

Våren 2008

Utredning i spesialfagsområdet: Finansiell Økonomi

Veileder: Professor Thore Johnsen

En deskriptiv analyse av prisstrukturen i norske
verdipapirfond per 31.12.06

av

Lars Hem Henriksen (s031732)

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne utredningen er en avsluttende del av mitt masterstudium i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole.

Valget av problemstilling ble tatt sammen med Grieg Investor ASA. Vi ønsket å se om det var noen forhold som forklarte prisstrukturen i norske verdipapirfond, hvilke parametere ble lagt til grunn når prisstrukturen ble fastsatt og om det finnes en sammenheng mellom kvaliteten på forvaltningen og prisstrukturen.

Med utgangspunkt i relevant teori om kapitalforvaltning, ønsket jeg å undersøke prisstrukturen til norske verdipapirfond.

Arbeidet med oppgaven har vært tidkrevende og meget utfordrende. Samtidig har jeg lært mye og fått sjansen til å jobbe med et utrolig spennende tema. Jeg håper at andre også vil ha glede av min analyse og funn, og at denne utredningen vil ha informasjonsverdi for leseren.

Oslo, 18. juni, 2008

.....
Lars Hem Henriksen

1.0 SAMMENDRAG	6
2.0 INNLEDNING	7
2.1 BAKGRUNN FOR OPPGAVEN	7
2.2 FAGLIG GRUNNLAG FOR OPPGAVEN	7
2.3 PROBLEMSTILLING.....	7
2.4 AVGRENSNINGER.....	8
3.0 TEORI OG KAPITALFORVALTNING	9
3.1 HVA ER ET FOND?	9
3.1.1 ULIKE TYPER FOND.....	11
3.2 INVESTERINGSSTRATEGI.....	15
3.2.1 Strategisk aktiva allokering	16
3.2.2 Aktiv versus passiv forvaltning	17
3.2.3 Aktiv Aktiva Allokering	18
3.2.4 Internasjonal diversifisering.....	21
3.2.5 En eller flere forvaltere.....	22
3.2.6 Fellestrekk.....	23
3.2.7 Revurdering	29
4.0 MARKEDSAKTØRER	30
4.1 ULIKE AKTØRER	30
4.2 LOV OM VERDIPAPIRHANDEL OG KREDITTTILSYNET	31
4.2.1 Regulering for risikodiversifisering.....	32
4.3 ILLUSTRASJON	33
5.0 TRENDER I NÆRINGEN	35
5.1 SPESIALISERING OG PROFESJONALISERING	35
5.1.1 Undersøkelser på det nordiske markedet.....	36
5.2 INDEKSFORVALTNING.....	37
5.3 GLOBALISERING OG KONSOLIDERING	37
5.3.1 Deregulering.....	38
5.3.2 Teknologi	38
5.3.3 Stordriftsfordeler og konsolidering.....	38
5.4 STERK VEKST I NORSK SPARING	38
5.5.1 Utvikling fondssegment.....	39
5.5.1.1 Pengemarkedsfond.....	41
5.5.1.2 Obligasjonsfond.....	42
5.5.1.3 Kombinasjonsfond.....	43
5.5.1.4 Aksjefond.....	44
5.5.1.5 Andre fond /hedgefond.....	45
6.0 KOSTNADSFORHOLD KNYTTET TIL FORVALTNING	47
6.1 STORDRIFTSFORDELER	47
6.2 DIREKTE KOSTNADER	50
6.2.1 Investeringskostnader	50
6.2.2 Transaksjonskostnader	51
6.2.3 Markedsføringskostnader.....	52
6.2.4 Rapporteringskostnader.....	53
6.2.5 Kontrollkostnader	53
6.3 KOSTNADER FOR INVESTOREN.....	53
7.0 METODE	55
8.0 ANALYSE.....	58
8.1 FOND & FORVALTERE	59
8.2 PENGEMARKEDSFOND	63
8.2.1 Analyse Pengemarkedsfond	64
8.2.2 Korte pengemarkedsfond med lav kreditt risiko	64
8.2.3 Lange Pengemarkedsfond med lav kreditt risiko	66
8.2.4 Øvrige Korte Pengemarkedsfond.....	66

8.2.5 Øvrige Lange Pengemarkedsfond.....	68
8.2.6 Internasjonale Pengemarkedsfond.....	68
8.3 OBLIGASJONSFOND.....	70
8.3.1 Analyse Obligasjonsfond.....	70
8.3.2 Obligasjonsfond 0-2.....	71
8.3.3 Obligasjonsfond 2 – 4.....	72
8.3.4 Obligasjoner 4+.....	75
8.3.5 Internasjonale Obligasjonsfond.....	76
8.4 KOMBINASJONSFOND.....	79
8.4.1 Analyse Kombinasjonsfond.....	79
8.4.2 Norske Kombinasjonsfond.....	80
8.4.3 Internasjonale kombinasjonsfond.....	81
8.4.4 Livssyklusfond.....	83
8.4.5 Andre Kombinasjonsfond.....	83
8.5 AKSJEFOND.....	84
8.5.1 Analyse Aksjefond.....	86
8.5.2 Norske Fond:.....	86
8.5.3 Globale Fond:.....	93
8.5.4 Norden.....	99
8.5.5 Europeisk.....	100
8.5.6 Østeuropeiske fond.....	103
8.5.7 Norsk/Internasjonalt.....	104
8.5.8 Livssyklusfond.....	105
8.5.9 Bransjefond.....	105
8.5.10 Svenske Fond.....	107
8.5.11 Japanske Fond.....	108
8.5.12 Asiatiske fond eks. Japan.....	108
8.5.13 Nordamerikanske Fond.....	109
8.5.14 Andre Regionale Fond.....	110
8.5.15 Nye Markeder.....	112
8.6 ANALYSE HEDGEFOND/ANDRE VERDIPAPIRFOND.....	113
8.7 SAMMENHENG MELLOM PRIS OG KVALITET I FONDSFORVALTNING.....	114
9.0 HOVEDFUNN.....	121
9.1 HOVEDFUNN PENGEMARKEDSFOND.....	122
9.2 HOVEDFUNN OBLIGASJONSFOND.....	123
9.3 HOVEDFUNN KOMBINASJONSFOND.....	125
9.4 HOVEDFUNN AKSJEFOND.....	126
9.5 HOVEDFUNN HEDGEFOND/ANDRE VERDIPAPIRFOND.....	129
9.6 HOVEDFUNN: SAMMENHENG PRIS OG KVALITET.....	130
10. KONKLUSJON.....	131
LITTERATURLISTE.....	134
VEDLEGG.....	137

Figur, tabell og illustrasjonsliste

Figur 1: Oversikt over betalingsstrømmen mellom investoren, fond og underliggende papir.....	10
Figur 2: Forventet avkastning/risiko i et aksjefond.....	11
Figur 3: Forventet avkastning/risiko i et obligasjonsfond.....	12
Figur 4: Forventet avkastning risiko i et pengemarkedsfond.....	13
Figur 5: Geografisk allokering 2 aksjefond.....	21
Figur 6: Risikohierarki aktivaklasser.....	25
Figur 7: Totale midler investert i fond 03 - 06.....	40
Figur 8: Indeksutvikling 02-06.....	40
Figur 9: Forvaltningskapital pengemarkedsfond.....	41
Figur 10: Netto tegning pengemarkedsfond.....	41
Figur 11: Forvaltningskapital obligasjonsfond.....	42

Figur 12: Netto tegning obligasjonsfond	42
Figur 13: Utvikling forvaltningskapital kombinasjonsfond 03-06	43
Figur 14: Netto tegning kombinasjonsfond 03-06	43
Figur 15: Forvaltningskapital aksjefond	44
Figur 16: Netto tegning aksjefond	45
Figur 17: Netto tegning hedgefond/andre verdipapirfond	45
Figur 18: Forhold forvaltningskapital og kostnader	48
Figur 19: Kostnadsforhold aktivt/passivt mandat og forvaltningskapital	50
Figur 20: Antall fond og forvaltningskapital	60
Figur 21: Aktiva allokering norske verdipapirfond	62
Figur 22: Markedsandel pengemarkedsfond	63
Figur 23: Markedsandel obligasjonsfond	70
Figur 24: Markedsandel kombinasjonsfond	79
Figur 25: Markedsandel aksjefond	84
Figur 26: Mandat aksjefond og antall fond	85
Figur 27: Aksjefond fordelt på mandat og markedsverdi	86
Tabell 1: Utvikling i norsk sparing	39
Tabell 2: Årlig fordeling aktivaklasser	39
Tabell 3: Vekst totalmarkedet	40
Tabell 4: Markedsandel forvaltere	60
Tabell 5: Differanseavkastning: globale aksjefond	115
Tabell 6: Differanseavkastning: norske aksjefond	116
Tabell 7: Differanseavkastning: norske obligasjonsfond	116
Tabell 8: Differanseavkastning: norske pengemarkedsfond	117
Tabell 9: Tracking error: globale aksjefond	118
Tabell 10: Tracking error: norske aksjefond	119
Tabell 11: Tracking error: norske obligasjonsfond	119
Tabell 12: Tracking error: norske pengemarkedsfond	120
Illustrasjon 1: Forhold knyttet til investeringsstrategi	16
Illustrasjon 2: Markedsaktører	33

1.0 Sammendrag

Gjennom å jobbe som oppgjørsansvarlig for en uavhengig rådgiver så jeg hvilke kostnader verdipapirfond belaster sine investorer og hvordan disse kan påvirke avkastningen i en portefølje. Jeg var interessert i å finne ut hvilke faktorer som påvirket fastsettelsen av prisstrukturen i norske verdipapirfond.

