



# NORGES HØYESTERETT

## D O M

avsagt 27. februar 2020 av Høyesterett i avdeling med

justitiarius Toril Marie Øie  
dommer Aage Thor Falkanger  
dommer Ingvald Falch  
dommer Espen Bergh  
dommer Kine Steinsvik

**HR-2020-475-A, (sak nr. 19-103417SIV-HRET)**  
Anke over Borgarting lagmannsretts dom 8. mai 2019

DNB Asset Management AS

(advokat Frode Andersen Innjord)

mot

Forbrukerrådet  
(grupperepresentant)

(advokat Jens-Henrik Lien – til prøve  
advokat Steinar Mageli)

## S T E M M E G I V N I N G

- (1) Dommer **Steinsvik**: Saken gjelder et gruppesøksmål anlagt av Forbrukerrådet med krav om prisavslag på vegne av rundt 180 000 andelseiere i tre aksjefond i perioden 2010–2014. Spørsmålet er om forvaltningen av fondene har vært utøvd i strid med avtalen med andelseierne, og om det dermed foreligger en mangel ved fondsforvaltningen som gir andelseierne rett til prisavslag i forvaltningshonoraret.
- (2) **Sakens parter og forvaltningen av DNB Norge-fondene**
- (3) Medlemmene i gruppesøksmålet var i søksmålsperioden andelseiere i de tre aksjefondene DNB Norge, DNB Norge (I) og Avanse Norge (I). I 2014 ble de tre fondene fusjonert i fondet DNB Norge. De omtales i det følgende samlet som DNB Norge-fondene eller bare DNB Norge.
- (4) Fondene plasserte forvaltningskapitalen i andre fond gjennom såkalte fond-i-fond-strukturer. Midlene i DNB Norge og DNB Norge (I) var plassert i mottakerfondet DNB Norge (IV), mens Avanse Norge (I) var et fond i fond med Avanse Norge (II). Fra 2013 plasserte også Avanse Norge (II) sine midler i DNB Norge (IV). For de spørsmål saken reiser, har det ikke vært forskjeller av betydning i forvaltningen av de ulike fondene.
- (5) Fondene ble forvaltet av ankende part, forvaltningsselskapet DNB Asset Management AS, heretter omtalt som DNB, som er et datterselskap i DNB-konsernet. Det årlige forvaltningshonoraret har i den perioden saken gjelder – fra 2010 til og med 2014 – ligget fast på 1,8 prosent av forvaltningskapitalen.
- (6) DNB Norge-fondene er aksjefond, som er en undergruppe av verdipapirfond. Investering i verdipapirfond er en kollektiv investeringsform som blant annet gir mindre investorer og småsparere mulighet for å investere i verdipapirer med en større spredning av risiko enn ved investering direkte i enkeltaksjer i verdipapirmarkedet. Det er opplyst at de fleste andelseierne i DNB Norge-fondene er småsparere, og fondene er av DNB beskrevet som «brede folkefond».
- (7) Ved forvaltningen av DNB Norge-fondene ble Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) opprinnelig benyttet som referanseindeks. Fra mai 2013 ble Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX) benyttet. Indeksene er teoretiske sammenstillinger av noterte aksjer på Oslo Børs som tar sikte på å representere det norske aksjemarkedet. En referanseindeks gir et sammenligningsgrunnlag for å vurdere fondets verdiutvikling i forhold til det aktuelle markedet som fondet plasserer midlene i. Bruk av referanseindeks vil blant annet gjøre det enklere for investorene å vurdere fondets risikoprofil og avkastning, ved at utviklingen i fondet kan måles mot indeksen.
- (8) Ved fondsforvaltning skilles det mellom passiv og aktiv forvaltning.
- (9) Ved passiv forvaltning følger det av fondets vedtekter at investeringene skal etterligne sammensetningen i referanseindeksen. Investeringsmandatet overlater ikke rom for forvaltningsselskapet til å gjøre egne analyser og skjønnsmessige investeringsbeslutninger, og forvaltningen kan i stor grad utføres maskinelt. Passivt forvaltede fond – også kalt indeksfond – vil dermed ha samme verdiutvikling som referanseindeksen, fratrukket

kostnader. Forvaltningshonoraret for indeksfond er langt lavere enn for aktivt forvaltede fond. I søksmålsperioden tilbød DNB indeksfond med et årlig forvaltningshonorar på 0,3 prosent av forvaltningskapitalen.

- (10) Ved aktiv forvaltning er målet å gi høyere avkastning enn referanseindeksen over tid. Aktiv forvaltning kjennetegnes ved at forvaltningsselskapet gjennom vedtektene gis frihet til å foreta investeringsbeslutninger etter eget skjønn innenfor rammene av verdipapirfondloven, det angitte investeringsmandatet og risikoprofilen i vedtektene. Skal aktiv forvaltning nå målet om høyere avkastning enn referanseindeksen, må forvaltningen gi en avkastning som overstiger indeksens avkastning og kostnadene ved forvaltningen. En slik meravkastning omtales også som relativ avkastning eller differanseavkastning.
- (11) Vedtektene for DNB Norge-fondene angir at fondene er aktivt forvaltede fond, noe som også gjenspeiles i forvaltningshonoraret.
- (12) All investering i aksjefond er forbundet med høy grad av absolutt risiko, det vil si høy risiko for at fondets midler synker i verdi som følge av verdisingninger i markedet. Aktivt forvaltede fond innebærer også en relativ risiko. Kort fortalt reflekterer relativ risiko hvordan fondets avkastning svinger relativt til referanseindeksen. Tracking error er et mål for relativ risiko og angis i prosent. Ved at relativ risiko kun måler svingningene i forhold til referanseindeksen, er det ingen nødvendig sammenheng mellom relativ og absolutt risiko, men størrelsen på den relative risikoen vil etter omstendighetene kunne vise hvor tett et fond følger referanseindeksen.
- (13) En høy relativ risiko øker sannsynligheten for en avkastning som avviker fra referanseindeksen, men avvikene kan være både positive (meravkastning) og negative (mindreavkastning).
- (14) **Bakgrunnen for saken**
- (15) Finanstilsynet iverksatte i 2014 undersøkelser, som ledd i sin generelle overvåkning av norske verdipapirfond, for å avdekke om aksjefond som ble markedsført og priset som aktive fond, i realiteten ble forvaltet på en måte som ligger tett opp til indeksfond.
- (16) Tilsvarende undersøkelser ble i samme periode gjennomført av andre lands finanstilsynsmyndigheter. Det er opplyst at undersøkelsene var et utslag av et økende internasjonalt fokus på graden av aktiv forvaltning i fondsbransjen, herunder fokus på såkalte «skapindeksfond». Det finnes ingen definisjon av dette begrepet, men det benyttes om aksjefond som markedsføres og prises som aktivt forvaltede fond, mens realiteten er at fondets aksjeportefølje i betydelig grad sammenfaller med referanseindeksen.
- (17) Ved Finanstilsynets vedtak 2. mars 2015 ble DNB gitt pålegg om retting av forvaltningen av DNB Norge-fondene i medhold av verdipapirfondloven § 11-4, jf. § 2-15. Vedtaket var begrunnet i at forvaltningen i kontrollperioden fra 2009 til 2014 var gjennomført i strid med kravet til god forretningsskikk. Tilsynet la til grunn at fondene «i praksis var forvaltet indekxnært», og at andelseierne dermed ikke hadde fått den forvaltningen de var forespeilet. Pålegget gikk ut på at DNB enten måtte «innrette forvaltningen av DNB Norge i samsvar med de kjennetegn aktiv forvaltning har, og som reflekteres i fondets prospekt og forvaltningsgodtgjørelse», eller «tilpasse prisingen av fondet til den forvaltningsstrategi

som reelt sett følges, og samtidig gjennomføre endringer i vedtekter og prospekt slik at forvaltningsstrategien tydelig fremgår».

