



DNB Asset Management AS
Postboks 1600 Sentrum
0021 OSLO
Ved styrets leder

VÅR REFERANSE
14/5784

DERES REFERANSE

DATO
02.03.2015

Forvaltning av aksjefond - pålegg om retting

1. Innledning

DNB Asset Management AS (Foretaket) forvalter Verdipapirfondet DNB Norge¹ (DNB Norge). DNB Norge har en betydelig forvaltningskapital, på nærmere 8 milliarder kroner. Fondet retter seg hovedsakelig mot ikke-profesjonelle investorer.

Finanstilsynet har sett nærmere på hvordan DNB Norge har vært forvaltet de siste fem år. Resultatene viser at DNB Norge er forvaltet tilnærmet likt referanseindeksen. Det er Finanstilsynets vurdering at den faktiske forvaltningen over lang tid har avvirket fra det som forutsettes i DNB Norges vedtekter og prospekt, og som investorene er forespeilet. Foretaket har etter Finanstilsynets syn ikke ivaretatt andelseiernes interesser tilstrekkelig når andelseierne, i lys av de kostnader som er forbundet med å være andelseier i fondet, ikke er gitt en reell mulighet til meravkastning. Finanstilsynet vil i denne forbindelse vise til at Foretaket også har et passivt forvaltet verdipapirfond, DNB Norge Indeks, som inntil mai 2013 benyttet samme indeks, og som tilbys med vesentlig lavere forvaltningshonorar (0,3 % p.a. mot 1,8 % p.a. i DNB Norge).

Finanstilsynet sendte varsel om pålegg om retting ved brev av 28. november 2014. Foretaket ga sine merknader til varselet ved brev av 23. januar 2015. Foretaket bestrider at den faktiske forvaltningen av DNB Norge har vært i strid med fondets vedtekter og prospekt, og at andelseiernes interesser ikke er ivaretatt. Finanstilsynet har vurdert Foretakets anførsler, men kan ikke se at de gir grunnlag for et annet resultat. Finanstilsynet pålegger derfor Foretaket retting som varslet. Dette innebærer i hovedtrekk at Foretaket enten må innrette forvaltningen av DNB Norge i samsvar med de kjennetegn aktiv forvaltning har, og som reflekteres i fondets prospekt og forvaltningsgodtgjørelse, eller å tilpasse prisingen av fondet til den forvaltningsstrategi som reelt sett er fulgt, og samtidig

¹ ISIN NO0010338064

gjennomføre endringer i vedtekter og prospekt slik at forvaltningsstrategien tydelig fremgår. Se nærmere om dette under punkt 4.

Det vises også til øvrig korrespondanse om saken, herunder Finanstilsynets analyse og foreløpige vurderinger av 12. juni 2014 og Foretakets kommentarer av 15. august 2014. Videre vises det til Foretakets brev av 25. august 2014 og 1. september 2014, der det blant annet gis opplysninger om den aktive andelen i DNB Norge ("active share").

2. Nærmere om DNB Norge og Finanstilsynets observasjoner

DNB Norge ble i mai 2013 omdannet fra et nasjonalt verdipapirfond til et UCITS-fond, og fondets referanseindeks ble endret fra Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) til Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX). DNB Norge er et tilføringsfond som har tillatelse til å plassere alle sine eiendeler i ett annet UCITS-fond (mottakerfond). Fondets mottakerfond er DNB Norge (IV). På bakgrunn av opplysninger i årsrapporter for fondet legger Finanstilsynet til grunn at DNB Norge har plassert mer enn 99 prosent av sine midler i DNB Norge (IV).

DNB Norge har minste tegningsbeløp på 100 kr og årlig forvaltningsgodtgjørelse på 1,8 prosent. I DNB Norges vedtekter fremgår det at DNB Norge IV hovedsakelig investerer i norske selskaper hjemmehørende i Norge eller notert på norskregulerte markeder. I DNB Norges vedtekter vises det til at fondets investeringsmandat er nærmere beskrevet i prospektet. Ettersom fondet plasserer sine midler i DNB Norge (IV), er det mottakerfondets investeringsmandat som beskrives i prospektet. Det fremgår av vedtektene at fondet kjennetegnes av forholdsvis høy svingningsrisiko (volatilitet). Vedtektene viser til Nøkkelinformasjon for en nærmere beskrivelse av risikoprofilen.

Fondets investeringsmål beskrives slik i prospektet:

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

DNB Norges investeringsstrategi beskrives slik i prospektet:

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

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

Sammenhengen mellom risiko og mulig avkastning beskrives slik i prospektet:

"For å vise sammenhengen mellom risiko og mulig avkastning ved investering i fondet klassifiseres fondet til 6 i en skala fra 1 til 7 der 7 er høyere mulig avkastning og risiko."