Prisstrukturen i verdipapirfond er bygget opp av transaksjonsgebyrer og påvirkes av flere forhold. Investeringsstrategien og mandatet til fondet påvirker prisstrukturen i varierende grad. Aktivaklasse er en faktor som påvirker prisstrukturen. Minsteinnskuddet og størrelsen på investeringen gir føringer for hvilke prosentsatser forvalteren belaster på gebyrene. I utgangspunktet skal det være stordriftsfordeler innen fondsforvaltning, men analysen fant få eller ingen bevis på at disse påvirket prisstrukturen.

Investorene i verdipapirfond er ikke veldig prissensitive. Prisstrukturen på verdipapirfondene bestemmer ikke hvor investorene plasserer midlene sine. Dette gjelder for alle typer verdipapirfond. Analysen viste at investorene ble noe mer prissensitive når de investerte i verdipapirfond med høyere minsteinnskudd.

En analyse basert på månedlige avkastningsstall fra Morningsstar sin europeiske database viste at fond med høyt forvaltningshonorar hadde et lavere gjennomsnitt på meravkastningen. Samme analyse viste også at mer aktive fond, målt på tracking error, ikke hadde et høyere forvaltningshonorar

Utredningen konkluderer med at det er vanskelig å finne faktorer som påvirker prisstrukturen i alle verdipapirfond. Analysen tyder på at prisstrukturene bestemmes mer av subjektive prosesser internt hos forvalterne og at prisstrukturen i norske verdipapirfond vanskelig kan forklares ved bruk av teori.

2.0 Innledning

I innledningen til denne oppgaven vil jeg kort beskrive hvorfor jeg valgte å skrive denne oppgaven, hvilken problemstilling jeg har valgt og hvilke avgrensninger jeg har gjort.

2.1 Bakgrunn for oppgaven

Prisstrukturen på finansielle produkter har fått økt oppmerksomhet i Norge de seneste årene og med rette. Det finnes mange eksempler på aktører som har tatt seg grovt betalt for dårlige tjenester. Samtidig vokser det norske verdipapirfondsmarkedet kraftig. Denne oppgaven vil se på prisstrukturen i norske verdipapirfond og hvilke parametere som legger til grunn for fastsettelsen av prisstrukturen. Oppgaven vil også undersøke om det finnes en sammenheng mellom prisstrukturen og kvaliteten på forvaltningen.

2.2 Faglig grunnlag for oppgaven

Denne utredningen blir skrevet som en avsluttende oppgave ved masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Min hovedfordypning har vært i bedriftsøkonomisk analyse og støttefag innen finans. Samtidig har jeg jobbet i Grieg Investor ASA i de seneste 3 årene og i 2 av disse som oppgjørsansvarlig. Dette har gitt meg et godt innblikk både i markedet og prisstrukturen til norske verdipapirfond.

2.3 Problemstilling

Problemstillingen for denne oppgaven er som følger:

En deskriptiv analyse av prisstrukturen i norske verdipapirfond per 31.12.06

For å svare på problemstillingen ovenfor, vil jeg først definere og diskutere en del problemstillinger knyttet rundt forvaltningen av verdipapirfond og hvordan disse påvirker både forvaltningen av verdipapirfondet og en investor. Jeg forklare ulikheter mellom ulike typer fond i forhold til avkastning og risiko. Jeg vil videre se på trender i næringen og hvilken innvirkning de har på markedet. Oppgaven diskuterer kostnadsforhold (for forvalter) og hvilke kostnader forvalteren må dekke inn ved prisstrukturen i fondene. For å svare på problemstillingen analyserer oppgaven prisstrukturen til fondene som ligger innenfor Verdipapirfondsforeningen. Jeg foretar også en egen analyse for å prøve å avdekke om det er et forhold mellom prisstruktur og kvaliteten på forvaltningen.

2.4 Avgrensninger

Denne oppgaven vil ikke analysere prisstrukturen på fond-i-fond. Et fond-i-fond er et verdipapirfond som investerer alle midlene sine inn i et eller flere andre verdipapirfond. Denne oppgaven ønsker å se på forholdet mellom forvaltningen av verdipapirfond og prisstrukturen i disse og å analysere fond-i-fond mener jeg derfor ikke er hensiktsmessig.

Fond som er registrert i Norge, men forvaltet fra utlandet analyseres ikke. Jeg ønsker å analysere det norske forvaltningsmiljøet og finner fond som kun er registrert i Norge, men opereres fra utlandet uinteressant. Det var også noen spesielle fond der jeg dessverre ikke fikk tak i kostnadene i fondene. Jeg prøvde å henvende meg til forvalterne av disse, men klarte dessverre ikke å få gjort tilgjengelig informasjonen.

Denne oppgaven ser også kun på prisstrukturen til verdipapirfondene og tar ikke høyde for at det er mulig for noen investorer å forhandle på disse. Analysen vil skje på bakgrunn av prisstrukturen beskrevet i verdipapirfondenes egne faktaark og vedtekter.

3.0 Teori og kapitalforvaltning

Denne oppgaven vil legge vekt på kapitalforvaltning av verdipapirfond

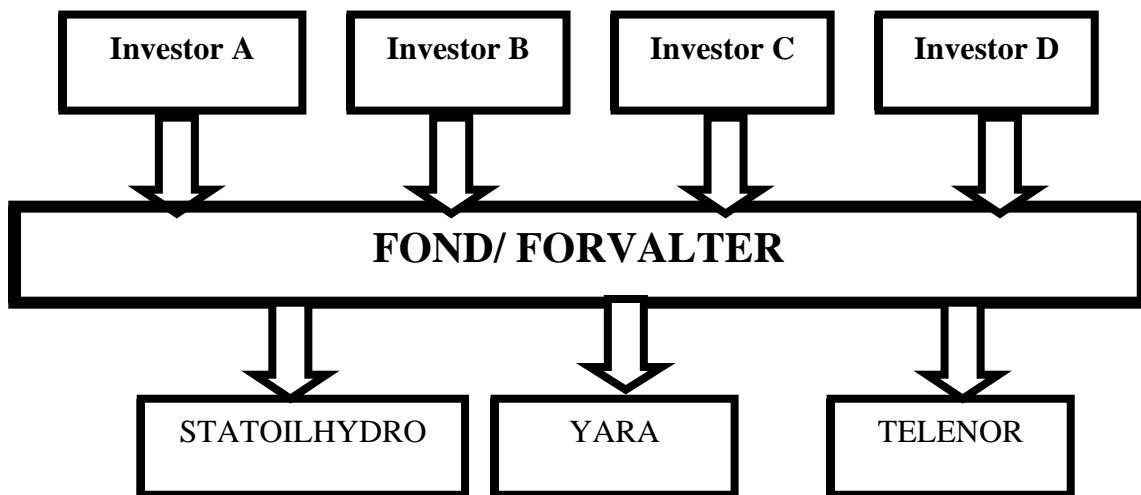
I dette kapittelet vil jeg se nærmere på hva kapitalforvaltning er, hva slags funksjon den har, og hva slags tjenester og produkter som tilbys. Jeg vil i tillegg definere og kort forklare en del begreper som vil bli brukt i denne oppgaven. Jeg vil forklare teori og praksis knyttet til forvaltningen av fond og investeringsstrategi gjennom en egen illustrasjon.

Illustrasjonen tar for seg noen av de viktigste aspektene ved kapitalforvaltning og aspektene rundt verdipapirfond. Den illustrerer de valgene investoren må ta knyttet til strategisk aktiva allokering, aktiv/ passiv forvaltning, aktiv aktiva allokering, internasjonal diversifisering og valget om bruken av en eller flere forvaltere. Kapittelet går videre til å diskutere fellestrekk ved enhver god investeringsstrategi.

Verdipapirloven definerer kapitalforvaltning som ”aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt”. Enkelt forklart er kapitalforvaltning plassering av penger i forskjellige finansielle instrumenter som for eksempel aksjer, obligasjoner og eiendom. Det viktigste kriteriet er forholdet mellom avkastning og risiko (se punkt 3.2.6.1).

3.1 Hva er et fond?

Et verdipapirfond kan kort beskrives som en kollektiv investering, der flere sparere eller investorer går sammen om å plassere sine midler i verdipapirmarkedet. Fond fungerer på den måten at mange investorer betaler inn et beløp til en forvalter som tilbyr et eller flere forskjellige fond. Disse forvalterne kjøper for eksempel aksjer, obligasjoner, derivater eller andre finansielle produkter på vegne av investorene. Den enkle figuren på neste side viser betalingsstrømmen mellom fondssparere, forvalter og verdipapirfond.



Figur 1: Oversikt over betalingsstrømmen mellom investoren, fond og underliggende papir.

Hovedpoenget med å investere gjennom fond er at forvalteren skal være bedre til å velge de riktige papirene sammenlignet med den individuelle investoren, og at man får diversifisert risikoen gjennom å holde flere forskjellige papirer sammenlignet med det den enkelte investor klarer selv. Verdier blir skapt ved at man investerer i forskjellige papirer som besitter egenskaper investorer søker.

Fondsselskapene/forvalterne administrerer flere fond med ulike strategier. Det finnes fond for "enhver smak". For eksempel finnes det fond med kort horisont, og for den som har en lang investeringshorisont. Det finnes fond som tilbyr muligheter for høy forventet avkastning, med tilhørende høy risiko, og det finnes fond med lav risiko hvor man forventer lavere avkastning. Det finnes for eksempel fond som investerer i teknologiaksjer i USA og det finnes fond som investerer i utviklingsbedrifter i Asia. Holberg Fondsforvaltning AS tilbyr for eksempel et eget fond som kun investerer i aksjer på Oslo Børs og et annet fond som investerer kun i aksjer knyttet til olje- og energisektoren, i tillegg til å tilby flere andre fond med andre egenskaper. Ved å kjøpe forskjellige fond, kjøper man i utgangspunktet forskjellige investeringsstrategier. Tall som Verdipapirfondenes Forening (VFF) har hentet inn viser at norskregistrerte verdipapirfond forvalter 342 842 408 000 kr (2006).