- (18) DNB fastholdt at fondet var forvaltet i tråd med investeringsmandat og risikoprofil, men valgte likevel å rette seg etter pålegget. DNB opplyste i sitt svar til Finanstilsynet at selskapet hadde gjennomført en betydelig økning av den relative risikoen i fondet, endret fondets interne investeringsinstrukser og satt forvaltningshonoraret ned fra 1,8 til 1,4 prosent av forvaltningskapitalen. Prisendringen var også begrunnet i den generelle markedssituasjonen.
- (19) **Saksgangen**
- (20) Forbrukerrådet varslet i januar 2016 DNB om søksmål med krav om tilbakebetaling av deler av forvaltningshonoraret til andelseiere i DNB Norge-fondene i perioden 2005–2015 på grunn av mangelfull forvaltning. DNB bestred kravet.
- (21) Ved stevning 21. juni 2016 til Oslo tingrett reiste Forbrukerrådet gruppesøksmål som grupperepresentant på vegne av andelseierne i DNB Norge-fondene i perioden 2010–2014. Det ble nedlagt påstand om tilbakebetaling av deler av forvaltningshonoraret, samt erstatning for avsnvstap. I stevningen var kravet oppad begrenset til 690 761 112 kroner med tillegg av forsinkelsesrenter. Under saksforberedelsen for tingretten ble påstanden endret til et krav om tilbakebetaling av inntil 1,5 prosent av den enkeltes andel per år. Videre ble det krevd erstatning for avsnvstap. DNB tok til motmæle og påsto seg frifunnet. DNB bestred også at vilkårene for å fremme saken som gruppesøksmål var oppfylt.
- (22) Ved kjennelse 6. januar 2017 besluttet Oslo tingrett å fremme gruppesøksmålet som et utmeldingssøksmål etter tvisteloven § 35-7. DNBs anke over kjennelsen til Borgarting lagmannsrett og videre anke til Høyesterett førte ikke frem, jf. HR-2017-1668-U.
- (23) Ved at søksmålet er fremmet som et utmeldingssøksmål, kreves det ikke registrering av de enkelte gruppemedlemmene. Berørte andelseiere som ikke har ønsket å delta, har måttet melde seg ut etter tvisteloven § 35-8 og er innført i et utmeldingsregister. På domstidspunktet i lagmannsretten hadde 89 andelseiere meldt seg ut. Det er ikke mottatt ytterligere utmeldinger under behandlingen av saken for Høyesterett.
- (24) Oslo tingrett avsa dom 12. januar 2018. DNB ble frifunnet. Sakskostnader ble ikke idømt. Tingretten kom til at andelseierne hadde fått den graden av aktiv forvaltning som de hadde krav på. Avgjørende for tingretten var at forvaltningen ga en reell mulighet for meravkastning etter kostnader, og at dette etter tingrettens syn var i samsvar med investeringsmandatet.
- (25) Forbrukerrådet anket dommen til Borgarting lagmannsrett, som 8. mai 2019 avsa dom med slik slutning:

«1. **DNB Asset Management AS betaler til hvert gruppemedlem 0,8 prosent av vedkommendes andel per år i perioden 1. januar 2010 til 31. desember 2014.**

2. **DNB Asset Management AS betaler til hvert gruppemedlem et beløp tilsvarende den faktiske avkastning vedkommende andelseier har tapt i**

perioden 1. januar 2010 til 31. desember 2014 ved urettmessig belastning av beløp som fremkommer av slutningen punkt 1.

3. **I sakskostnader for lagmannsretten betaler DNB Asset Management AS 5 300 651 – femmillionertrehundretusensekshundreogfemtien – kroner til Forbrukerrådet innen 2 – to – uker fra dommen er forkynt.**
  4. **I sakskostnader for tingretten betaler DNB Asset Management AS 8 898 713 – åttmillioneråttehundreogtrettifem tusensjuhundreogtrettien – kroner til Forbrukerrådet innen 2 – to – uker fra dommen er forkynt.»**
- (26) Lagmannsretten mente at andelseierne ikke hadde fått den aktive forvaltningen de hadde krav på. Lagmannsretten delte ikke tingrettens syn på innholdet i investeringsmandatet og kom til at aktivitetsnivået i søksmålsperioden hadde vært lavere enn det andelseierne hadde en berettiget grunn til å forvente ut fra den samlede investorinformasjonen og størrelsen på forvaltningshonoraret.
- (27) Det tilkjente prisavslaget på 0,8 prosent per år av vedkommendes andel utgjør samlet for søksmålsperioden om lag 286 millioner kroner, i gjennomsnitt om lag 1590 kroner per andelseier. Erstatningen for avsnitstap utgjør i tillegg 63 millioner kroner.
- (28) DNB Asset Management AS har anket dommen til Høyesterett. Anken gjelder dommen i sin helhet og retter seg både mot rettsanvendelsen og bevisbedømmelsen. Ved Høyesteretts ankeutvalgs beslutning 30. august 2019 ble anken tillatt fremmet, med unntak for spørsmålet om erstatning for avsnitstap. DNB har for Høyesterett frafalt subsidiære anførsler om passivitet, manglende reklamasjon og foreldelse. Så langt anken er fremmet, står saken i samme stilling som for tidligere instanser.
- (29) **Partenes anførsler**
- (30) Ankende part – *DNB Asset Management AS* – har i hovedtrekk anført:
- (31) DNB Norge-fondene har så vel i søksmålsperioden som tidligere blitt forvaltet på en faglig forsvarlig måte innenfor rammen av det investeringsmandatet som fulgte av fondets vedtekter og øvrig investorinformasjon. Det foreligger derfor ingen mangel ved fondsforvaltningen som kan gi grunnlag for prisavslag.
- (32) Forpliktelsen som følger av forvalteroppdraget, er en innsatsforpliktelse. Andelseierne har risikoen for resultatet. Det som kan kreves, er at forvalteren yter en faglig forsvarlig innsats for å realisere fondets investeringsmål innenfor rammene av investeringsmandatet.
- (33) Fondene skulle forvaltes aktivt. Det er også enighet om at forutsetningen for å oppnå meravkastning er at fondets aksjeportefølje settes sammen på en måte som avviker fra referanseindeksen.
- (34) Verdipapirfondloven inneholder ingen bestemte minstekrav til grad av avvik eller relativ risiko for aktivt forvaltede fond. Det følger imidlertid av kravet til god forretningsskikk i § 2-15 at et aktivt forvaltet fond må forvaltes slik at andelseierne gis en reell mulighet til meravkastning etter kostnader. Dette er også lagt til grunn i Finanstilsynets praksis.
- (35) Krav til avvik og relativ risiko ut over dette må forankres i det enkelte fonds investeringsmandat. Det kan ikke oppstilles normalforventninger til relativ risiko eller til

grad av aktivitet, slik lagmannsretten har lagt til grunn. Det gjelder heller ingen generelle bransjenormer som stiller slike krav.

