmålsperioden under alle de anbefalte minstegrensene som har blitt oppstilt. De aktuelle kildene gir imidlertid begrenset veiledning for spørsmålet om forvaltningen av DNB Norge-fondene som en konsekvens av dette har vært i strid med forvaltningsoppdraget.

Etter en samlet vurdering finner retten ikke grunnlag for å konkludere med at andelseierne ikke har fått den ytelsen de har betalt for. Retten mener andelseierne har hatt krav på en grad av aktiv forvaltning som ga dem en reell mulighet for meravkastning. En slik forvaltning har de også fått. Utover dette bør ikke domstolene, etter rettens syn, oppstille noen regel om minstegrense for graden av aktiv forvaltning. Retten mener en slik minstegrense vil være en regel av så positivrettslig karakter at den eventuelt må innføres av lovgiver. Gjennom en lovgivningsprosess vil man få utredet om en minstegrense er ønsket, og hvordan den i så fall bør innrettes. Det er også grunn til å tro at man gjennom en slik prosess også vil kunne få utredet markedets egen evne til å regulere størrelsen på forvaltningshonoraret.

Forbrukerrådet har anført at retten ikke kan frifinne DNB under henvisning til at lovgiver bør løse de spørsmål saken reiser. En slik henvisning til lovgiver vil, etter rådets oppfatning, være til liten trøst for de andelseierne som har hatt sine penger plassert i DNB Norge-fondene i årene 2010-2014. Sett i lys av denne anførselen, finner retten grunn til å knytte noen avsluttende kommentarer til rimeligheten i rettens konklusjon overfor de andelseierne som utgjør gruppen av saksøkere.

Retten legger til grunn at det er mange forskjeller mellom de 180 000 andelseierne som har hatt andeler i DNB Norge-fondene i søksmålsperioden. Det er på det rene at en del av saksøkerne har tjent mer på å ha pengene i DNB Norge-fondene enn i et indeksfond med lavere forvaltningshonorar. Retten synes ikke det er urimelig at disse andelseierne ikke kan kreve deler av honoraret tilbakebetalt. Videre er det på det rene at en del andelseiere – blant dem flere av DNBs egne fondsforvaltere – har valgt å plassere pengene i DNB Norge-fondene under full kunnskap om graden av aktiv forvaltning og sammenhengen

mellom denne og forvaltningshonoraret. Denne gruppen av fullt informerte investorer har fått den tjenesten de betalte for. Retten synes heller ikke det er urimelig at disse andelseierne ikke kan kreve deler av honoraret tilbakebetalt. Dersom det i gruppen av saksøkere også skulle finnes andelseiere som er påført et tap fordi de har blitt forledet av DNB til å kjøpe aktiv forvaltning, mens de egentlig ønsket indeksforvaltning, framstår situasjonen derimot mer urimelig. Det samme kan sies om andelseiere som ønsket en høy relativ risiko, og som ikke fikk god nok informasjon om hvordan fondene faktisk ble forvaltet. Disse gruppene av andelseiere vil likevel ikke stå uten rettslig vern dersom gruppesøksmålet ikke fører fram. Avtaleloven § 36 og/eller det ulovfestede informasjonsansvaret vil være rettsgrunnlag som kan tenkes å hjemle et krav om erstatning/tilbakebetaling fra andelseiere som har blitt villedet av DNB, og som har lidd tap på grunn av dette, jf. for eksempel Rt 2013 side 388 (Røeggen). Disse rettsgrunnlagene er imidlertid ikke påberopt av Forbrukerrådet, og dette har sin naturlige forklaring i den prosessformen som er valgt. Et søksmål etter avtaleloven § 36 fordrer konkrete vurderinger av den enkelte andelseiers sak, og vil derfor være dårlig egnet for gruppesøksmål. De begrensningene som følger av gruppesøksmålsformen, kan imidlertid ikke bli styrende for rettens vurdering av om andelseierne kan vinne fram med de rettsgrunnlag som er påberopt.

Kravet fra Forbrukerrådet er basert på en forutsetning om at ingen av andelseierne har fått den tjenesten de har betalt for. Denne anførselen har ikke ført fram, og det er derfor ikke nødvendig for retten å ta nærmere stilling til om de øvrige vilkårene for prisavslag/erstatning er oppfylt.