Hvert fond har sine egne definerte investeringsstrategier. Forvaltere selger disse produktene/ investeringsstrategiene i form av å selge fondsandeler. Det er som oftest få eller ingen begrensning på antall andelseiere i et verdipapirfond, og hver andelseier får andeler tildelt på

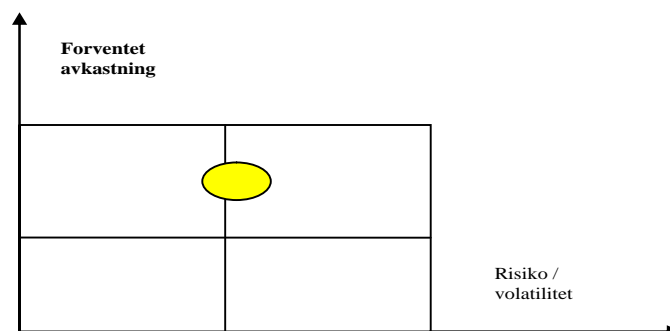
bakgrunn av hvor mye investorens midler utgjør av fondets totale verdi på tegningstidspunktet.

Investeringsstrategien er det essensielle bak enhver investering. Stavanger Fondsforvaltning har for eksempel definert Skagen Global sin investeringsstrategi på følgende måte: ”Skagen Global investerer i selskaper over hele verden – bortsett fra Norge – og søker å ha en balansert eksponering mot bransjer. Investeringsfokus er på enkelt-selskaper som er solide, men underpriset, uavhengig av markeder og bransjer”¹

3.1.1 Ulike typer fond

Dette avsnittet vil se nærmere på hva som kjennetegner de ulike typene verdipapirfond; aksjefond, obligasjonsfond, pengemarkedsfond, kombinasjonsfond og hedgefond/andre verdipapirfond. Jeg vil også forklare to alternative aktivaklasser, nemlig private equity og eiendom.

1. Aksjefond – dette er et fond bestående av utvalgte aksjer, valgt av forvalteren i fondet. Aksjefond innebærer en risikoeksponering tilsvarende den som aksjemarkedet gir. Avkastningen og risikoen avhengig av de selskaper, bransjer eller land/regioner fondet investerer i. Et typisk avkastning/risiko for et aksjefond forhold kan illustreres slik (Meholm 2004):



Figur 2: Forventet avkastning/risiko i et aksjefond

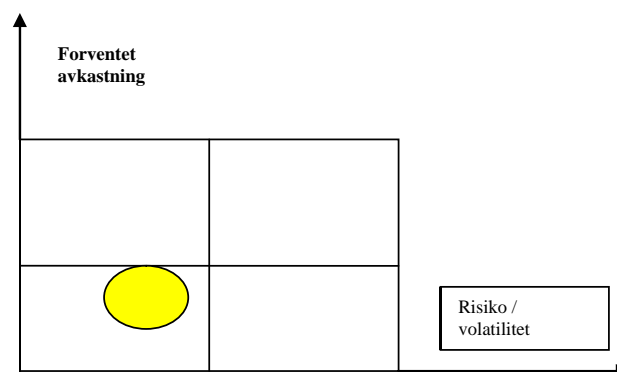
¹ http://www.skagenfondene.no/vaare_fond/skagen_global/

Grunnprinsippet i et aksjefond er at enkeltinvestorer skyter inn kapital og mottar for dette beløpet, andeler i fondet. Deretter kjøper fondet aksjer i markedet for midlene det har til disposisjon. Hvis fondets investeringsstrategi blir en suksess, vil de underliggende aksjene øke i verdi. Kursen på fondet vil da stige og en andel øke i verdi.

Mange aksjefond benytter så godt som hele kapitalen i ett bestemt marked som er nedfelt i strategien. Forvalteren må følge investeringsstrategien i gode og onde dager. Investoren på den andre siden kan innløse andeler når han eller hun føler at strategien til fondet ikke er kompatibelt med markedet. En viktig fordel ved å velge å kjøpe en fondsandel kontra en enkeltaksje, er at man får en god risikospredning (Meholm, 2004).

2. Rentefond – dette er fond som investerer i rentebærende papirer, med andre ord, låner ut penger til for eksempel stat, kommuner og selskaper i, både Norge og utlandet. Rentefond deles videre inn i obligasjonsfond og pengemarkedsfond.

2A. Obligasjonsfond – fungerer likt et aksjefond, men med den forskjell at pengene brukes til å investere i obligasjoner istedenfor aksjer. Dette innebærer typisk en lavere risiko sammenlignet med investeringer i ett aksjefond. Obligasjonene kjøpes i ulike underliggende papirer og mottar renter samtidig som de endrer kurs daglig. Et typisk avkastning/risiko for et obligasjonsfond forhold kan illustreres slik (Meholm 2004):

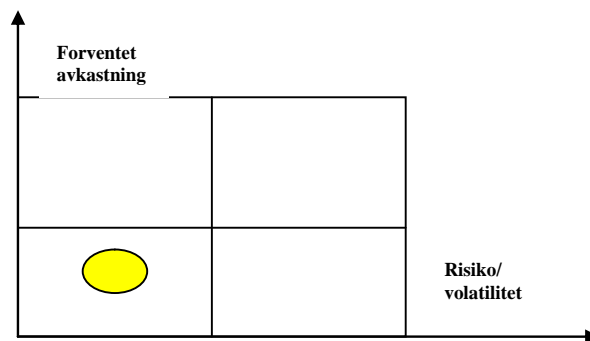


Figur 3: Forventet avkastning/risiko i et obligasjonsfond

Dersom renten i pengemarkedet stiger, synker prisen på obligasjonen og kursen faller, og motsatt. Obligasjonsfond deles gjerne inn i statsobligasjonsfond og industriobligasjonsfond. Statsobligasjonsfond i industrialiserte land har svært liten risiko, målt ved standardavvik, og

forventet avkastning er derfor lav. Industriobligasjonsfond har noe høyere risiko, ofte høyere renter og blir gjerne inndelt i ulike ratingklasser basert på anslått kredittrisiko.

2B. Pengemarkedsfond – pengene plasseres i kortsiktige rentepapirer og obligasjoner med en løpetid på under ett år. Disse papirene endrer renten en eller flere ganger i året og avkastningen er dermed veldig avhengig av bankrenten til enhver tid. Avkastningen eller renten på pengemarkedsfond er som oftest litt høyere enn renten på de fleste bankinnskudd, men lavere enn renten på de aller beste høyrentekontoene (Meholm 2004). Pengemarkedsfond er i tillegg ofte svært likvide. Avkastning/risiko forholdet for et typisk pengemarkedsfond kan illustreres slik (Meholm 2004):



Figur 4: Forventet avkastning risiko i et pengemarkedsfond

3. Hedgefond - dette er en samlebetegnelse på fond hvor de ulike forvalterne søker å ta posisjoner i forskjellige retninger for å unngå en ensidig risikoeksponering i porteføljen.

“Hedging” betyr å skaffe seg sikring mot risiko, men formålet er også høy avkastning.

Forvalterne prøver å utnytte ulike typer av feilprising i markedene. Hedgefondene er stort sett private, lukkede og tilbys ikke til det brede publikum. I Norge har hedgefond vært lite brukt, men omfanget har økt den siste tiden og mange mener at norske investeringer i hedgefond vil ta seg opp i tiden fremover. Da det finnes så mange ulike strategier innenfor hedgefond, er det vanskelig å illustrere forholdet mellom risiko og avkastning.

4. Kombinasjonsfond – fond som investerer i en blanding av rentepapirer og aksjer. De har høyere risiko enn obligasjonsfond fordi fondet også investerer i aksjer, men med lavere risiko enn aksjefond fordi det plasserer en andel av midlene i obligasjons- og pengemarkedet.

Forventet avkastning og risiko vil dermed være avhengig av hvordan man har investert i både aksje- og rentemarkedet².

Alternative investeringsmuligheter/ aktivaklasser

Det finnes alternative investeringsmuligheter utover de som er nevnt foran. De siste årene har sett en økt interesse for alternative investeringer. Det er spesielt private equity og eiendom som har stått i sentrum for denne interessen. Disse investeringsmulighetene er strukturert annerledes enn de andre aktivaklassene. De er ikke mange av disse investeringsmulighetene som er strukturert som et fond, men tilnærmet som direkte investeringer.

1. Private Equity³ er en motsyklisk investering som gjennom aktivt eierskap og vesentlige eierposisjoner i ikke-børsnoterte selskaper skal gi avkastning. Private Equity kan også komme i form av oppkjøp av et børsnotert selskap som senere tas av børs. Ideen er at man skal skape verdier gjennom et aktivt eierskap, og tilførsel av manglende ressurser som for eksempel kapital og kompetanse. Det har vist seg at etablerte forvaltere har oppnådd en relativt stabil avkastning over tid på sine private equity investeringer. Private equity byr også på store utfordringer. Kapitalen er bundet på en langsiktig basis og har svært begrenset likviditet, samtidig som det er vanskelig å forutsi kontantstrømmene knyttet til investeringen. Investoren skal også være klar over at man ikke får se den reelle avkastningen før realiseringstidspunktet av investeringen.

2. Eiendom/ Eiendomsfond⁴ – slike fond har den siste tiden blitt stadig mer populære og er i dag et relativt vanlig investeringsprodukt. Eiendom har historisk sett en lav eller negativ samvariasjon med aksjemarkedet, og brukes ofte som aktivaklasse grunnet gode diversifiseringsegenskaper. Eiendom henger tettere sammen med rentenivået, enn det som er tilfellet for aksjemarkedet. (Meholm 2004, Hylland Invest 2005⁵) En ulempe med eiendom som aktivaklasse er at den normalt har dårlig likviditet.