- (36) Gjør forvalteren store avvik fra referanseindeksen med sikte på å oppnå høy meravkastning, risikerer andelseierne at resultatet kan bli en betydelig mindreakstning. Ulike investorer vil ha ulike preferanser med hensyn til hvilken risiko de ønsker å eksponeres for relativt til referanseindeksen. En slik forvaltningsstrategi må derfor ha en klar forankring i fondets investeringsmandat.
- (37) Høy relativ risiko er ikke et mål i seg selv – det bidrar tvert imot til økt usikkerhet. Om et fond gir meravkastning over tid, avhenger av kvaliteten i forvaltningen. Kvalitet – treffsikkerhet hos forvalteren – kan etterstrebtes ved høy ressursinnsats i analysearbeidet, men kan ikke garanteres.
- (38) Den historiske avkastningen i DNB Norge-fondene viser at forvaltningen av fondene har vært egnet til å skape god meravkastning etter kostnader, selv med en lav relativ risiko. Forvaltningsstrategien har hele tiden vært den samme. Forvalters innsats kan ikke måles ut fra graden av avvik fra referanseindeksen, angitt ved måltallene for aktiv andel og relativ risiko. Disse måltallene sier verken noe om kvaliteten eller ressursinnsatsen i forvaltningen.
- (39) Forvaltningshonoraret som ble belastet andelseierne, lå godt innenfor vanlig markedspris for aktiv fondsforvaltning. Det er heller ikke påvist noen sammenheng mellom pris og relativ risiko i aktivt forvaltede fond, og andelseierne kunne ikke ha noen forventning om graden av aktivitet i forvaltningen ut fra prisen.
- (40) En stor overvekt av andelseierne i DNB Norge-fondene har også rent faktisk oppnådd meravkastning gjennom investeringen dersom man ser perioden 2005–2015 under ett. At det ikke ble oppnådd meravkastning i perioden 2010–2014 isolert sett, skyldes alene at forvalterne ikke traff like godt med sine investeringsbeslutninger i denne perioden. Det er enighet om at dette er andelseiernes risiko.
- (41) Ved inngangen til søksmålsperioden forelå det for øvrig også eksterne vurderinger av forvaltningen som underbygde at det ikke var behov for å gjøre endringer i forvaltningsstrategien. DNB Norge var i 2010 rangert som ett av Norges beste fond. Det var også dialog med tilsynsmyndighetene i 2007 og 2011 som ikke ga noen holdepunkter for at forvaltningen av fondene burde endres.
- (42) Selv om det skulle foreligge en mangel ved fondsforvaltningen, gir mangelen ikke grunnlag for andelseiernes krav om prisavslag. At det foreligger en mangel ved forvaltningen, er en nødvendig, men ikke tilstrekkelig forutsetning for å tilkjenne prisavslag etter alminnelige kontraktsrettslige regler. I tillegg gjelder det et vilkår om at mangelen må representere et verdiminus. Dette vilkåret er ikke oppfylt her. Verdien av den mottatte ytelsen var ikke lavere enn om forvaltningen hadde skjedd med høyere grad av relativ risiko.
- (43) I søksmålsperioden var det to prissegmenter i bransjen, ett for indeksfond og ett for aktivt forvaltede fond. Det er analysearbeidet i den aktive forvaltningen som ligger til grunn for prisdifferensieringen. Det krever ikke mer analysearbeid å ta større relativ risiko. Dette kan derfor ikke begrunne at vilkåret om verdiminus er oppfylt.

- (44) Under enhver omstendighet må det tilkjente prisavslaget reduseres. Ved utmålingen må både den faktiske ressursinnsatsen som er nedlagt i forvaltningen, og den muligheten for meravkastning som forvaltningen ga, tillegges betydning. Det kan ikke legges til grunn at graden av relativ risiko er det eneste som påvirker verdien av forvaltningsytelsen.
- (45) DNB Asset Management AS har lagt ned slik påstand:
- «1. DNB Asset Management AS frifinnes.
  2. DNB Asset Management AS tilkjennes sakskostnader for tingretten, lagmannsretten og Høyesterett.»
- (46) Ankemotparten – *Forbrukerrådet som grupperepresentant for andelseierne i DNB Norge-fondene* – har i hovedtrekk anført:
- (47) DNB hadde gjennom avtalen med andelseierne påtatt seg å levere aktiv fondsforvaltning. I dette lå det en forpliktelse til å utføre faglig forsvarlige analyser gjennom å identifisere aksjer som ville utvikle seg henholdsvis bedre eller dårligere enn referanseindeksen. Forbrukerrådet har ikke – isolert sett – innvendinger mot selve analysearbeidet. Det mangelfulle ved forvaltningen ligger i at fondene ble forvaltet med en lavere relativ risiko enn det DNB hadde forpliktet seg til. I søksmålsperioden var forvaltningen i praksis helt indekxnær.
- (48) Hvilken forpliktelse DNB hadde påtatt seg overfor andelseierne, må avgjøres ut fra en tolkning av investorinformasjonen for fondene – i første rekke vedtektene og prospektet – som utgjør avtalen. Ved tvil om innholdet må det tas hensyn til at den ene avtaleparten er forbruker. Innholdet i investorinformasjonen er ensidig utarbeidet av DNB, og avtalen gjelder en tillitstjeneste som forbrukere i liten grad vil ha forutsetninger for å vurdere innholdet av. Det høye forvaltningshonoraret etterlater også et sterkt forbrukerrettslig behov for å kunne måle og etterprøve om andelseierne har fått den forvaltningen de har betalt for.
- (49) Det er enighet om at DNB har påtatt seg en innsatsforpliktelse, og at andelseierne har risikoen for fondets verdiutvikling. Ved vurderingen av innsatsforpliktelsen står det helt sentralt hvilke berettigede forventninger andelseierne kunne stille til forvaltningen. Også verdipapirfondlovens krav til god forretningsskikk krever at andelseierne sine interesser må ivaretas på beste måte, og dette angir minstekravet til ytelsen.
- (50) Videre er det enighet om at DNB etter avtalen skulle forvalte DNB Norge-fondene aktivt. For å skape meravkastning ut over referanseindeksen må aksjeporteføljen investeres annerledes enn indeksen. Uten avvikende posisjoner er det ikke mulig å oppnå meravkastning.
- (51) Måltallene aktiv andel og tracking error gir gode mål for graden av aktiv forvaltning. Disse måltallene er derfor et naturlig utgangspunkt for vurderingen av om DNB har oppfylt sine forpliktelser etter avtalen.
- (52) Investorinformasjonen ga andelseierne en berettiget forventning om samme grad av aktiv forvaltning som i andre aktive fond. Vedtektene og prospektet må tolkes slik at fondet

skulle forvaltes middels aktivt. Det står sentralt at investeringsmålet i vedtektene var å gi «høyest mulig relativ avkastning».

- (53) Det høye forvaltningshonoraret innebar at andelseiernes interesser ikke ville ivaretas gjennom en indekxnær forvaltning. Ved høye kostnader og lav grad av aktiv forvaltning etableres det en terskel for meravkastning som blir langt høyere enn ved mer aktiv fondsforvaltning.
- (54) Innsatsforpliktelsen kan heller ikke alene måles ved å vurdere historiske avkastningstall. Om innsatsforpliktelsen er oppfylt, må bero på forvalterens løpende innsats.
- (55) Ingen aktive fond i Norge, Norden eller Europa har i søksmålsperioden vært forvaltet med tilnærmet like lav aktivitet som DNB Norge-fondene. Dette viser at DNB ikke opererte i samsvar med praksis i fondsbransjen.
- (56) Forvaltningen i søksmålsperioden var heller ikke i samsvar med DNBs egne interne investeringsinstrukser, som fastsatte at fondet skulle forvaltes med en retningsgivende tracking error på mellom 2 og 4 prosent. De interne styringsdokumentene kaster også lys over DNBs egen forståelse av investeringsmandatet.
- (57) DNB har misligholdt sine forpliktelser etter avtalen, og andelseierne har etter alminnelige kontraktsrettslige regler krav på prisavslag. Det er sammenheng mellom pris og aktivitet, og den indekxnære forvaltningen som DNB leverte, hadde lavere verdi enn den avtalte ytelsen. Det er ikke nødvendig å påvise noen markedspris for den mangelfulle forvaltningen. I mangel av en slik markedspris må domstolene utmåle prisavslaget skjønnsmessig.
- (58) Lagmannsretten har foretatt en skjønnsmessig utmåling av prisavslaget som tar hensyn til at DNB utførte analysearbeid i perioden, men også til at andelseierne ble fratatt den muligheten for meravkastning som de hadde betalt for. Selv med et prisavslag på 0,8 prosent av forvaltningskapitalen per år ville DNB Norge fortsatt ha høyest aktiv kostnad sammenlignet med alle andre aktive fond. De betydelige inntektene DNB har hatt ved den mangelfulle forvaltningen, må også tas i betraktning.
- (59) Forbrukerrådet har lagt ned slik påstand:

«1. **Anken forkastes.**

2. **DNB Asset Management AS erstatter grupperepresentantens sakskostnader for Høyesterett.»**

(60) **Mitt syn på saken**

- (61) Spørsmålet i saken er om andelseierne har krav på prisavslag i forvaltningshonoraret fordi forvaltningen av DNB Norge-fondene i søksmålsperioden ikke var i samsvar med den inngåtte avtalen.
- (62) Dette reiser for det første spørsmål om det foreligger en mangel ved DNBs ytelse. I denne forbindelse må de inngåtte avtalene tolkes med sikte på å fastlegge hvilke rettslige forpliktelser DNB hadde påtatt seg overfor andelseierne. Sentralt her står innholdet i



fondets vedtekter og øvrig investorinformasjon som lå til grunn for andelseiernes tegning av fondsandeler.