Rettens konklusjon blir etter dette at DNB frifinnes.

Sakskostnader

I gruppesøksmål er det grupperepresentanten – det vil her si Forbrukerrådet – som svarer for de sakskostnader gruppens motpart måtte bli tilkjent. For øvrig gjelder tvistelovens vanlige sakskostnadsregler også i gruppesøksmål.

Andelseierne har tappt saken, og lovens klare hovedregel er at den tapende part skal dekke motpartens sakskostnader. Etter tvisteloven § 20-2 tredje ledd, kan det gjøres unntak fra denne hovedregelen dersom «tungtveiende grunner gjør det rimelig». Det skal i vurderingen blant annet legges vekt på «om det var god grunn til å få saken prøvd fordi den var tvilsom eller først ble bevismessig avklart etter saksanlegget». Retten har kommet til at det foreligger tungtveiende grunner som tilsier at Forbrukerrådet bør fritas for sakskostnadsansvar. Saken har reist prinsipielle rettslige spørsmål som ikke tidligere har vært prøvd av domstolene. På bakgrunn av Finanstilsynets vedtak og de utredningene som er fremlagt i saken, hadde Forbrukerrådet god grunn til å reise sak på vegne av andelseierne. I den samlede vurderingen har retten også lagt noe vekt på at DNBs inntekter fra den omtvistede fondsforvaltningen har vært svært høye.

Dommen er ikke avsagt innen lovens frist på to uker. Dette skyldes sakens omfang, juleferien og en annen hovedforhandling.

DOMSSLUTNING:

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

Retten hevet

Ingebjørg Tønnessen

Rettledning om ankeadgangen i sivile saker vedlegges.

Veiledning om anke i sivile saker

I sivile saker er det reglene i tvisteloven kapitler 29 og 30 som gjelder for anke. Reglene for anke over dommer, anke over kjennelser og anke over beslutninger er litt ulike. Nedenfor finner du mer informasjon og veiledning om reglene.

Ankefrist og gebyr

Fristen for å anke er én måned fra den dagen avgjørelsen ble gjort kjent for deg, hvis ikke retten har fastsatt en annen frist. Disse periodene tas ikke med når fristen beregnes (rettsferie):

- fra og med siste lørdag før palmesøndag til og med annen påskedag
- fra og med 1. juli til og med 15. august
- fra og med 24. desember til og med 3. januar

Den som anker, må betale behandlingsgebyr. Du kan få mer informasjon om gebyret fra den domstolen som har behandlet saken.

Hva må ankeerklæringen inneholde?

I ankeerklæringen må du nevne

- hvilken avgjørelse du anker
- hvilken domstol du anker til
- navn og adresse på parter, stedfortredere og prosessfullmektiger
- hva du mener er feil med den avgjørelsen som er tatt
- den faktiske og rettslige begrunnelsen for at det foreligger feil
- hvilke nye fakta, bevis eller rettslige begrunnelser du vil legge fram
- om anken gjelder hele avgjørelsen eller bare deler av den
- det kravet ankesaken gjelder, og hvilket resultat du krever
- grunnlaget for at retten kan behandle anken, dersom det har vært tvil om det
- hvordan du mener at anken skal behandles videre

Hvis du vil anke en tingrettsdom til lagmannsretten

Dommer fra tingretten kan ankes til lagmannsretten. Du kan anke en dom hvis du mener det er

- feil i de faktiske forholdene som retten har beskrevet i dommen
- feil i rettsanvendelsen (at loven er tolket feil)
- feil i saksbehandlingen

Hvis du ønsker å anke, må du sende en skriftlig ankeerklæring til den tingretten som har behandlet saken. Hvis du fører saken selv uten advokat, kan du møte opp i tingretten og anke muntlig. Retten kan tillate at også prosessfullmektiger som ikke er advokater, anker muntlig.

Det er vanligvis en muntlig forhandling i lagmannsretten som avgjør en anke over en dom. I ankebehandlingen skal lagmannsretten konsentrere seg om de delene av tingrettens avgjørelse som er omtvistet, og som det er knyttet tvil til.