Nøkkelinformasjonen har følgende formulering om fondets mål:

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

Fondets investeringsmål og -strategi, samt risikotaking, er lite presist og ikke særlig utfyllende beskrevet i fondsdokumentasjonen. Nøkkelinformasjonens formulering om investeringsmål gir ingen veiledning, og reflekterer heller ikke opplysningene i prospektet om at målet er å oppnå en høyest mulig avkastning relativt til referanseindeksen.

Det er naturlig å forstå beskrivelsene i prospektet slik at fondet skal forvaltes aktivt. Finanstilsynet viser her særlig til at målet med forvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning relativt til fondets referanseindeks, og formuleringene om store frihetsgrader i forvaltningen, der investeringer skjer på bakgrunn av forvalterens egne analyser i aksjer som vil kunne stige i verdi. At fondet er priset som et aktivt forvaltet fond, tilsier dessuten at fondet skal forvaltes aktivt.

Foretaket har ikke bestridt at fondet skal forvaltes aktivt. Foretaket har pekt på at fondet er beregnet på forbrukermarkedet, og at intensjonen ved etableringen var å tilby et aktivt forvaltet fond som gir god meravkastning utover fondets referanseindeks, men med en relativ lav "tracking error". Foretaket har anført at informasjonen på Foretakets hjemmeside om at forvalterne har stor frihet til løpende å gjøre aktive valg av selskaper med høyt potensiale for verdistigning ikke er i strid med dette, og at fondets risiko relativt til indeks er i overensstemmelse med fondets markedsføring. Foretaket har videre anført at forvaltningen er i samsvar med nøkkelinformasjon og investeringsprofil slik den er presentert på hjemmesiden, og at andelseierne får den risiko de betaler for gjennom forvaltningsgodtgjørelsen.

Foretaket har vist til at fondet er forvaltet av et forvalterteam på fire personer som fatter beslutninger om investeringer av fondets portefølje basert på egne vurderinger av selskapene. Det er vist til at dette er dedikerte forvaltere som hverken har mandat eller incentiver til å følge en passiv strategi. Finanstilsynet understreker at det er fondets samlede investeringer som er relevant for vurderingen av om fondet har vært forvaltet i samsvar med forutsetningene, og ikke hvor mange forvaltere som er involvert eller Foretakets kostnader ved forvaltningen.

De konkrete måltall som indikerer hvor aktivt fondet er forvaltet, viser etter Finanstilsynets syn at fondet, gjennom å investere sine midler i DNB (IV), ikke er forvaltet aktivt, men tilnærmet likt

fondets referanseindeks de siste fem år. Det vises til tallmaterialet og Finanstilsynets kommentarer på de følgende sider.

Analysen av DNB Norge er basert på følgende tallmateriale:

DNB Norge %	Størrelse på fondet 7,9 mrd				
	Siste 5 år	Siste 4 år	Siste 3 år	Siste 2 år	Siste 1 år
<i>Tall pr 03.06.2014</i>					
Avkastning ²	13,12 %	12,68 %	8,81 %	23,27 %	19,51 %
Diff. Avkastning ³	-1,86 %	-2,12 %	-1,86 %	-4,50 %	-2,25 %
Information					
Ratio ⁴	-58,47	-70,33	-62,16	-161,97	-130,49
Tracking Error ⁵	3,18 %	3,01 %	2,99 %	2,78 %	1,72 %
R-kvadrat ⁶	98,21				

Tallmaterialet er innhentet fra Oslo Børs og Morningstar pr. 3. juni 2014.

Som det fremgår er Finanstilsynets analyse basert på en femårs-periode, regnet tilbake fra 3. juni 2014. Finanstilsynet har ønsket å basere analysen på offentlig tilgjengelige tall, og har derfor benyttet offisielle tall fra Oslo Børs som beregner differanseavkastningen mot OSEFX (Mutual Funds). Foretaket har anført at dette ikke gir et korrekt bilde, da fondet frem til 22. mai 2013 benyttet OSEBX (hovedindeksen).

Foretaket har ikke fremlagt noen beregning av "tracking error" sett i forhold til den faktiske indeks fondet har målt seg mot. Finanstilsynet har innhentet en beregning av "tracking error" basert på OSEBX for perioden frem til 22. mai 2013, fra analyseverktøyet Morningstar Direct. Når skiftet av indeks hensyntas, blir "tracking error" noe lavere enn det Finanstilsynet la til grunn i varselet. De lave nivåene på "tracking error" støtter opp under at DNB Norge har vært forvaltet som et indekxnært fond.