- (63) Dersom forvaltningen av DNB Norge-fondene var mangelfull, oppstår for det andre spørsmålet om vilkårene for prisavslag er oppfylt, og hvordan et eventuelt prisavslag skal utmåles.
- (64) Før jeg går nærmere inn på disse spørsmålene, vil jeg redegjøre kort for den rettslige reguleringen av verdipapirfondsforvaltning i verdipapirfondloven. Jeg vil også se nærmere på karakteren av den aktuelle avtalen og hvilke prinsipper som må gjelde for tolkningen.
- (65) **Reguleringen av verdipapirfond og verdipapirfondsforvaltning**
- (66) Jeg nevner innledningsvis at dagens verdipapirfondlov trådte i kraft 1. januar 2012 og således ikke gjaldt i første del av søksmålsperioden. De bestemmelsene som er relevante for saken, viderefører imidlertid tidligere bestemmelser uten materielle endringer. Jeg refererer derfor til gjeldende verdipapirfondlov i det videre.
- (67) Et verdipapirfond er en selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet. Fondet er et selvstendig rettssubjekt, men har ikke egne selskapsorganer ut over andelseiermøtet, som hovedsakelig behandler vedtektsendringer. Lovens ordning er at nødvendige funksjoner – herunder forvaltningen av fondsmassen på vegne av andelseierne – skal utøves av et forvaltningsselskap med tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning etter verdipapirfondloven § 2-1.
- (68) Organisasjonsformen er obligatorisk og gjelder for all forvaltning av verdipapirfond, jf. § 1-3. Også markedsføring og salg av andeler i fondet regnes som verdipapirfondsforvaltning, jf. § 1-2 nr. 3. Verdipapirfondloven regulerer også virksomheten i forvaltningsselskapet nærmere, blant annet gjennom regler om plassering av midler, krav til likviditet og risikospredning samt regler om pliktig informasjon til andelseiere. Finanstilsynet fører tilsyn med virksomheten, jf. § 11-2.
- (69) Det følger av lovforarbeidene at den strenge reguleringen av forvaltningen av verdipapirfond er begrunnet i hensynet til andelseierne. Jeg viser til Prop. 149 L (2010–2011) side 11, der det fremgår:
- «Et viktig hensyn i reguleringen av verdipapirfond er å beskytte andelseierne, slik at sparing og investering gjennom fond kan være et egnet alternativ særlig for forbrukere og andre ikke-profesjonelle investorer. Reguleringen skal bl.a. sikre andelseierne riktig og forståelig informasjon om det enkelte fond, betryggende risikospredning innen de verdipapirer og markeder fondet investerer i, riktig verdsettelse av fondsandeler, trygg oppbevaring av midlene i fondet og mulighet for rask og enkel innløsning av fondsandeler.»**
- (70) Sentralt for forholdet mellom forvaltningsselskapet og andelseieren står det grunnleggende kravet til god forretningsskikk i verdipapirfondloven § 2-15. Det følger av denne bestemmelsen at forvaltningsselskapet «skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk», og at selskapet skal påse at andelseiernes interesser «ivaretas på beste måte» under utøvelsen av forvaltningsvirksomheten.

- (71) Verdipapirfondloven stiller ikke innholdsmessige krav til aktiv forvaltning og heller ikke krav til grad av risikoeksponering i aktiv forvaltning. Hvilke konkrete forpliktelser forvaltningsselskapet har påtatt seg overfor andelseierne i denne forbindelse, må derfor utledes av avtalen mellom partene. Lovreguleringen av forvaltningsvirksomheten utgjør likevel en viktig ramme for avtaleforholdet mellom forvaltningsselskapet og andelseieren.
- (72) **Karakteren av avtalen og utgangspunkter for avtaletolkningen**
- (73) En avtale om fondsforvaltning inngås ved at andelseieren tegner andeler i fondet. Ved avtalen overlates forvaltningen av investeringen til forvaltningsselskapet, mot et årlig forvaltningshonorar.
- (74) Det inngås ingen individuelt forhandlet avtale om forvaltningen. Det følger imidlertid av verdipapirfondloven § 8-4 første ledd at forvaltningsselskapet skal gi investorer nøkkelinformasjon før tegning av andeler. Nøkkelinformasjonen skal blant annet beskrive det investeringsmandatet som gjelder for fondet, og fondets risiko- og avkastningsprofil, jf. § 8-3 andre ledd nr. 2 og 5.
- (75) Regler for plassering av verdipapirfondets midler og risikoprofilen skal fremgå av fondets vedtekter, jf. § 4-4 første ledd nr. 2. Vedtektene utgjør det sentrale styringsdokumentet for forvaltningen av fondet og inngår i avtalen med andelseieren, jf. Prop. 149 L (2010–2011) side 132.
- (76) Forvaltningsselskapet skal også offentliggjøre prospekt for det enkelte fond. Prospektet skal inneholde «den informasjon som kreves for å kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet og risikoen forbundet ved investering i fondet», og skal gi en «klar og forståelig forklaring av fondets risikoprofil», jf. § 8-2 første ledd. Fondets vedtekter skal være vedlagt prospektet.
- (77) Vedtektene utgjør sammen med prospektet rammene for fondets forvaltning, og begge dokumentene må anses som en integrert del av avtalen mellom partene.
- (78) Karakteren av avtalen innebærer at den i utgangspunktet må tolkes objektivt. Verdipapirfondlovens krav til innholdet i vedtekter og øvrig investorinformasjon medfører videre etter mitt syn at det ved tolkningen må stå helt sentralt hvordan de investorer fondet er rettet mot, vil forstå de ord og uttrykk som er brukt. For fond som skal være et egnet alternativ for småsparere og ikke-profesjonelle investorer, slik som fondene i denne saken, kan det ikke forutsettes inngående kjennskap til mer avanserte finansfaglige ord og uttrykk eller til mer tekniske begreper.
- (79) Lovreguleringen av forvaltningsselskapets rolle og funksjon og de hensyn loven mer generelt skal ivareta, vil også måtte få betydning ved avtaletolkningen. For øvrig vil særlig fondets formål og andelseiernes berettigede forventninger – også i lys av eventuell bransjepraksis – være relevant.
- (80) Med disse utgangspunktene går jeg over til den konkrete tolkningen av avtalen mellom DNB og andelseierne.

(81) **Var forvaltningen av DNB Norge-fondene mangelfull?**

(82) ***Utgangspunkter***

(83) Anførselen fra Forbrukerrådet er at forvaltningen i søksmålsperioden var mangelfull fordi fondene ble forvaltet med en lavere grad av aktivitet og relativ risiko enn det DNB hadde forpliktet seg til. Forbrukerrådet gjør gjeldende at det fulgte av avtalen med andelseierne at fondet skulle forvaltes middels aktivt, eller med middels grad av relativ risiko, og at det derfor ikke lå innenfor fondsselskapets skjønn å innrette strategien slik at fondet ble forvaltet indeksnært.

(84) DNB har sagt seg enig i at det gjelder en nedre grense for hvor lite aktivt fondene kunne forvaltes, men etter DNBs syn fulgte det av avtalen med andelseierne at selskapets rettslige forpliktelse var å forvalte fondene slik at forvaltningen var egnet til å gi en reell mulighet for meravkastning etter kostnader. Investeringsstrategien var å levere forvaltning av høy kvalitet og dermed gi andelseierne god meravkastning med lav relativ risiko. En slik forvaltning lå etter DNBs syn innenfor rammene av avtalen.