² Jeg har ikke laget en oversikt slik som for andre aktivaklasser. Dette henger sammen med at risiko/ volatilitet og forventet avkastning er avhengig av hvor mye som er plassert i de ulike markedene, noe som varierer mye fra kombinasjonsfond til kombinasjonsfond).

³ vil ikke bli analysert i denne oppgaven

⁴ Ikke laget oversikt over forholdet mellom risiko og avkastning

⁵ http://www.hyllandinvest.no/vis_side.php?id=543

3.2 Investeringsstrategi

Det er et enormt antall valgmuligheter i markedet, hvor alle fond har sine egne egenskaper og strategier. På neste side presenteres en illustrasjon som viser ulike problemstillinger som både forvaltere og investorer må ta stilling til, og som belyser mye av teorien knyttet rundt investeringer gjennom verdipapirfond. Illustrasjonen tar for seg den normale fordelingen av ulike aktivaklasser, eller såkalt "strategisk aktivaallokering". Begrepene "aktiv og passiv forvaltning" vil bli definert og forklart. Videre er mulighetene for "aktiv aktiva allokering" drøftet. "Risikodiversifisering" og fordeler/ulempene ved internasjonal diversifisering blir diskutert. Det siste aspektet i illustrasjonen er bruken av en eller flere forvaltere. Det ligger en sirkel rundt for å illustrere at dette er en kontinuerlig prosess.

De valgene en investor gjør i forhold til de begrepene som er presentert ovenfor, bidrar til å definere investeringsstrategien. Allikevel finnes det fellestrekk i alle gode investeringsstrategier. Disse fellestrekkene ligger inne i sentrum i illustrasjonen, dette for å vise at de er grunnpilarer i de valgene en investor foretar seg.

Det er mulig å oppnå høyere avkastning ved å ta høyere risiko, men ambisjonen må være å oppnå det beste forholdet mellom avkastning og risiko. Oppgaven ser på risikohierarkiet mellom de ulike fondsklassene og ser på empirisk forskning på området.

Et stort data-/informasjonsgrunnlag for analyse er viktig for forvalterne, men dette kan innebære problemstillinger knyttet til ugunstig utvalg og moralsk hasard, spesielt prinsippal-agent problemet.

De ulike teoretiske begrepene har stor betydning for både forvalteren, og de som eier fondsandelene. Valgene man gjør innenfor de presenterte begrepene, har stor innvirkning på totalavkastningen i porteføljene og betalingsviljen hos investorene. Jeg velger å bruke såpass mye plass på disse begrepene fordi de belyser en del viktige forhold med kapitalforvaltning generelt. De valgene som forvalter og investor gjør på bakgrunn av disse begrepene påvirker prisstruktur og kostnader i fondene. Teorien bidrar til å sette rammen for denne utredningen.

Illustrasjon av aspekter ved en investeringsstrategi:



Illustrasjon 1: Forhold knyttet til investeringsstrategi

3.2.1 Strategisk aktiva allokering

En investor må først velge hvor mye av kapitalen han vil allokere mellom aksjefond, rentefond, hedgefond, kombinasjonsfond og så videre. De ulike aktivaklassene har forskjellig prisstruktur og sammensetningen vil påvirke kostnadene og dermed totalavkastningen i porteføljen. Den strategiske allokeringen bestemmer utvalget, fordelingen og utvelgelsen av instrumentene (spesifikke produkter) innenfor de valgte aktivaklasser. Strategisk aktiva allokering skal bestemme den "normale" vektningen for hver av aktivaklassene (Brinson, Singer og Beebower 1991). I utgangspunktet skal den strategiske allokeringen ligge fast over en lengre periode av gangen.

Beslutningene bak den strategiske allokeringen er basert blant annet på forholdet mellom avkastning/risiko, investorens forpliktelser, preferanser, forventninger om fremtidige rentenivåer og tidshorison. Med andre ord bør den strategiske allokeringen være personlig tilpasset investorens behov. Det er de "langsigte" vektene i hver aktivaklasse og de passive aktivaklassene (les markedsavkastning) i seg selv som står for den største andelen av avkastning til porteføljen. Ibbotson og Kaplan (2004) analyserte balanserte verdipapirfond og pensjonsfond og fant at allokeringsstrategien forklarte tilnærmet 100 % av nivået på avkastningen. De fant også at den samme strategien forklarer 90 % av variasjonen i

avkastningen over tid, men kun 40 % av variasjonen i avkastningen mellom de forskjellige fondene. En studie av Brinson, Singer og Beebower (1991) indikerte at den strategiske aktiva allokeringen er den faktoren som påvirker den totale avkastningen i porteføljer mest.

3.2.2 Aktiv versus passiv forvaltning

Kunden bør også velge om den vil benytte aktiv eller passiv forvaltning. Norges Bank definerer aktiv forvaltning slik: ”Forvalterne velger selv verdipapirer som man på basis av egne analyser og vurderinger mener gir best avkastning. Dette innebærer at en forvalter påtar seg hele forvaltningsoppdraget for en oppdragsgiver, noe som innebærer en utarbeidelse av investeringsstrategi samt taktisk aktiva allokering”. Investoren gir således forvaltningsselskapet fullmakt til å forvalte midlene ut i fra det risikonivået og den investeringsstrategien som er definert.

I følge Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) omfatter aktiv forvaltning følgende hovedinstrumenter:

- Egenkapitalinstrumenter – hovedsakelig aksjer med tilhørende derivater.
- Gjeldsinstrumenter – sertifikater og obligasjoner med tilhørende derivater
- Andre finansielle instrumenter – hovedsakelig derivater (som ikke er nevnt ovenfor)
- Bankinnskudd

Norges Bank beskriver indeksforvaltning, også kalt passiv forvaltning, slik: ”En indeksforvalter har som oppdrag å oppnå en avkastning som er nær opp til avkastningen på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner”⁶. Forvalterne kjøper enten alle de papirene som inngår i referanseporteføljen, eller et utvalg som er ventet å gi en tilsvarende avkastning. Forvaltere med færre papirer, prøver å opprettholde de samme land- og sektorvektene som referanseindeksen⁷. Fordelene er at man unngår papirer med lav likviditet og man får en mer oversiktlig portefølje.

⁶ http://www.norges-bank.no/ord_og_uttrykk.html#I

⁷ Verdipapirenes Forening forklarer referanseindeks slik ”Forvaltningsselskapene velger en referanseindeks for sine verdipapirfond som har en sammensetning av verdipapirer det er rimelig å sammenligne fondet med, sett i

Investorer velger gjerne indeksforvaltning fordi dette har vist seg å gi gode resultater sammenlignet med aktiv forvaltning. Indeksforvaltning gir den gjennomsnittelige markedsavkastningen, og er en billig form for forvaltning. Den sikrer stor spredning av risikoen i porteføljene (Norges Bank 2001). Indeksforvaltning har også mye lavere forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlignet med aktiv forvaltning (Kjær 1999). Grunnen er at den kan gjennomføres uten store markedsanalyser. Knut N. Kjær (1999) forklarer det slik "De løpende transaksjonskostnadene er lavere enn ved aktiv forvaltning fordi årlige kjøp- og salg av aksjer og andre instrumenter utgjør normalt kun 3-7 % av porteføljen".

Kort oppsummert er indeksforvaltning en kostnadsminimerende strategi. Kostnadene knyttet til transaksjoner er lave og honorarene til forvalterne er betydelig lavere enn ved aktiv forvaltning. Samtidig oppnås gode resultater når man sammenligner avkastning og kostnader med aktiv forvaltning. "Aktiv forvaltede fond har normalt hatt en lavere netto avkastning" (Norges Bank 2000). Et like viktig poeng er at man sikrer en stor spredning av risikoen med passiv forvaltning og man får en bedre oversikt over risikoeksponeringen i porteføljen. Senere analyser vil sammenligne prisstrukturen til passive fond og aktive fond.

3.2.3 Aktiv Aktiva Allokering

Når den strategiske allokeringen er bestemt, må investoren se på mulighetene for taktisk aktivaallokering. Dette innebærer at man overveker eller underveker en eller flere aktivaklasser, regioner, sektorer eller tar valutaposisjoner for midlertidig å øke avkastningen og/eller redusere risikoen i porteføljen sammenlignet med referanseindeksen (Brinson, Singer og Beebower 1991). Brinson, Hood og Beebower (1995) forklarer taktisk aktiva allokering slik; å strategisk forandre investeringsvektene for å kunne oppnå meravkastning fra kortsiktige svingninger i prisen på ulike aktivaklasser. Intensjonen er å allokere risiko eller kapital etter følgende dimensjoner:

- renter (både stat og kreditt), aksjer valuta, hedgefond.

forhold til det investeringsmandatet fondet har. En referanseindeks kan derfor benyttes til å sammenligne i hvilken grad forvaltningsselskapet har lyktes med forvaltningen av sine fond. Hvis for eksempel fondets avkastning i en bestemt periode har vært høyere enn referanseindeksens avkastning, har forvaltningsselskapet gjort en god jobb" (http://www.vff.no/documents/ordliste_vertikal_hoyre.htm)

- mellom sub-aktivaklasser; langs rentekurver, mellom regioner og land og mellom ulike sektorer for aksjer.

Taktisk allokering forvaltes med ulike tidsperspektiv hvor posisjoner normalt tas med enten⁸:

- inntil 1 måneds horisont
- 1-3 måneders horisont
- 3-12 måneders horisont

Det er viktig å påpeke at dette må skje innefor de mandatene investoren har gitt forvalteren. Dette er absolutte grenser som forvalter ikke kan investere utenfor. Det nevnte studiet av Brinson, Singer og Beebower (1991) viste at taktisk aktiva allokering ikke hadde noen målbar innvirkning på avkastningen, mens den økte risikoen med en liten margin.