Det er lagt til grunn følgende tall for "active share" (inklusive kontanter) på gitte tidspunkt (opplyst fra Foretaket):

	31.03.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Active share	16,9 %	16,8 %	11,9 %	9,2 %

Fondet har over lang tid hatt en lav "tracking error" og en svært lav "active share". Så lave nivåer er en klar indikasjon på at fondet ikke er forvaltet i henhold til sin aktive profil, og statistisk sett er det

² Annualisert avkastning – kilde Oslo Børs

³ Differanseavkastning er målt mot OSEFX Mutual Fonds

⁴ Kilde Oslo Børs

⁵ Tracking error (TE) er beregnet som (TE=Diff. Avkastning / IR)

⁶ Kilde Morningstar – R viser samvariasjonen med OSEBX som her er 99,1 % (korrelasjonskoeffisienten)

svært lite sannsynlig at fondet vil kunne oppnå en meravkastning som kan forsvare en forvaltningsgodtgjørelse på 1,8 %. En "active share" over tid på 17 % innebærer at fondet må oppnå en betydelig meravkastning (10,6 prosentpoeng) på den del av porteføljen som avviker fra indeksen, for å oppnå en avkastning lik fondets referanseindeks, og en meravkastning på 8,8 prosentpoeng for å oppnå en avkastning lik referanseindeksen fratrukket indeksfondets forvaltningsgodtgjørelse på 0,3 % p.a.

Foretaket har vist til en masteroppgave av Smørgrav og Næss (NHH) om Active Share i norsk fondsforvaltning datert 16.12.2011. I denne oppgaven omtales DNB Norge IV som det indekxnære fondet som kommer best ut med 11 % meravkastning på fondets aktive portefølje (s. 55). Foretaket kommenterer følgende:

"Provisjonen i dette fondet er riktignok lavere enn for DNB Norge, men vi er ikke enig med Finanstilsynets påstand om at det er svært lite sannsynlig at Fondet kan oppnå en avkastning som forsvarer provisjonen."

Den perioden som oppgaven refererer til er fra 2003- 2010, og er dermed i liten grad sammenfallende med den perioden (de siste 5 år) som Finanstilsynet har analysert. For øvrig har Finanstilsynet notert at oppgaven viser til DNB Norge som det fond som har lavest "active share" (15%), når det ses bort fra indeksfond (diagrammet side 54), og at det uttales at: *"En bør merke seg at DNB Norge fondene har en lav tracking error til å være aktivt forvaltet"* (side 42). I følge oppgaven klassifiseres DNB Norge som et indeks- eller indekxnært fond ("tracking error" < 2,0 % og "active share" < 20 %). Konklusjonen i masteroppgaven er for øvrig i overensstemmelse med Finanstilsynets tidligere observasjoner, jf. Finanstilsynets brev til Foretaket 28. august 2007, hvor problemet knyttet til blant annet lav "tracking error" i DNB Norge IV påpekes.

Foretaket har anført at fondets differanseavkastning over en lengre tidsperiode vil være en like god indikasjon på et fonds historiske risikotakning og dermed også en god indikator på hvor aktiv forvaltningen har vært. Foretaket viser til at et fond med konstant meravkastning er til andelseiernes gunst selv om "tracking error" er svært lav. Det påpekes at risiko og avkastning bør vurderes samlet og at hverken "active share" eller "tracking error" alene indikerer om et fond er aktivt forvaltet. Foretaket viser til at "active share" er beheftet med svakheter i et marked som det norske, og at det er vanskelig å sammenligne graden av aktiv forvaltning i fond som er investert i ulike regioner med utgangspunkt i fondenes "active share".

Finanstilsynet er enig i at et fond med konstant meravkastning er til andelseiernes gunst selv om "tracking error" er svært lav, men gjør samtidig oppmerksom på at differanseavkastningen i DNB Norge har vært negativ i hele fem års perioden. At avkastningen til fondet har vært tilnærmet lik avkastningen til referanseindeksen i perioden fratrukket forvaltningsgodtgjørelsen, indikerer at fondet har vært forvaltet indekxnært.

Finanstilsynet er også enig i at "tracking error" og "active share" bør vurderes samlet. Finanstilsynet har derfor basert sin analyse på en samlet vurdering, der både "tracking error" og "active share"

inngår. I analysen har Finanstilsynet i tillegg hensyntatt R-kvadrat, som viser at samvariasjonen med referanseindeksen er svært høy.