(85) Som ledd i prosessen med å fremme saken som gruppesøksmål har partene blitt enige om at den utgaven av vedtektene og investorinformasjonen i søksmålsperioden som hadde det gunstigste innholdet for DNB, skal legges til grunn. DNB har valgt å ta utgangspunkt i investorinformasjonen for fondet DNB Norge per november 2011, og denne danner derfor utgangspunktet for mangelsvurderingen.

(86) ***Hvilken forvaltning hadde DNB forpliktet seg til å levere?***

(87) *Investorinformasjonen*

(88) Jeg ser først på vedtektene og prospektet for fondet.

(89) Vedtektene § 3 angir fondets «investeringsstrategi, karakter mv.». Det fremgår innledningsvis at fondets midler er plassert i et underfond som er klassifisert som et aksjefond. Fondets overordnede målsetting er formulert slik:

**«Formålet for forvaltningen av fondet er å oppnå høyest mulig relativ avkastning.**

**Fondets referanseindeks er Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).»**

(90) Uttrykket «høyest mulig relativ avkastning» kan vanskelig leses på annen måte enn at målsettingen er å oppnå høyest mulig avkastning målt mot avkastningen i referanseindeksen. En ikke-profesjonell investor vil med et slikt investeringsmål – isolert sett – ikke ha noen grunn til å anta at forvaltningen av fondet er innrettet tett på referanseindeksen eller med spesielt lav grad av relativ risiko.

(91) Investeringsmålet må imidlertid ses i sammenheng med den angitte investeringsstrategien, som angir hvordan målsettingen for fondet skal oppnås. DNB har særlig fremhevet følgende formulering i vedtektene § 3, som angir den nærmere sammensetningen av fondet:

**«Underfondet har en sammensetning som i stor grad reflekterer totalmarkedet. Hovedtyngden av midlene investeres i et bredt utvalg av de toneangivende selskapene notert på Oslo Børs. Porteføljen har god spredning mellom selskaper og bransjer.»**

- (92) DNBs anførsel er at investeringsstrategien i vedtektene klart kommuniserer at forvaltningen av fondet i stor grad vil overlappes referanseindeksen og følgelig ha lav relativ risiko. Det er vist til at det med «toneangivende selskaper» siktes til de største selskapene på Oslo Børs, og at dette nødvendigvis innebærer at fondets portefølje i stor grad vil måtte overlappes referanseindeksen. Dette tydeliggjøres etter DNBs syn videre av formuleringen om at sammensetningen i fondet «i stor grad reflekterer totalmarkedet», da også hovedindeksen reflekterer det samme totalmarkedet.
- (93) Jeg er enig med DNB i at formuleringen av investeringsstrategien legger klare føringer for forståelsen av investeringsmålet om «høyest mulig relativ avkastning». Oslo Børs er et relativt lite og konsentrert marked, hvor selskapene som inngår i hovedindeksen, utgjør den alt overveiende delen av samlet markedsverdi. Når fondet skulle «reflektere totalmarkedet» og hovedtyngden av investeringene skulle skje i «de toneangivende selskapene», satte dette begrensninger for hvor store avvik fra referanseindeksen forvalterne i praksis ville kunne ta. Selv om «totalmarkedet» omfatter mer enn de rundt 60 selskapene som inngikk i hovedindeksen i søksmålsperioden, kunne andelseierne i lys av investeringsstrategien derfor ikke ha berettigede forventninger om at fondets portefølje skulle ha en vesentlig annerledes sammensetning enn referanseindeksen, eller at fondet ble forvaltet med en spesielt høy grad av relativ risiko.
- (94) På den annen side kan formuleringene i investeringsmandatet etter mitt syn vanskelig forstås slik at strategien innebar at forvaltningen av fondet skulle være helt indeksnær, eller at forvaltningsstrategien tok sikte på å oppnå meravkastning gjennom bare å ta mindre avvik fra referanseindeksen for å holde den relative risikoen lavest mulig. Jeg minner om at utgangspunktet for tolkningen må være hva en ikke-profesjonell investor vil legge i de formuleringer som er brukt.
- (95) Selv med de begrensningene som kan utledes av henvisningene til totalmarkedet og de toneangivende selskapene på Oslo Børs, er investeringsmandatet etter mitt syn formulert relativt vidt. Porteføljen skulle ha god spredning mellom selskaper og bransjer, og formuleringen om at «hovedtyngden» skulle investeres i toneangivende selskaper, er skjønnsmessig og sier i seg selv ikke mer enn at størsteparten av porteføljen skulle investeres slik.
- (96) I vedtektene § 3 fremgår det at fondets risikoprofil er høy. Denne formuleringen må imidlertid forstås slik at den knytter seg til den absolutte risikoen og kaster derfor ikke lys over graden av relativ risiko eller gjennomføringen av selve forvaltningen, ut over at forvaltningskapitalen skulle plasseres i aksjer.
- (97) Fondets prospekt gjentar vedtektenes investeringsmål, riktignok slik at begrepet «avkastning» er brukt og ikke «relativ avkastning», uten at jeg kan se at dette kan tillegges noen betydning. I den grad det skulle være motstrid mellom vedtekter og prospekt, har vedtektene forrang.
- (98) Også investeringsstrategien er gjentatt i prospektet. Det inneholder i tillegg en formulering om at fondet «utover dette [kan] investere inntil 20 prosent i utenlandske selskaper som ikke er notert eller omsatt på et norsk marked». Porteføljeforvalter Odd Einar Lillebostad i

DNB har i sin skriftlige forklaring for Høyesterett opplyst at denne begrensningen ble innført for å likestille alle fond i fondsklassen norske fond, men at det i praksis er få fond som utnytter denne rammen i betydelig grad. Noen holdepunkter for en slik innskrenkning fremgår imidlertid ikke av prospektet selv. På den annen side kunne ikke denne formuleringen gi grunnlag for en forventning om at adgangen til enhver tid ville bli benyttet.

- (99) Prospektet inneholder for øvrig følgende nærmere beskrivelse av selve forvaltningen:
- «Egenanalyse danner grunnlaget for de investeringsbeslutninger som gjennomføres. Gjennom en veldefinert og strukturert investeringsprosess analyserer forvalterteamet makroøkonomiske trender, sektorer og selskaper med det formål å generere investeringsideer som gir bedre avkastning enn referanseindeksen generelt. Hovedtyngden av investeringene foretas i selskaper notert på Oslo Børs.»**
- (100) Selv om formuleringen gjentar at hovedtyngden av investeringene foretas i selskaper på Oslo Børs, er jeg enig med Forbrukerrådet i at denne beskrivelsen ga grunn til å forvente at forvalternes egne analyser skulle sette preg på fondets sammensetning. Særlig underbygges dette av at formålet med forvaltningen beskrives ved en målsetting om å generere investeringsideer som gir «bedre avkastning enn referanseindeksen generelt».
- (101) Selv om også nøkkelinformasjonen kan kaste lys over tolkningen, kan jeg ikke se at den nøkkelinformasjonen som gjaldt for DNB Norge i 2011, i vårt tilfelle tilfører noe av betydning.
- (102) Jeg finner ingen klare holdepunkter i den sentrale investorinformasjonen for å forstå avtalen slik DNB anfører – at forpliktelsene som lå i avtalen, var oppfylt dersom forvaltningen var innrettet slik at den ga andelseierne en reell mulighet for meravkastning etter kostnader. Når vedtektenes og prospektets angivelse av fondets investeringsstrategi ses i sammenheng – og i lys av målsettingen om høyest mulig relativ avkastning – er en mer nærliggende forståelse etter mitt syn at DNB skulle levere en aktiv fondsforvaltning med en relativ risiko som verken lå i det øvre sjikt eller helt i det nedre sjikt mot referanseindeksen.
- (103) Lagmannsretten konkluderte med at DNB hadde påtatt seg en forpliktelse til å levere en forvaltning der «fondets sammensetning over tid avvek i ikke ubetydelig grad fra referanseindeksen». Også denne formuleringen er dekkende for mitt syn på innholdet i investorinformasjonen.
- (104) *DNBs egen oppfatning av rammene for forvaltningen*
- (105) Porteføljeforvalter Lillebostad har i sin skriftlige forklaring for Høyesterett redegjort for bakgrunnen for forvaltningsstrategien som ble fulgt i DNB Norge-fondene. DNB, som en stor aktør, anså det viktig å dele fondstilbudet inn i ulike produktgrupper med ulike risikoklasser. DNB Norge var et bredt fond med lav relativ risiko mot referanseindeksen. Dette var et fond som ville passe for kunder som ønsket muligheten til meravkastning, men uten å risikere stor mindreavkastning, og forvaltningen ble innrettet i samsvar med dette.
- (106) Slik jeg tolker innholdet i fondets vedtekter og den øvrige investorinformasjonen, har den forvaltningen som her beskrives, ikke kommet klart til uttrykk. Dersom hovedtrekket ved den investeringsstrategien DNB fulgte, var å holde den relative risikoen lav, for å beskytte