Undersøkelse på aktiv aktiva allokering

Brinson, Singer og Beebower (1991) studerte og presenterte et rammeverk for å bestemme bidraget til de forskjellige aspektene i investeringsprosessen. De så på effekten av:

- strategiske aktiva allokeringer
- aktiv aktiva allokering (taktisk aktiva allokering, faktorbasert posisjonstaking, relativ verdistrategier og fundamentale investeringsstrategier)
- aktiva seleksjon

Disse aspektene ble analysert i forhold til den totale avkastningen i investeringsporteføljen. Studien ble utført på bakgrunn av data fra 82 store pensjonskasser i perioden 1977-1987. For å finne de ulike bidragene skilte studie på hva den passive strategien genererte av avkastning på egenhånd og hva aktive bidrag genererte av avkastning. Brinson, Singer og Beebower (1991) kalkulerte strategiens passive avkastning ved å bruke de normale vektene på alle investerbare aktiva, på deres respektive passive avkastning. De skilte de aktive bidragene inn i:

- aktiv aktivaallokering
- aktiva seleksjon
- annet – interaksjonen mellom aktiva seleksjonen og den aktive aktiva allokeringen.

Disse aspektene ble satt opp i en forenklet matrise:

⁸ https://www.dnb.no/om_oss/enheter/dnbnor_kapitalforvaltning/forvaltning/aktiva_risikoallokering.html

Aktiva seleksjon

		faktisk	passiv
		IV Faktisk portefølje avkastning	II Avkastningen til strategi og aktiv aktiva allokering
Strategisk aktiva allokering	faktisk		
	passiv	III Avkastningen på strategi og aktiva seleksjon	I Avkastningen til strategi (passiv) benchmark portefølje)

Aktiv aktiva allokering	II-I
Aktiva seleksjon	III-I
Annet	IV-III-II+I
Total	IV-I

- Punkt I: er avkastningen til den passive benchmarken, kalkulert som summen av avkastningen til de vektete aktivaklassene i den passive porteføljen.

- Punkt II: avkastningen til strategien og aktiv aktiva allokering, kalkulert med de faktiske aktive vektene og avkastningen til passende indeks.

-Punkt III: er avkastningen på strategi og aktiva seleksjon, kalkulert med strategivektene og de faktiske aktive avkastningene.

- Punkt IV: porteføljens faktiske avkastning.

- Resultatet ble da:

Aktiva seleksjon

		faktisk	passiv
		IV 13,41 %	II 13,23 %
Strategisk aktiva allokering	faktisk		
	passiv	III 13,75 %	I 13,49 %

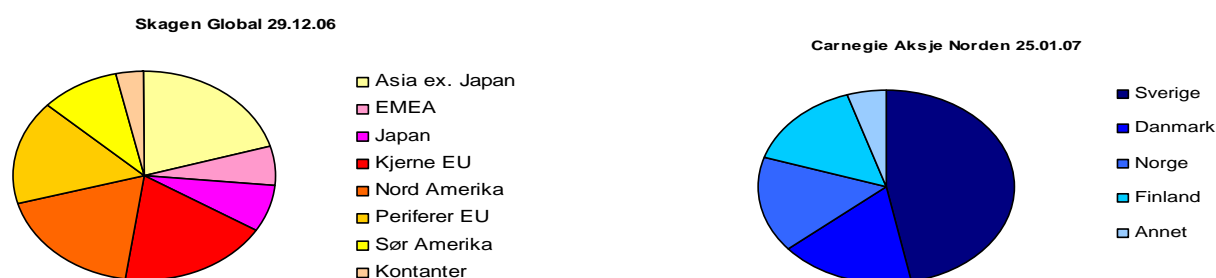
Aktiv aktiva allokering	-0,26 %
Aktiva seleksjon	0,26 %
Annet	-0,07 %
Total	-0,08 %

Den totale effekten av aktiv administrasjon var ganske ubetydelig. Aktiv administrasjon hadde ikke målbar påvirkning på avkastningen, men forfatterne hevder at den økte risikoen, riktignok med liten margin (Brinson, Singer og Beebower, 1991). Brinson, Singer og Beebower (1991) fant at den strategiske aktiva allokeringen var det dominerende bidraget til den langsiktige totale avkastningen.

3.2.4 Internasjonal diversifisering

Investoren må videre vurdere om han/hun vil allokere mer penger i visse regioner basert på forventninger om fremtiden. Tall fra VFF per 2006 viser at cirka 68 % av de midlene som er plassert i norsk registrerte aksjefond er investert i aksjemarkeder utenfor Norge. Egenskapene knyttet til internasjonal diversifisering er bakgrunnen for at det tilbys så mange norsk forvaltede fond med internasjonal eksponering.

Kundene må velge fond etter de forventningene de har om de finansielle rammene og utvikling i regioner. Norge er et lite land, med et lite marked. Det norske aksjemarkedet utgjorde kun 0,5 % av det totale aksjemarkedet i 2004 (Høegh-Krohn 2004). Ved å spre investeringene over flere markeder og sektorer vil volatiliteten synke og risiko diversifiseres bort. Årsaken er at markedene ikke korrelerer perfekt fordi man har investert i motsykliske markeder og sektorer. To eksempler på den geografiske allokeringen til aksjefond forvaltet fra Norge blir presentert nedenfor:



Figur 5: Geografisk allokering 2 aksjefond

Ved å investere i kun ett marked vil investoren påta en risiko som enkelt kan diversifiseres bort. Ønsker investoren kun eksponering kun mot et marked, så er det en annen beslutning. Diversifisering innebærer å spre investeringene på flere muligheter, med den hensikt, å unngå usystematisk risiko og dermed få en bedre risikojustert avkastning.

Når flere papirer legges til en portefølje vil den unike risikoen i for eksempel 1 fond ha mindre innvirkning på variansen i porteføljens avkastning. Porteføljens varians vil med andre ord bli mindre påvirket av papirspesifikk risiko, også kalt usystematisk risiko, selskapsspesifikk-, idiosynkratisk-, eller diversifiserbar risiko. Diversifisering vil redusere risikoen i porteføljer, men ikke eliminere den. Den risikoen som ikke er diversifiserbar benevnes markedsspesifikk-, systematisk- eller ikke-diversifiserbar risiko. Slik risiko er gjerne knyttet til endringer i makroøkonomiske risikofaktorer som arbeidsledighet, rentenivå, inflasjon og Brutto Nasjonal Produkt (BNP). Systematisk risiko kan også knyttes til politiske, psykologiske og institusjonelle faktorer.

En studie basert på tilfeldig valgte aksjer på New York Stock Exchange viste at en portefølje som inneholdt kun en aksje hadde et standardavvik på 49,2 %. Det gjennomsnittelige porteføljens standardavvik falt betydelig når man la til tilfeldig valgte aksjer, helt til man nådde en volatilitetsgrense på 19,2 %. Denne volatiliteten er den udiversifiserbare (Bodie, Kane & Marcus 2002).

3.2.5 En eller flere forvaltere

En eller flere forvaltere – "Jo mindre korrelasjon det er mellom meravkastningen for forvaltere, desto høyere blir porteføljens meravkastning sett i forhold til risikoen" (Kjær 1999). Investoren bør spørre seg selv om han tror det er forskjeller i de ulike forvalternes kompetanse på de ulike segmentene av investorens portefølje. Investoren bør også spørre seg om noen forvaltere er flinkere på aktive fond, mens andre igjen er bedre på mer passiv forvaltning? Hvis svaret er ja, bør dette ha innvirkning på betalingsviljen ovenfor ulike forvaltere. Som senere analyser vil vise, er det stor forskjell på prisstruktur hos de ulike forvalterne. Hvis en forvalter gir bedre avkastning, bør investoren være villig til å betale mer for denne avkastningen. "Dette er analogt med annen næringsvirksomhet, det finnes både gode og dårlige bedrifter" (Kjær 1999). Det å velge riktig forvaltere er en vanskelig oppgave, og man kan ikke bare ta historisk avkastning til betraktning ettersom det ikke er gitt at det

miljøet der avkastningen ble oppnådd, eksisterer lenger, eller at avkastningen skyldes flaks. Det er ikke gitt at en forvalter som har oppnådd gode resultater de siste årene klarer å prestere like godt i fremtiden. "Gode historiske resultater kan jo skyldes flaks, som at man har vært eksponert for noen svingninger i markedet som tilfeldigvis har vært gunstige for porteføljen" (Isachsen 2001). Høy risiko kan også være en årsak til høy avkastning.

Statens Pensjonsfond Utland legger til grunn informasjonsfortrinn, systemer for porteføljekonstruksjon og implementering i utvelgelsen av sine eksterne forvaltere. Dette viser at valget av forvalter bør baseres på systematiserte beslutninger og analysert informasjon. Investor må samtidig forstå at gode resultater kan ha sin årsak i dyktighet, men at det likevel er en risiko knyttet til fremtidig avkastning som for eksempel endringer i forvalterens strategi eller organisasjon. Disse beslutningene og problemstillingene må investorer forholde seg til alene og uten anbefalinger fra forvaltere, da de har insentiv til å tiltrekke seg mest mulig forretning.

Som vi ser ut i fra illustrasjon 1 er investeringsstrategien en kontinuerlig prosess. Jeg har utformet illustrasjonen på denne måten for å vise at det man må være villig til å evaluere seg selv og de valgene man har gjort. Rammene for investeringene endrer seg over tid, både fra markedet, forvalter og investorenes sin side. Man kan endre strategien gitt de nevnte endringene, men da må man gå gjennom prosessen/illustrasjonen igjen. Kunder og forvaltere som oppnår dette står mye sterkere rustet i anstrengelsen for å oppnå meravkastning.