Lagmannsretten kan nekte å behandle en anke hvis den kommer til at det er klart at dommen fra tingretten ikke vil bli endret. I tillegg kan retten nekte å behandle noen krav eller ankegrunner, selv om resten av anken blir behandlet.

Retten til å anke er begrenset i saker som gjelder formuesverdi under 125 000 kroner
Hvis anken gjelder en formuesverdi under 125 000 kroner, kreves det samtykke fra lagmannsretten for at anken skal kunne bli behandlet

Når lagmannsretten vurderer om den skal gi samtykke, legger den vekt på

- sakens karakter
- partenes behov for å få saken prøvd på nytt
- om det ser ut til å være svakheter ved den avgjørelsen som er anket, eller ved behandlingen av saken

Hvis du vil anke en tingretts kjennelse eller beslutning til lagmannsretten

En *kjennelse* kan du som hovedregel anke på grunn av

- feil i de faktiske forholdene som retten har beskrevet i kjennelsen
- feil i rettsanvendelsen (at loven er tolket feil)
- feil i saksbehandlingen

Kjennelser som gjelder saksbehandlingen, og som er tatt på bakgrunn av skjønn, kan bare ankes dersom du mener at skjønnsutøvelsen er uforsvarlig eller klart urimelig.

En *beslutning* kan du bare anke hvis du mener

- at retten ikke hadde rett til å ta denne typen avgjørelse på det lovgrunnlaget, eller
- at avgjørelsen åpenbart er uforsvarlig eller urimelig

Hvis tingretten har avsagt dom i saken, kan tingrettens avgjørelser om saksbehandlingen ikke ankes særskilt. Da kan dommen isteden ankes på grunnlag av feil i saksbehandlingen.

Kjennelser og beslutninger anker du til den tingretten som har avsagt avgjørelsen. Anken avgjøres normalt ved kjennelse etter skriftlig behandling i lagmannsretten.

Hvis du vil anke lagmannsrettens avgjørelse til Høyesterett

Høyesterett er ankeinstans for lagmannsrettens avgjørelser.

Anke til Høyesterett over *dommer* krever alltid samtykke fra Høyesteretts ankeutvalg. Samtykke gis bare når anken gjelder spørsmål som har betydning utover den aktuelle saken, eller det av andre grunner er særlig viktig å få saken behandlet av Høyesterett. Anke over dommer avgjøres normalt etter muntlig forhandling.

Høyesteretts ankeutvalg kan nekte å ta anker over *kjennelser* og *beslutninger* til behandling. Hvis de blir tatt til behandling, er det som regel hvis spørsmålet har betydning utover den aktuelle saken, hvis andre hensyn taler for at anken bør prøves, eller hvis saken reiser omfattende bevisspørsmål.

Når en anke over kjennelser og beslutninger i tingretten er avgjort ved kjennelse i lagmannsretten, kan avgjørelsen som hovedregel ikke ankes videre til Høyesterett.

Anke over lagmannsrettens kjennelser og beslutninger avgjøres normalt etter skriftlig behandling i Høyesteretts ankeutvalg.

Veiledning om anke i sivile saker

I sivile saker er det reglene i tvisteloven kapitler 29 og 30 som gjelder for anke. Reglene for anke over dommer, anke over kjennelser og anke over beslutninger er litt ulike. Nedenfor finner du mer informasjon og veiledning om reglene.

Ankefrist og gebyr

Fristen for å anke er én måned fra den dagen avgjørelsen ble gjort kjent for deg, hvis ikke retten har fastsatt en annen frist. Disse periodene tas ikke med når fristen beregnes (rettsferie):

- fra og med siste lørdag før palmesøndag til og med annen påskedag
- fra og med 1. juli til og med 15. august
- fra og med 24. desember til og med 3. januar

Den som anker, må betale behandlingsgebyr. Du kan få mer informasjon om gebyret fra den domstolen som har behandlet saken.

Hva må ankeerklæringen inneholde?