andelseieren mot mindreavkastning, burde dette etter mitt syn ha fremkommet klarere av fondets vedtekter og øvrig investorinformasjon. Jeg legger i denne sammenheng vekt på at investorinformasjonen var utformet av DNB. Fondsforvaltning er en spesialisert tjeneste, der småsparere og ikke-profesjonelle investorer langt på veg er henvist til å stole på at den informasjonen som gis om egenskapene ved fondet, er dekkende, og at forvalteren ved utførelsen av oppdraget ivaretar andelseierinteressene på best mulig måte.

- (107) *Betydningen av forvaltningshonorarets størrelse i lys av fondets målsetting*
- (108) Partene er enige om at det årlige forvaltningshonoraret i søksmålsperioden på 1,8 prosent av forvaltningskapitalen var markedsmessig i prissegmentet for aktivt forvaltede fond. Det er heller ikke bestridt at andelseierne i lys av prisen kunne ha en klar forventning om aktiv – og ikke passiv – fondsforvaltning.
- (109) Det er fremlagt oversikter som viser relativt store prisvariasjoner innenfor gruppen aktivt forvaltede fond. Det er imidlertid ikke sannsynliggjort noen direkte sammenheng mellom pris for forvaltningen og graden av aktiv forvaltning. På denne bakgrunn er jeg enig med DNB i at andelseierne ikke kunne ha noen berettiget forventning om en bestemt grad av aktiv forvaltning eller relativ risiko alene ut fra prisen.
- (110) Dette betyr imidlertid ikke at prisen er uten interesse ved fastleggelsen av DNBs nærmere forpliktelser etter avtalen.
- (111) Forvaltningshonoraret vil, ved siden av fondets risikoprofil, generelt være en viktig opplysning for en investor som ønsker å sammenligne ulike aksjefond som tilbys i markedet. Prisen vil dermed rent faktisk inngå i grunnlaget for de forventningene en investor vil kunne stille til ytelsen.
- (112) Som jeg tidligere har nevnt, tilbød DNB også indeksfond i søksmålsperioden med et årlig forvaltningshonorar på 0,3 prosent. For at den aktive forvaltningen overhodet skulle lønne seg, måtte fondet dermed først oppnå en meravkastning som oversteg prisdifferansen mellom aktiv og passiv forvaltning. I søksmålsperioden var denne prisdifferansen for DNBs fond 1,5 prosent av forvaltningskapitalen.
- (113) Selve formålet med å kjøpe aktive forvaltningstjenester er, som jeg har vært inne på, å få bedre avkastning gjennom at forvalteren slår referanseindeksen i sin forvaltning. Det er muligheten for denne meravkastningen som begrunner prisforskjellen sett fra andelseierens side, og som er den eneste motivasjonen for å velge aktiv forvaltning fremfor passiv. En aktiv forvaltning som i realiteten ligger tett på referanseindeksen, gir derfor grunn for investoren til å vurdere om vedkommende vil være bedre tjent med å velge indeksfond.
- (114) Som DNB fremhever, er risikoen for mindreavkastning isolert sett ikke noen fordel for andelseieren. Formålet med aktiv forvaltning – å oppnå meravkastning – kan imidlertid bare oppnås gjennom at forvalteren tar avvikende posisjoner fra referanseindeksen som i sum slår indeksen. Avvik som muliggjør meravkastning, innebærer samtidig relativ risikoeksponering. Etter mitt syn ligger det derfor i andelseierens valg om å kjøpe aktiv forvaltning at vedkommende aksepterer denne risikoeksponeringen for å få mulighet til meravkastning.

- (115) Ved forvaltning som ligger tett på referanseindeksen, vil høye kostnader innebære et hinder mot meravkastning. Den enkle forklaringen på dette er at meravkastningen bare kan opptjenes i den delen av porteføljen som er investert avvikende fra referanseindeksen, mens forvaltningshonoraret beregnes av hele forvaltningskapitalen. De sammenhengene jeg har pekt på, mellom pris og graden av aktiv forvaltning – som ikke kan forutsettes alminnelig kjent for småsparere og ikke-profesjonelle investorer – tilsier generelt at investorinformasjonen må utformes slik at kundene i størst mulig grad kan vurdere om de får den ønskede finansielle risikoeksponeringen gjennom å kjøpe det aktuelle fondet.
- (116) Ved den konkrete tolkningen av avtalen i vår sak må det etter mitt syn tillegges en viss vekt at prisen i seg selv ikke ga grunn til å tro at graden av aktiv forvaltning og relativ risikoeksponering ville skille seg vesentlig fra andre sammenlignbare fond i samme prissegment.
- (117) *Betydningen av verdipapirfondloven § 2-15 og kravet til god forretningsskikk*
- (118) Forvaltningsselskapet skal som nevnt utøve sin virksomhet i samsvar med «god forretningsskikk» og herunder påse at andelseiernes interesser «ivaretas på beste måte», jf. verdipapirfondloven § 2-15. Forbrukerrådet har gjort gjeldende at også denne bestemmelsen må hensyntas ved tolkningen av avtalen.
- (119) I praksis vil kravet til «god forretningsskikk» i § 2-15 henge nært sammen med hvilke berettigede forventninger investoren kan stille til forvaltningsvirksomheten i avtaleforholdet. Også bransjestandarder vil kunne gi uttrykk for det nærmere innholdet i kravet til god forretningsskikk. Det er imidlertid ikke utviklet standarder som stiller konkrete innholdsmessige krav til aktiv fondsforvaltning.
- (120) Om innholdet i kravet til god forretningsskikk er det uttalt i lovforarbeidene at «[t]ilsynsmyndighetenes oppfatning av hva som til enhver tid er godt forretningsskikk vil være retningsgivende for standardens innhold», jf. merknadene til den tilsvarende bestemmelsen i 1981-loven i Ot.prp. nr. 15 (1993–1994) side 39. Det er ikke gitt generelle regler eller uttalelser fra tilsynsmyndighetene om innholdsmessige krav til aktiv forvaltning.
- (121) DNB har vist til Finanstilsynets vedtak i saken og har fremholdt at tilsynet flere steder i vedtaket uttrykker at det sentrale ved vurderingen av DNBs forvaltning er om denne ga andelseierne en reell mulighet til meravkastning etter kostnader. Når uttalelsene i tilsynets vedtak leses i sammenheng, kan jeg imidlertid ikke se at tilsynet har ment å formulere et generelt minstekrav om en reell mulighet for meravkastning etter kostnad.
- (122) Slik jeg tolker vedtektene og den øvrige investorinformasjonen, hadde DNB uansett påtatt seg en mer vidtgående forpliktelse overfor andelseierne enn det DNB gjør gjeldende. På denne bakgrunnen er det ikke nødvendig for meg å gå nærmere inn på hva som eventuelt kan utledes som et minstekrav til aktiv forvaltning i kraft av kravet til god forretningsskikk.
- (123) *Andre momenter ved avtaletolkningen*
- (124) DNB har vist til at andelseierne i hele søksmålsperioden har vært holdt orientert om forvaltningen av fondet og de løpende resultatene av forvaltningen.