3.2.6 Fellestrekk

Vi ser fra illustrasjon 1 at det er flere fellestrekk som kjennetegner en god investeringsstrategi. Det er visse byggesteiner som må fungere og være tilstede i organisasjonen for å oppnå meravkastning.

3.2.6.1 Forholdet mellom risiko og avkastning

En del av kjernen i kapitalforvaltning er å oppnå et best mulig nytteforhold mellom den risikoen man tar og avkastningen man får. Teorien tilsier at uten å ta risiko vil man kun oppnå en avkastning lik den risikofrie renten. For individuelle investorer kan dette tilsvare renten på

bankinnskudd. For institusjonelle investorer regner man gjerne avkastningen på statsobligasjoner (med lik durasjon som investorens forpliktelse) som den risikofrie renten.

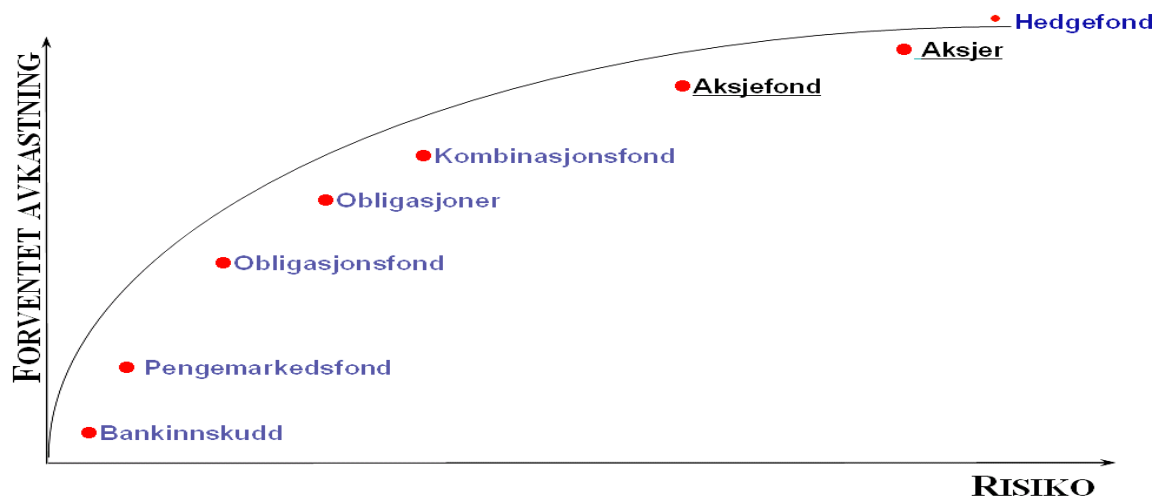
Risiko måles gjerne som standardavvik i avkastningen. Det er et statistisk begrep, som forteller noe om hvor store variasjoner/svingninger avkastningen vil ha rundt sitt eget historiske gjennomsnitt, i normale perioder. Standardavviket er derfor et uttrykk for graden av absolutt risiko i fondet og er en god indikasjon på i hvilken grad fremtidig avkastning kan avvike fra fondets normale mønster. "Hvis man ønsker høyere avkastning, må man ta høyere risiko"⁹. Høy risiko innebærer store svingninger i verdi, mens lav risiko betyr mindre svingninger i verdi.

Hvilken risiko en investor velger å påta seg er avhengig av egne preferanser, tidshorisont og risikobærende evne. Med en lang tidshorisont kan et fond med høy risiko være formålstjenlig, fordi selv kraftige svingninger i markedet vil rekke å "svinge tilbake med et langt tidsperspektiv"¹⁰.

Innenfor fond ser man et klart hierarki i forholdet mellom risiko og avkastning. Den fondstypen med lavest risiko og lavest forventet avkastning, er korte pengemarkedsfond. Risikoen ligger rett over et vanlig bankinnskudd. Videre følger pengemarkedsfond med lengre durasjon, obligasjonsfond, kombinasjonsfond, globale aksjefond, nasjonale aksjefond og bransjespesialiserte fond. Hedgefond ligger her over enkeltaksjer og har høyest risiko, men som diskutert tidligere så er dette helt avhengig av type hedgefond. Dette er fremstilt grafisk på neste side:

⁹ www.norgeslink.no

¹⁰ www.fondsnett.no



Kilde: Presentasjon for Finansgruppen NHH 26.08.04, AksjeNorge.



Figur 6: Risikohierarki aktivaklasser

Det er ikke gitt at fond innen samme aktivaklasse har et likt forhold mellom avkastning og risiko. Fondene har mandat/strategier som tilsier at disse er forskjellige. Denne fremstillingen er kun brukt for å illustrere hierarkiet mellom de forskjellige fondsklassene.

Jeg har tidligere beskrevet og forklart begrepene systematisk, usystematisk risiko og valutarisiko i avsnittet om internasjonal diversifisering. Men det er viktig å nevne en fjerde type risiko, renterisiko, den gjør seg direkte gjeldende for rentefond. Renterisiko gjør seg også gjeldende for andre typer fond, fordi den påvirker markedet generelt¹¹. En renteøkning "demper" som regel økonomien, og vil derfor virke negativt på markedets avkastning. Ved rentenedgang vil effektene være motsatt.

I avsnitt 4.2 har jeg beskrevet hvordan lovverket behandler spørsmålet om risiko i verdipapirfond.

Empirisk Forskning på risiko og avkastning

Det er gjort mange undersøkelser rundt fond som har oppnådd meravkastning. Flere av disse undersøkelsene har påvist at forvalterne i gjennomsnitt ikke har oppnådd positiv risikojustert avkastning. Den risikojusterte avkastningen er i gjennomsnitt lik 0, før kostnader er trukket fra og dermed negativ etter at forvaltningskostnadene trekkes fra (Norges Bank 2003)

¹¹ www.fondsnett.no

Undersøkelser har påvist at de forvalterne som oppnår positiv risikojustert avkastning i ett år, har en større sannsynlighet for å oppnå meravkastning neste år også (Goetzmann og Ibbotson (1994), Hendricks, Patel og Zeckhauser (1993)).

Carhart (1997) tok for seg et stort antall forvaltere, samt de som la ned virksomheten på grunn av dårlige resultater. Han viste at mye av avkastningen tidligere oppnådd hos de beste forvalterne forsvinner når en justerer for relevante risikofaktorer. Samtidig fant undersøkelsen, at det er en tendens til at de beste forvalterne også blir blant de beste året etter, men det er en klarere tendens for at taperne forblir taperne det neste året. På den andre siden varierer rangeringen blant de beste forvalterne tilfeldig fra år til år. Artikkelen avslutter med man ikke kan konkludere for at forvaltere klarer å konsistent finne de beste taper/vinneraksjene og dermed klare å oppnå en konsistent risikojustert meravkastning.

3.2.6.2 Informasjonsfortrinn

For å skape meravkastning må man oppnå bedre resultater enn den gjennomsnittelige investoren. Det er dette en investor betaler fondsforvalteren for og det er dette som eventuelt kan rettferdiggjøre en høy prisstruktur i fondet.

Det er derfor nødvendig å ha mer informasjon om konkurransesituasjon og ulike markedssituasjoner. All denne informasjonen skal også analyseres, bearbeides og implementeres i beslutningene som forvalterne gjør (Kjær 1999). Klarer man å effektivisere prosessene er sannsynligheten høyere for at man klarer å forutsi verdiutviklingen i markedet. Gode kvantitative styringssystemer og systematiserte modeller som klarer å forholde seg til store mengder med informasjon er verktøy forvaltere bruker for å oppnå de ønskede fortrinnene. Et informasjonsfortrinn er ubetinget positivt, men det koster, både i form av tid og av penger. Spørsmålet man må stille seg er om man klarer å effektivisere det nok til at det har en positiv innvirkning på avkastningen. Klarere man det vil man kunne ta seg høyere betalt ovenfor sine investorer.

De overnevnte beslutningene er en tjeneste som rene forvaltere og mellommenn hjelper kunden med. Kunden inngår en kontrakt med forvalteren eller mellommennene, i denne kontrakten ligger også klare investeringsinstruksjoner. Disse instruksene inneholder alle valgene investoren har tatt etter råd og anbefalinger fra forvalteren. Dette medfører nok en gang ett kostnadsspørsmål for kunden. Denne tjenesten kommer ikke gratis.

Forvaltere og rådgivere blir betalt for å gjøre de riktige beslutningene på vegne av investorene. Dette innebærer et stort ansvar for forvalterne og rådgiverne.

Informasjonsøkonomi og kapitalforvaltning

Informasjonsøkonomi er et felt hvor man studerer situasjoner hvor en beslutningstaker forsøker å unngå kostnadene forbundet med at han ikke har perfekt informasjon, eller hvor informasjonen er asymmetrisk fordelt. Asymmetrisk informasjon oppstår når en part har bedre informasjon enn den andre parten. Overført til kapitalforvaltning, innebærer dette at investoren ikke har all eller for dårlig informasjon om investeringsuniverset og derfor søker råd fra en forvalter eller rådgiver. Utgangspunktet for å søke råd er at investoren håper og tror at forvalter eller rådgiver sitter på mer eller bedre informasjon. Investoren har altså en situasjon uten fullstendig informasjon slik økonomisk teori ofte forutsetter, informasjonen er ulikt fordelt mellom de to partene. Asymmetrisk informasjon medfører flere implikasjoner. For kapitalforvaltning og verdipapirfond kan det innebære at investoren belastes for høye honorarer, og fordelingen av eventuell avkastning blir skjev. Slike konsekvenser kan få negative ringvirkninger, fordi de svekker en nødvendig tillit i markedet.