I ankeerklæringen må du nevne

- hvilken avgjørelse du anker
- hvilken domstol du anker til
- navn og adresse på parter, stedfortredere og prosessfullmektiger
- hva du mener er feil med den avgjørelsen som er tatt
- den faktiske og rettslige begrunnelsen for at det foreligger feil
- hvilke nye fakta, bevis eller rettslige begrunnelser du vil legge fram
- om anken gjelder hele avgjørelsen eller bare deler av den
- det kravet ankesaken gjelder, og hvilket resultat du krever
- grunnlaget for at retten kan behandle anken, dersom det har vært tvil om det
- hvordan du mener at anken skal behandles videre

Hvis du vil anke en tingrettsdom til lagmannsretten

Dommer fra tingretten kan ankes til lagmannsretten. Du kan anke en dom hvis du mener det er

- feil i de faktiske forholdene som retten har beskrevet i dommen
- feil i rettsanvendelsen (at loven er tolket feil)
- feil i saksbehandlingen

Hvis du ønsker å anke, må du sende en skriftlig ankeerklæring til den tingretten som har behandlet saken. Hvis du fører saken selv uten advokat, kan du møte opp i tingretten og anke muntlig. Retten kan tillate at også prosessfullmektiger som ikke er advokater, anker muntlig.

Det er vanligvis en muntlig forhandling i lagmannsretten som avgjør en anke over en dom. I ankebehandlingen skal lagmannsretten konsentrere seg om de delene av tingrettens avgjørelse som er omtvistet, og som det er knyttet tvil til.

Lagmannsretten kan nekte å behandle en anke hvis den kommer til at det er klart at dommen fra tingretten ikke vil bli endret. I tillegg kan retten nekte å behandle noen krav eller ankegrunner, selv om resten av anken blir behandlet.

Retten til å anke er begrenset i saker som gjelder formuesverdi under 125 000 kroner
Hvis anken gjelder en formuesverdi under 125 000 kroner, kreves det samtykke fra lagmannsretten for at anken skal kunne bli behandlet

Når lagmannsretten vurderer om den skal gi samtykke, legger den vekt på

- sakens karakter
- partenes behov for å få saken prøvd på nytt
- om det ser ut til å være svakheter ved den avgjørelsen som er anket, eller ved behandlingen av saken

Hvis du vil anke en tingretts kjennelse eller beslutning til lagmannsretten

En *kjennelse* kan du som hovedregel anke på grunn av

- feil i de faktiske forholdene som retten har beskrevet i kjennelsen
- feil i rettsanvendelsen (at loven er tolket feil)
- feil i saksbehandlingen

Kjennelser som gjelder saksbehandlingen, og som er tatt på bakgrunn av skjønn, kan bare ankes dersom du mener at skjønnsutøvelsen er uforsvarlig eller klart urimelig.

En *beslutning* kan du bare anke hvis du mener

- at retten ikke hadde rett til å ta denne typen avgjørelse på det lovgrunnlaget, eller
- at avgjørelsen åpenbart er uforsvarlig eller urimelig

Hvis tingretten har avsagt dom i saken, kan tingrettens avgjørelser om saksbehandlingen ikke ankes særskilt. Da kan dommen isteden ankes på grunnlag av feil i saksbehandlingen.

Kjennelser og beslutninger anker du til den tingretten som har avsagt avgjørelsen. Anken avgjøres normalt ved kjennelse etter skriftlig behandling i lagmannsretten.

Hvis du vil anke lagmannsrettens avgjørelse til Høyesterett

Høyesterett er ankeinstans for lagmannsrettens avgjørelser.

Anke til Høyesterett over *dommer* krever alltid samtykke fra Høyesteretts ankeutvalg. Samtykke gis bare når anken gjelder spørsmål som har betydning utover den aktuelle saken, eller det av andre grunner er særlig viktig å få saken behandlet av Høyesterett. Anke over dommer avgjøres normalt etter muntlig forhandling.

Høyesteretts ankeutvalg kan nekte å ta anker over *kjennelser* og *beslutninger* til behandling. Hvis de blir tatt til behandling, er det som regel hvis spørsmålet har betydning utover den aktuelle saken, hvis andre hensyn taler for at anken bør prøves, eller hvis saken reiser omfattende bevisspørsmål.

Når en anke over kjennelser og beslutninger i tingretten er avgjort ved kjennelse i lagmannsretten, kan avgjørelsen som hovedregel ikke ankes videre til Høyesterett.

Anke over lagmannsrettens kjennelser og beslutninger avgjøres normalt etter skriftlig behandling i Høyesteretts ankeutvalg.