- (125) Jeg kan ikke se at en etterfølgende opptreden hos partene her kan tillegges noen betydning ved fastleggelsen av avtaleforpliktelsen.
- (126) *Oppsummering*
- (127) Etter mitt syn kan de forpliktelser DNB hadde påtatt seg gjennom avtalen med andelseierne, oppsummeres slik:
- (128) Fondets vedtekter og øvrig investorinformasjon innebar at DNB var forpliktet til å levere en aktiv fondsforvaltning hvor det ble tatt en relativ risiko som over tid verken lå i det øvre sjikt eller helt i det nedre sjikt målt mot referanseindeksen. Dette innebar at fondets sammensetning over tid måtte avvike i ikke ubetydelig grad fra referanseindeksens sammensetning for å gi andelseierne den finansielle risikoen – og dermed den muligheten for meravkastning – som de var forespeilet. Også størrelsen på forvaltningshonoraret underbygde at andelseierne hadde en berettiget forventning om en slik aktiv forvaltning. Slik investorinformasjonen var utformet, hadde andelseierne heller ingen grunn til å tro at forvaltningen i betydelig grad ville skille seg fra andre sammenlignbare aktive fond når det gjaldt graden av aktiv forvaltning.
- (129) **Hvilken forvaltning leverte DNB i søksmålsperioden?**
- (130) *Utgangspunktet for vurderingen og betydningen av ulike måltall og kriterier for graden av aktiv forvaltning*
- (131) I det videre ser jeg nærmere på hvordan DNB Norge-fondene faktisk ble forvaltet i søksmålsperioden, og om forvaltningen oppfylte de forpliktelsene som lå i avtalen med andelseierne. Innledningsvis redegjør jeg kort for utgangspunktene for denne vurderingen og for bruken av ulike måltall eller kriterier for å vurdere graden av aktiv forvaltning.
- (132) Fondsforvaltning bygger i utstrakt grad på faglig kunnskap og skjønn. Dette tilsier i utgangspunktet varsomhet ved domstolsprøvingen når det gjelder innholdet i de faglige analysene som inngår i forvaltningen. Problemstillingen i saken her er imidlertid om DNB har holdt seg innenfor rammene av avtalen med andelseierne. Det er således ikke spørsmål om å overprøve det faglige skjønn forvalteren har utøvd. Jeg kan ikke se at det er grunnlag for å utvise tilbakeholdenhet ved avgjørelsen av om DNB har levert en ytelse innenfor rammen av det avtalte.
- (133) Bruk av ulike måltall for å undersøke graden av aktiv forvaltning har stått sentralt i saken. Forbrukerrådets hovedsyn er at graden av avvik fra referanseindeksen – og dermed graden av aktiv forvaltning – i den løpende forvaltningen kan måles ved å se på fondets aktive andel i tillegg til den relative risikoen, slik denne er kommet til uttrykk gjennom måltallet tracking error. Også fondets aktive kostnad er trukket frem som et egnet målekriterium.
- (134) De sakkyndige vitnene – professorene Petter Bjerksund og Trond Døskeland – har i sin skriftlige vitneforklaring for Høyesterett benyttet begrepet aktiv kostnad om den meravkastningen som må oppnås i den aktive andelen for å tjene inn forvaltningshonoraret. Aktiv andel – active share – angir hvor stor del av aksjeporteføljen som på et gitt tidspunkt er investert avvikende fra referanseindeksen.



- (135) DNB har gjort gjeldende at de ulike kriteriene ikke i seg selv er egnet til å avgjøre om forvalterens innsatsforpliktelse er oppfylt, men at dette må bero på en mer nyansert og sammensatt vurdering. DNB har særlig trukket frem omfanget av og kvaliteten i den forvaltningen som ble utført, og historiske avkastningstall til støtte for at forvaltningen overholdt mandatet og derfor heller ikke har vært mangelfull.
- (136) Etter mitt syn er det ikke grunn til å avgrense vurderingen av om fondsforvaltningen har vært i samsvar med avtalen til konkrete måltall eller mer kvantitative kriterier. Her som ellers bør vurderingen av om en innsatsforpliktelse er oppfylt i samsvar med det avtalte, ta utgangspunkt i en bred helhetsvurdering der en rekke momenter og omstendigheter kan tas i betraktning.
- (137) Kriteriene aktiv andel og relativ risiko – som benyttes i stor utstrekning for å vurdere graden av aktiv forvaltning – vil etter mitt syn kunne være viktige momenter, men også historiske avkastningstall og de mer konkrete forholdene ved forvaltningen kan komme inn ved vurderingen.
- (138) ***Konkret vurdering av DNBs forvaltning i søksmålsperioden***
- (139) Det er fremlagt beregninger som viser aktiv andel og tracking error for DNB Norge-fondene både i søksmålsperioden og den forutgående perioden. Det fremkommer her at DNB Norge i søksmålsperioden i gjennomsnitt hadde en tracking error på 1,28 prosent og en aktiv andel på 12,25 prosent. Dette er svært lave tall, som samlet gir en klar indikasjon på betydelig overlapp mellom fondets aksjeportefølje og referanseindeksen.
- (140) Forbrukerrådet har fremlagt oversikter som viser tilsvarende tall for en rekke norske aktivt forvaltede aksjefond for tidsperioden 2004–2013. DNB Norge-fondene har i denne oversikten både lavest aktiv andel og lavest tracking error av samtlige norske fond. Fremlagte oversikter for søksmålsperioden viser det samme.
- (141) Også oversikter over aktivt forvaltede fond i Norden for perioden 2007–2016 viser at DNB Norge (I) var det fondet som hadde lavest aktiv andel og tracking error. Denne oversikten viser for øvrig også aktiv kostnad, og fondet hadde klart høyest aktiv kostnad av samtlige nordiske fond i oversikten i perioden. De ulike oversiktene sier ikke noe om de konkrete investeringsmandatene for de enkelte fondene og må derfor benyttes med forsiktighet. Men de gir likevel etter mitt syn klare indikasjoner på at forvaltningen av DNB Norge-fondene skilte seg ut ved sin svært lave aktivitetsgrad. Jeg tilføyer her at DNB også i sitt interne instruksverk i søksmålsperioden hadde fastsatt 2 til 4 prosent som retningsgivende mål for tracking error.
- (142) Det er ikke gitt noen annen forklaring på de lave måltallene enn at DNB anså forvaltningen for å være i samsvar med mandatet.
- (143) DNB har vist til relative avkastningstall, både for søksmålsperioden og perioden forut for denne, og har anført at den relative avkastningen samlet sett tilsier at forvaltningen – til tross for de lave måltallene for aktiv andel og tracking error – ga andelseierne den forvaltningen de var forespeilet.
- (144) Ved vurderingen av avkastningstall som indikasjon på aktiv forvaltning må det tas hensyn til at enkeltavvik med henholdsvis positive og negative resultater kan utligne hverandre.

Partene er enige om at en slik utligningseffekt gjorde seg gjeldende i søksmålsperioden. I perioden 2005–2009 ga forvaltningen av DNB Norge en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 2,13 prosent etter kostnader. De første to årene av denne perioden var også forvaltningshonoraret noe høyere, 2,0 prosent. Avkastningen i denne perioden underbygger isolert sett DNBs syn om at det er mulig å oppnå meravkastning, også ved lav aktiv andel og lav tracking error. Samtidig er jeg enig med Forbrukerrådet i at resultatene i denne perioden i noen grad må ses i lys av finanskrisen, som ga helt spesielle utslag. En stor del av meravkastningen – hele 5,67 prosent – skriver seg fra 2009, og bidragsanalyser viser at nesten halvparten av de 25 mest vellykkede avvikende posisjonene i perioden 2004–2014 kom i de spesielle årene 2008 og 2009. Etter mitt syn må avkastningstallene for denne perioden, som også ligger forut for søksmålsperioden, ut fra dette ha begrenset verdi i helhetsvurderingen.