To problemstillinger knyttet til asymmetrisk informasjon er spesielt interessante:

- Ugunstig utvalg
- Moralsk hasard

Ugunstig utvalg situasjoner oppstår når en av partene har bedre informasjon om en eller flere av variablene, før en kontrakt mellom partene blir undertegnet. Slike situasjoner ble først popularisert av George Akerlof i artikkelen "The Markets for Lemons" (1970). Konklusjonen i artikkelen var at produsentene/forvalteren av gode produkter må klare å formidle/signalisere til kjøperen/investoren at produktene faktisk er gode evt. gjennom å belaste sukseshonorar i stedet for faste forvaltningshonorarer. Implikasjonen er at produsentene av dårlige produkter ikke vil ha insentiver til å tilby sukseshonorar og investoren kan skille produktene på bakgrunn av dette signalet.

I motsetning til ugunstig utvalg, er man i moralsk hasard situasjoner, opptatt av informasjonsasymmetri etter at forholdet er påbegynt, ikke før. Informasjonsasymmetri oppstår fordi den ene parten ikke kan observere og eller/verifisere handlingene til den andre parten, eller informasjonen den andre parten sitter på, etter at kontrakten er inngått. Problemene knyttet til moralsk hasard har vært kjent lenge, og Adam Smith beskrev

problemene gjennom velkjente "Wealth of Nations" allerede i 1776. Prinsipal-agent problemet er en type av moralsk hasard problemet. Prinsipal agent rammeverket gjør seg gjeldende når en part (agenten) blir ansatt av en annen part (prinsipalen), til å foreta handlinger og ta avgjørelser som vil påvirke profitten til prinsipalen. Overført til fondsindustrien er en investor agenten og fondsforvalteren prinsipalen. Problemer i prinsipal-agent forholdet oppstår fordi interessene til de to partene til en viss grad avviker. Avviket har bakgrunn i separasjonen mellom eierskap og kontroll. Prinsipalen ønsker å maksimere forskjellen mellom den profitten den mottar gjennom agentens handlinger og den kostnaden prinsipalen betaler agenten. Agenten, på sin side, er mer interessert i hva den mottar fra å delta i samarbeidet, hvis ikke det foreligger mekanismer som skal sammenstille de to insentivene. Agentproblemet kan løses hvis man klarer å skrive komplette kontrakter. Dette er kontrakter som spesifiserer ansvaret og rettighetene til partene i enhver tenkelig situasjon som kan oppstå. Prinsipalen kan da betale agenten i de situasjonene der han gjør de valgene som prinsipalen foretrekker. Problemet blir bare større hvis det foreligger asymmetrisk informasjon, med andre ord, den ene parten har en informasjonsfordel. Det kan bli enda verre der det finnes situasjoner hvor aspekter av handlingene til agenten, som er viktige for prinsipalen, ikke kan observeres. Slike situasjoner sies å være rammet av skjulte handlinger. Når skjulte handlinger eller skjult informasjon foreligger, kan ikke viktige aspekter av agentens handlinger eller informasjon benyttes som basis for insentiv kontrakter.

Det er lett å se hvordan disse problemstillingene kan overføres til kapitalforvaltning og verdipapirfond. Investoren (prinsipalen) ansetter forvalteren (agenten) for å produsere profitten. Agenten har ansvaret for å de handlingene som påvirker profitten/avkastningen og sitter med en informasjonsfordel i forhold til prinsipalen. Insentivene kan fort avvike, uten suksesshonorar vil ikke agenten ha eksplisitte insentiver til å maksimere prinsipalens profitt. Agenten mottar forvaltningshonoraret uansett. På den andre siden så kan prinsipalen innløse sine midler under forvaltning hos agenten og agenten mister da inntektsgrunnlaget sitt. Men, investoren har ikke mulighet til å påvirke de handlingene hos forvalter som bestemmer hvilke underliggende papirer agenten velger å sitte i. Dermed må insentivene sammenstilles, noe som kan oppnås gjennom suksesshonorarer. Slike provisjoner gir fordeler for både agent og prinsipal når agenten klarer å maksimere prinsipalens profitt. Suksesshonorarene fungerer slik at en forvalter får dele av overskuddet den klarer å oppnå. Overskuddet her er en meravkastning utover referanseindeks. Som senere analyser vil vise, belaster noen fond en viss prosentsats av meravkastningen de klarer å generere.

3.2.7 Revurdering

En kontinuerlig revurdering av alle prosesser og systemer i hele modellen er nyttig. Som vi ser fra modellen, så er den illustrert som kontinuerlig. Når man har fulgt stegene i illustrasjonen, har man gjennom erfaringer og resultater mulighet til å evaluere hvert steg, for så å eventuelt forbedre porteføljene. Både gode og dårlige erfaringer er viktige for den kontinuerlige forbedringen. Selv forvaltere med lang erfaring vil hele tiden evaluere seg selv og sine prosesser. Forvalteren har ansvaret for dette, men det er allikevel en prosess som kan rettferdiggjøre en del av prisstrukturen i fondene.

4.0 Markedsaktører

Kapitalforvaltning er ingen entydig tjeneste. Det tilbys forskjellige tjenester og produkter, mens investorene har forskjellige behov. Grunnet den store variasjonen i behov, har tilbyderne valgt forskjellige strategier for å tiltrekke seg kunder. I dette avsnittet vil jeg se på forskjellige aktører i markedet.

4.1 Ulike aktører

I likhet med andre land, finnes det i Norge en hel del selskaper som tilbyr forvaltnings- og rådgivningstjenester. Det benyttes en rekke navn på disse tjenestene, som for eksempel Finansiell rådgiver, Aktiv forvaltning, Diskresjonær Forvaltning eller Private Banking.

Tradisjonelt var mange av disse selskapene tett knyttet til banker og forsikringsselskaper enten i form av en egen avdeling, eller som et datterselskap. (Norges Bank 2001. "viktige problemstillinger og utviklingstrekk i moderne kapitalforvaltning. Høegh-Krohn 2004). Bakgrunnen for at kapitalforvaltningen ble skilt ut, var at forvaltningsmiljøene ønsket å markedsføre seg som en kapitalforvalter overfor for eksempel Statens Pensjonsfond - Utland og gjerne kommuner som hadde solgt unna kraftfond (Høegh-Krohn 2004) Det ble også viktigere å tydeliggjøre at kapitalforvaltningen ikke var direkte tilknyttet disse store "fabrikkene"/konsernene. Hvis forvalter ikke er uavhengig, vil de ha et insentiv til å plassere pengene hos den institusjonen de er tilknyttet til. Dette førte til at EU innførte såkalt "depolarisation" der man ikke kan kalle seg en uavhengig finansiell rådgiver hvis man har noen tilknytninger til banker. Dette er innført for å beskytte investorer. De er tjent med å velge uavhengige forvaltere som kan velge de beste produktene og tjenestene.

Dette lager et skille mellom de ulike aktørene og man kan dele disse videre inn i:

- Distributører: formidler produkter kun fra en eller flere forvaltere.
- Mellommenn: bistår investor i utvelgelse, porteføljebygging, risikoprofil og andre valg tilknyttet investeringsstrategi. Velger fond fritt.
- Forvalter: vil gi råd, gjerne på egne produkter, og kan også gjennomføre investeringen

Investorene må se om den økte avkastningen ved å bruke profesjonelle eksterne aktører rettferdiggjør kostnadene ved å bruke disse. "En rådgiver eller forvalter vil gjerne ha betalt for sine tjenester, og belaster gebyrer på investeringsmidlene. Ofte er dette i form av enten et fast

årlig gebyr, eller en prosentandel av de plasserte pengene” (Meholm, 2004). Denne oppgaven vil konsentrere seg om forholdet mellom rene fondsforvaltere og investorer. Analysen vil ta for seg den prisstrukturen fondsforvaltere belaster investoren.

Det man kjøper av rådgivere eller forvaltere er en fremtidig tjeneste – meravkastning. Det er derfor viktig at man vurderer nøye selskapet man vil bruke som rådgiver og det selskapet der man til slutt plasserer midlene sine (Kjær 1999).

4.2 Lov om verdipapirhandel og Kredittilsynet

Verdipapirfond er underlagt verdipapirloven og det er Kredittilsynets ansvar å kontrollere at loven blir fulgt. Lov om verdipapirhandel regulerer blant annet handelen i børsnoterte verdipapirer. Den regulerer også virksomheten til de foretakene som har konsesjon til å drive verdipapirvirksomhet. Verdipapirhandelloven sier at tillatelse til å yte investeringstjenester kan kun gis til kredittinstitusjoner eller allmennaksjeselskaper. Med investeringstjenester menes for eksempel følgende tjenester, men kun når disse utføres med et forretningsmessig formål:

- mottak, formidling og utførelse av ordre på vegne av kunder
- omsetning av finansielle instrumenter for egen regning
- aktiv forvaltning av investorers portefølje
- Garantistillelse for fulltegning av emisjoner

Kredittilsynets oversikt viser at det i dag er 153 verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester (28.5.2008)¹².

Fondene er pålagt å utarbeide forretningsvilkår som regulerer avtalen og handelen med kundene, samt gi ut alle opplysninger rundt kostnader og gebyrer. Finans Nærings Hovedorganisasjon (FNH) har utarbeidet standardiserte forretningsvilkår som gjelder for hele bransjen, samtidig som bransjen har pålagt seg selv en felles informasjonsstandard som skal sikre at investorenes rettigheter blir ivaretatt. Kredittilsynet er ansvarlig for å føre et tilsyn med alle institusjonene i verdipapirmarkedet, ikke bare fondene. De skal med andre ords sikre at verdipapirmarkedet er en velfungerende kapitalkilde for både næringslivet og investorer¹³. Dette innebærer blant annet at Kredittilsynet må godkjenne vedtektene til

¹² <http://register.kredittilsynet.no/Default.aspx>

¹³ www.fnh.no

forvaltningsselskapene, de må derfor godkjenne de mandatene forvaltningsselskapene har, og passe på at selskapene følger de krav som lovverket setter. Kredittilsynet gjør dette for å beskytte investorene og sikre gjennomsiktighet. Når man investerer midler skal man kunne vite hva man går til og være sikker på at forvaltningen skjer under ordnede former. Tilsynet passer på at det er full åpenhet om alle kostnader for investorer og at det ikke er noen skjulte gebyrer.