Foretaket viser til at det er utfordrende å oppnå høy "active share" i et marked som det norske. Slik Finanstilsynet ser det, er dette ikke et argument mot å benytte "active share" som ett av flere mål for forvaltningen. Det vises for øvrig til at det er Foretakets ansvar at DNB Norge innrettes slik at andelseierne gis en realistisk mulighet til å oppnå en meravkastning. Den faktiske forvaltningen av fondet de siste årene, med så lav "tracking error" og "active share", forsvarer ikke en forvaltningsgodtgjørelse på 1,8 % p.a.

I kolonne 1 nedenfor følger Foretakets oppgitte tall for DNB Norges differanseavkastning etter forvaltningsgodtgjørelse de siste elleve år ("net tasset value" minus referanseindeksen). Kolonne 2 viser differanseavkastningen dersom forvaltningsgodtgjørelsen på 1.8 % p.a. ses bort fra ("gross asset value minus referanseindeksen").

År	Avvik referanseindeks	
	Kolonne 1	Kolonne 2
2014	-2,74	-0,94
2013	-0,32	1,48
2012	-2,76	-0,96
2011	-1,81	-0,01
2010	-0,26	1,54
2009	5,67	7,47
2008	1,77	3,57
2007	1,81	3,61
2006	1,27	3,07
2005	-0,16	1,64
2004	-2,24	-0,44

I de siste fem år har differansen fra referanseindeksen variert lite (i intervallet fra minus 0,96 til pluss 1,54 (Kolonne 2)). Den aktivt forvaltede delen av porteføljen har gitt en differanseavkastning som er lavere enn forvaltningsgodtgjørelsen i de siste fem år.

Fondets avvik fra referanseindeksen de siste 5 kalenderår viser også at DNB Norge i den analyserte periode har blitt forvaltet indekxnært. Når det gjelder tilsynets vurdering av avkastningen i fondet, anfører Foretaket at det er mer relevant å legge en lengre tidshorisont til grunn, og at dersom fondet ses på over en 10-årsperiode, så er ikke fondet blitt forvaltet tilnærmet likt et indeksfond. Finanstilsynets vurdering er at fondet til enhver tid skal forvaltes i henhold til vedtekter og prospekt. Finanstilsynet har vurdert fondets resultater de siste fem år. Det er Finanstilsynets vurdering at en betydelig kortere periode enn fem år kunne ha vært benyttet for å ta stilling til om forvaltningen har vært i samsvar med forutsetningene.

Finanstilsynet er enig i at oppnådd resultat i aktivt forvaltede fond bør vurderes over en lang tidsperiode (evt en konjunktursyklus), men vil påpeke at det ikke er i tråd med forutsetningene for aktivt forvaltede fond at de blir forvaltet tilnærmet som et indeksfond.

Etter en samlet vurdering av ulike måltall for den faktiske forvaltningen av DNB Norge, er det Finanstilsynets syn at fondet er forvaltet tilnærmet likt referanseindeksen, og at Foretaket ikke har forvaltet fondet som tilsiktet.

Finanstilsynet finner i denne sammenheng å bemerke at Finanstilsynet tilskrev Foretaket i 2007 og påpekte at mottakerfondet ble forvaltet tilnærmet likt referanseindeksen. Videre at konsernrevisjonen i DNB i andre halvårsrapport 2013 har gitt Foretaket følgende anbefaling:

"Vi anbefaler også at DAM ser etter at det er en rimelig sammenheng mellom bruk av frihetsgrader i forvaltningen i de enkelte fond og kundens provisjonskostnader. Når DNB nå tilbyr billige indeksfond bør kostnadene i aktivt forvaltende fond stå i forhold til hvor aktivt man utnytter risikomandatene."

3. Rettslig utgangspunkt og Finanstilsynets nærmere vurderinger

Reglene for hvordan det enkelte fond skal forvaltes, skal fastsettes i fondets vedtekter og prospekt. Fondets nøkkelinformasjon skal inneholde sammenstilte og lett forståelig informasjon om fondet. Dokumentene skal inneholde nødvendige opplysninger for å kunne foreta en velbegrunnet vurdering av fondet.