- (145) Det er ikke omtvistet at DNB nedla en betydelig ressursinnsats i forvaltningen av DNB Norge-fondene, og Forbrukerrådet har ikke angrepet kvaliteten i selve analysearbeidet. Så lenge ressursinnsatsen likevel ikke resulterte i at fondene ble forvaltet med en høyere aktiv andel og relativ risiko, slik DNB hadde plikt til etter avtalen, får også dette underordnet betydning.
- (146) Alt i alt er jeg kommet til at den forvaltningen DNB leverte i søksmålsperioden, ikke var i samsvar med de forpliktelsene som fulgte av avtalen med andelseierne, og at det derfor foreligger en mangel ved ytelsen. Jeg legger da størst vekt på at DNB Norge-fondene over tid ble forvaltet slik at bare en liten del av aksjeporteføljen ble investert avvikende fra referanseindeksen, og at det systematisk ble tatt en svært lav relativ risiko. Graden av aktiv forvaltning var derfor markant lavere enn andelseierne hadde grunn til å forvente ut fra den investorinformasjonen som var gitt, uten at DNB har gitt noen begrunnelse som berettiger dette.
- (147) **Er vilkårene for prisavslag oppfylt?**
- (148) Prisavslag ved mislighold av avtaler om fondsforvaltning er ikke regulert i verdipapirfondloven. Kravet må derfor vurderes med utgangspunkt i alminnelige kontraktsrettslige regler.
- (149) Utgangspunktet ved mangelfull ytelse er at avtaleparten kan kreve prisavslag så fremt mangelen representerer et verdiminus. Prisavslag forutsetter ikke subjektiv skyld hos debitor. Kravet om at mangelen representerer et verdiminus, er heller ikke absolutt, og i enkelte avgjørelser er det åpnet for at også en mer subjektiv verdireduksjon kan komme i betraktning, jf. HR-2018-392-A, som gjaldt prisavslag etter bustadoppføringslova. Et sentralt hensyn bak prisavslagsinstituttet er gjenoppretting av balansen i avtaleforholdet.
- (150) Partene er enige om at det ikke er mulig å påvise en markedspris for den mangelfulle ytelsen som DNB leverte. Markedet inneholdt to prissegmenter, henholdsvis for aktivt og passivt forvaltede fond. Som jeg har vært inne på, er det heller ikke påvist noen klar sammenheng mellom pris og graden av relativ risiko i forvaltningen som kan kaste lys over en mulig alternativ markedsverdi.
- (151) Etter mitt syn kan dette ikke være avgjørende for retten til prisavslag, så lenge det sannsynliggjøres at ytelsen objektivt sett hadde en lavere verdi for andelseierne enn kontraktsmessig ytelse. Vurderingen av hvilket verdiminus mangelen representerer, må i

slike tilfeller gjøres skjønnsmessig. Jeg viser i denne sammenheng til HR-2017-2102-A avsnitt 47 og 61.

- (152) Et utgangspunkt for denne vurderingen må etter mitt syn tas i at den forvaltningen DNB leverte i søksmålsperioden, hadde en langt lavere grad av aktiv forvaltning enn det andelseierne var forespeilet. Den høye aktive kostnaden – hinderet mot meravkastning som forholdet mellom prisen og den aktive andelen skapte – trekker klart i retning av at ytelsen innebar et verdiminus for andelseierne, selv om altså resultatene av forvaltningen ikke er av betydning. En opplyst investor som ønsket bare en lav grad av aktiv forvaltning, kunne ha delt sin investering mellom et indeksfond og et mer aktivt forvaltet fond, og med det fått redusert samlet forvaltningshonorar. Dette indikerer etter mitt syn at en for lav grad av aktiv forvaltning utgjør et verdiminus for andelseieren.
- (153) Jeg legger også en viss vekt på at DNB-konsernet selv i sin konsernrevisjon har trukket frem at det bør være en rimelig sammenheng mellom bruk av frihetsgrader i forvaltningen og forvaltningshonoraret for det enkelte fond. DNB har hatt betydelige inntekter fra forvaltningen i søksmålsperioden, også når det ses hen til den ressursinnsatsen som ble nedlagt. Hensynet til at mangelen ikke bør bli stående usanksjonert, bør også ut fra dette tillegges en viss vekt.
- (154) På denne bakgrunnen mener jeg at vilkårene for prisavslag er oppfylt.
- (155) **Utmålingen av prisavslaget**
- (156) Den nærmere utmålingen av prisavslaget må også bli skjønnsmessig. Lagmannsretten utmålte prisavslaget ved å redusere det årlige betalte forvaltningsgebyret med 0,8 prosent av forvaltningskapitalen.
- (157) Jeg er enig i at et slikt prisavslag er passende. Prisavslaget ivaretar på den ene siden hensynet til at DNB har nedlagt en betydelig ressursinnsats i perioden og i noen grad har omsatt foretatte analyser i avvikende posisjoner. På den andre siden gjenspeiler prisavslaget i tilstrekkelig grad at andelseierne i søksmålsperioden ikke har fått den ytelsen som de etter avtalen hadde krav på.
- (158) **Sakskostnader**
- (159) Forbrukerrådet har vunnet ankesaken og har i samsvar med hovedregelen i tvisteloven § 20-2 første ledd, jf. § 35-12 første ledd krav på dekning av nødvendige sakskostnader for Høyesterett. Det er ikke grunnlag for å gjøre unntak fra hovedregelen etter § 20-2 tredje ledd.
- (160) Forbrukerrådet har inngitt oppgave over påløpte kostnader og har krevd dekket til sammen 4 029 843 kroner inklusive merverdiavgift for behandlingen av saken i Høyesterett. DNB har ikke reist innvendinger mot kravet.
- (161) Det inngitte kostnadskravet er høyt. Jeg mener likevel etter en samlet vurdering at kostnadene har vært nødvendige, og at vilkårene i tvisteloven § 20-5 første ledd for å ta kravet til følge er oppfylt. Ved denne vurderingen har jeg for det første lagt vekt på sakens omfang og kompleksitet. Ankeforhandlingen i Høyesterett gikk over seks rettsdager, og saken har reist spørsmål som ikke tidligere har vært behandlet av domstolene. Jeg har

videre lagt vekt på at sakens finansfaglige sider har gjort det nødvendig å benytte sakkyndig bistand. Om lag en fjerdedel av påløpte kostnader for Høyesterett knytter seg til slik bistand. Kostnadene ved bruk av interne sakkyndige i Forbrukerrådet anses nødvendige og dekkes med 250 000 kroner etter tvisteloven § 35-13 første ledd. Også salærutgiftene på til sammen 3 024 608 kroner for 1080 timers arbeid har etter mitt syn vært nødvendige for å få saken betryggende utført.

(162) Jeg stemmer etter dette for denne

D O M :

1. Anken forkastes.
2. I sakskostnader for Høyesterett betaler DNB Asset Management AS 4 029 843 – firemillionerogtjuenitusenåttehundreogførtitre – kroner til Forbrukerrådet innen 2 – to – uker fra forkynnelse av dommen.

(163) Dommer **Bergh:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende.

(164) Dommer **Falkanger:** Likeså.

(165) Dommer **Falch:** Likeså.

(166) Justitiarius **Øie:** Likeså.

(167) Etter stemmegivningen avsa Høyesterett denne

D O M :

1. Anken forkastes.
2. I sakskostnader for Høyesterett betaler DNB Asset Management AS 4 029 843 – firemillionerogtjuenitusenåttehundreogførtitre – kroner til Forbrukerrådet innen 2 – to – uker fra forkynnelse av dommen.