Verdipapirfond skal forvaltes i samsvar med den investeringsstrategi som følger av fondets vedtekter, prospekt, nøkkelinformasjon og eventuelt annet markedsføringsmaterieell. Når investorer tegner andeler i et verdipapirfond som skal forvaltes aktivt og betaler forvaltningsgodtgjørelse deretter, skal investor kunne gjøre det i tillit til at fondet i praksis forvaltes som forutsatt og ikke tilnærmet som et indeksfond (indeksnær forvaltning). Fondets investeringer skal velges ut fra forvalters egne vurderinger og analyser, og ikke skygge eller ligge tett opp til en indeks, slik som strategien er for passivt forvaltede verdipapirfond. Forvaltningen skal gi andelseierne en reell mulighet til en avkastning utover referanseindeksen.

At investeringsstrategien overholdes, fremheves i verdipapirfondforskriften § 2-9 (2) som en sentral del av ledelsens ansvar i et forvaltningsselskap. Det er den øverste ledelse som er ansvarlig for at den generelle investeringsstrategien for hvert enkelt verdipapirfond gjennomføres i samsvar med vedtekter og prospekt. Den øverste ledelse skal påse at investeringsstrategien for hvert fond overvåkes og skal sikre, og jevnlig kontrollere, at den generelle investeringspolitikk, investeringsstrategi og risikogrenser for hvert verdipapirfond overholdes. Dessuten skal den øverste ledelse godkjenne og jevnlig kontrollere at de interne rutinene for investeringsbeslutninger er tilstrekkelige for hvert verdipapirfond for å sikre overholdelse av investeringsstrategier.

En sentral del av kravet til god forretningsskikk i vpfl § 2-15 er å påse at verdipapirfondenes og andelseiernes interesser ivaretas på beste måte ved blant annet at forvaltningsselskapet opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av virksomheten. Det er viktig å unngå interessekonflikter ved blant annet å sørge for at andelseiernes og fondenes interesser går foran foretakets interesser. Porteføljeforvaltningen utgjør kjernevirksomheten til forvaltningsselskapene og er den sentrale delen av den konsesjonspliktige virksomheten. Å forvalte verdipapirfond i samsvar med bestemmelser i fondets vedtekter, og som nærmere angitt i fondets prospekt og annen fondsdokumentasjon, følger av kravet til god forretningsskikk. Forvaltningsselskapene ivaretar ikke andelseiernes interesser godt nok dersom fondene forvaltes så indekxnært at andelseierne, i lys av de kostnader som er forbundet ved å være andelseier i fondet, ikke gis en reell mulighet til meravkastning.

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 indekxnært, 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 ivare tatt andelseiernes interesser slik verdipapirfondlovens regler om god forretningsskikk krever.

4. Valg av sanksjon – vedtak om pålegg om retting

Det er kritikkverdig at Foretaket over lang tid har innrettet forvaltningen av DNB Norge slik at det i praksis er forvaltet indekxnært. Resultatet av forvaltningen har dermed vært tilnærmet fondets referanseindeks når det justeres for den faste forvaltningsgodtgjørelsen. Kritikken forsterkes i lys av fondets betydelige størrelse, at fondet er rettet inn mot ikke-profesjonelle investorer, og det faktum at Foretaket har opprettholdt en årlig fast forvaltningsgodtgjørelse som ikke forsvarer hvordan fondet reelt sett er blitt forvaltet og tilbudt.

Finanstilsynet har vurdert ulike sanksjoner, og har kommet til at Foretaket pålegges retting etter verdipapirfondloven § 11-4 jf. § 2-15 (1) og (2) nr. 1 og 4, der Foretaket pålegges

- 1) enten å:
 - i) innrette forvaltningen av DNB Norge i samsvar med de kjennetegn aktiv forvaltning har, og som reflekteres i fondets prospekt og forvaltningsgodtgjørelse, eller
 - ii) tilpasse prisingen av fondet til den forvaltningsstrategi som reelt sett følges, og samtidig gjennomføre endringer i vedtekter og prospekt slik at forvaltningsstrategien tydelig fremgår. Alternativet forutsetter andelseiernes samtykke.
- 2) å informere andelseierne om Finanstilsynets konklusjoner og pålegg om retting, samt om hvordan Foretaket velger å innrette seg.

- 3) å innen 26. mars 2015 sende Finanstilsynet en konkret plan for hvordan Foretaket vil innrette seg for å ivareta andelseiernes interesser.

Dette vedtaket kan påklages til Finansdepartementet, jf. forvaltningsloven §§ 28 flg. Klagen sendes til Finanstilsynet. Frist for å klage er tre uker fra vedtaket er mottatt. Klagen skal nevne det vedtak det klages over og hvilket resultat klager mener er riktig. Klagen bør også nevne de grunner klagen støtter seg til.

For Finanstilsynet



Anne Merethe Bellamy
direktør



Britt Hjellegjerde
seksjonssjef