4.2.1 Regulering for risikodiversifisering

Lov om verdipapirfond prøver også å regulere fondsvirksomhet på en slik måte at risikoen ved å bruke fond som spareprodukt og plasseringsalternativ minimeres. Forvaltere skal fortsatt ha muligheten til å gjøre høyrisikoinvesteringer, men måten de må gjøres på er underlagt strenge krav. Det finnes flere lovpålagte regler for at det skal være kontroll på risikoen i fond, et aksjefond må for eksempel plassere midlene i minst 16 forskjellige verdipapirer. De fire største plasseringen av dette kan utgjøre opptil 40 % av fondets verdi, mens de resterende 60 % må være plassert i minimum 12 andre verdipapirer. Dette gjøres for at fondet skal være noe diversifisert og dermed ikke synke uforholdsmessig mye i verdi hvis et enkeltsekskap taper penger.

Fond som investerer midlene i stats- eller statsgaranterte papirer, kan begrense underliggende investeringer til 6 forskjellige papirer fordi denne typen investeringer er tilnærmet uten risiko.

Typen verdipapirer som det kan investeres i er også regulert. Etter Loven om verdipapirfond kan fondene plassere midler i disse verdipapirene:

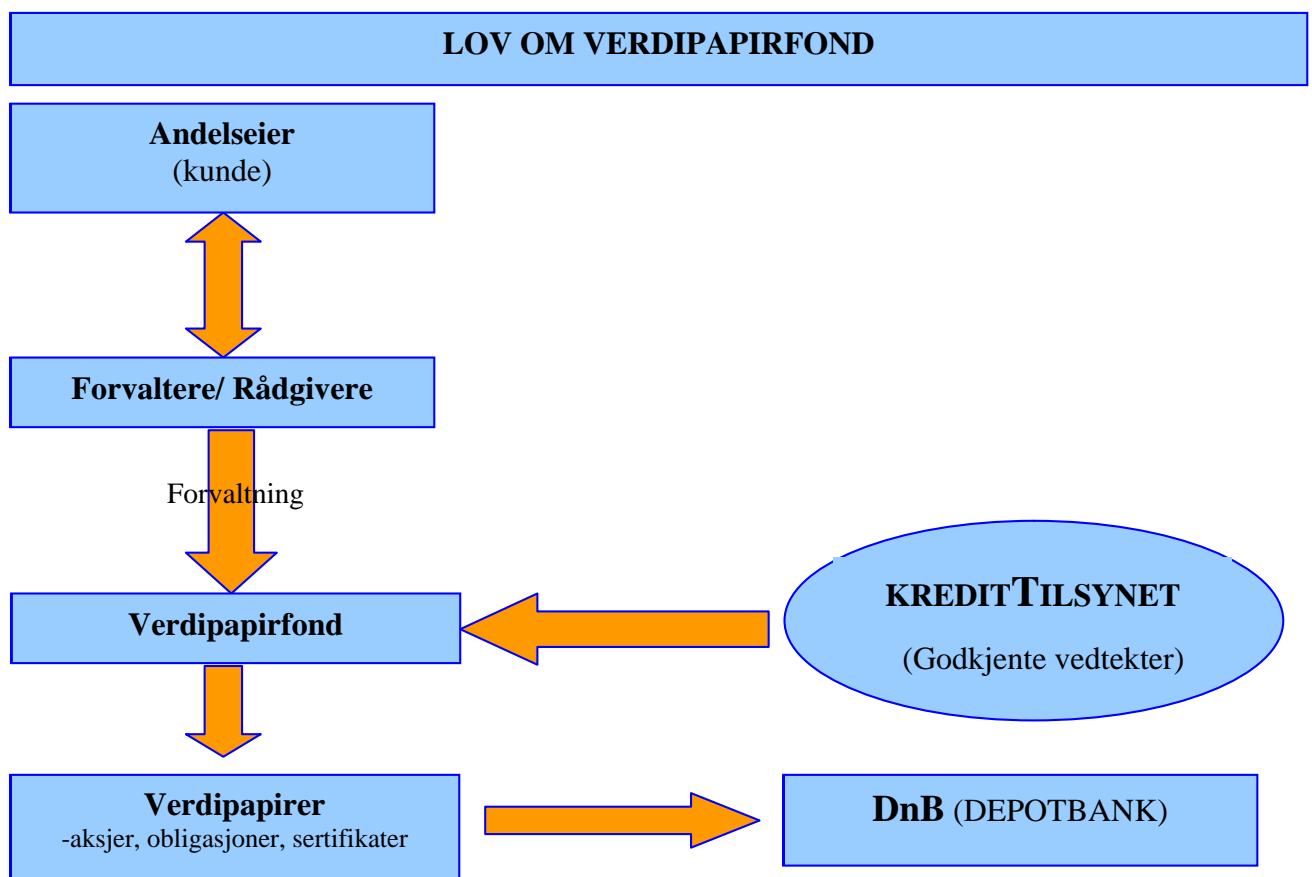
- 1) Papirer opptatt til offisiell notering på børs i et land som er en del av EØS-avtalen.
- 2) Papirer som omsettes på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for alle i land som er en del av EØS-avtalen.
- 3) Papirer som er opptatt til offisiell notering på børs i land som ikke er part i EØS-avtalen, eller som omsettes i et slikt land på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten, dersom børs og marked er angitt i verdipapirfondets vedtekter og/eller godkjent av tilsynsmyndighetene (Kredittilsynet).
- 4) Nyutstedte papirer, dersom utstedelsesvilkårene inneholder bindende tilsagn om at det vil bli søkt opptak til offisiell notering på børs eller marked nevnt under 1), 2), og 3).

Dette viser at tilsynsmyndighetene i Norge gitt klare retningslinjer for hvordan et fond kan investere og hva det kan investeres i. For investorene betyr dette at papirene det investeres i er relativt sikre, og at fondene ikke blir utsatt for unødvendig stor risiko. Allikevel hindrer ikke loven at en fondsforvalter skal kunne investere i mange papirer med høy risiko på en gang.

Disse reglene setter standarden for hvordan fondene kan investere og forvalteren har ansvaret for å følge opp dette. Som senere avsnitt vil vise påfører dette kontrollkostnader for forvalterne.

4.3 Illustrasjon

Under har jeg prøvd å oppsummere hvordan markedet ser ut, hvilke aktører det omfatter og bindeleddene mellom disse:



Illustrasjon 2: Markedsaktører

1. Investor velger å investere eller spare gjennom verdipapirfond og kontakter en forvalter eller rådgiver.
2. Forvalter eller rådgiver kommer med anbefalinger om hvor midlene skal plasseres. Denne beslutningen gjøres ut i fra alle de kriteriene som er diskutert over.

3. Selve handelen av verdipapirer er meget enkel. Alt investoren trenger å gjøre er å underskrive på et tegningsskjema som spesifiserer navnet på fondet, antall andeler investoren velger å kjøpe eller det beløpet investoren ønsker å investere. I det siste tilfellet vil investoren få et antall andeler etter den kursen fondet har på tegningstidspunktet.
4. Verdipapirfondene investerer de akkumulerte midlene i verdipapirer ut i fra fondets investeringsstrategi
5. Disse investeringene blir holdt i en såkalt depotbank. I Norge er dette DnB NOR.

Til grunn for all handel ligger lov om verdipapirfond og det er Kredittilsynet som har ansvaret for at alt foregår på en riktig måte og at de aktuelle vedtektene blir fulgt.

5.0 Trender i næringen

Fondsforvaltning er en næring i stadig utvikling. De siste årene har sett et økt fokus på slike kostnader og mange av utviklingstrekkene er preget av dette. I dette kapittelet vil jeg se på utviklingstrekk/trender i næringen og diskutere hvilke implikasjoner de har for forvalter, mellommenn og investorer.

5.1 Spesialisering og profesjonalisering

Den typiske kunden har forandret og utviklet seg de siste 10 årene. I dag har flere fått øynene opp for betydningen av kapitalforvaltning samtidig som kunnskapsnivået har økt. Alle parter innenfor kapitalforvaltning har beveget seg videre langs lærekurven og har generelt blitt mer profesjonelle. Både kunder og rådgivere stiller sterkere krav til aspekter som:

- Investeringsmodeller og investeringsfilosofi
- Generell kompetanse, kompetanse innen kundetyper og erfaring.
- Kommunikasjonsevne
- Størrelse (Norges Bank 2001, Høegh Krohn 2004)

Kundene stiller i dag større krav til spesialiserte produkter tilpasset den risiko- og avkastningsprofilen de ønsker og de krever at forvalterne kan tilby dette. Med den enorme utviklingen av etterspørselen i bransjen, krevde kundene naturlig nok stadig mer. Antallet nye investeringsprodukter har som et resultat av dette vokst kraftig. Konsekvensen er og blir at forvaltere må differensiere seg fra konkurrentene og derfor spesialisere seg (Norges Bank 2001). Mellommenn og andre typer distributører har vært et viktig ledd i denne utviklingen. Det satses mer mot å dekke kun deler av investeringsmulighetene og sektorbaserte strukturer. Dette innebærer at man heller tar for seg aksjer og andre verdipapirer med fellestrekk. Forvalterne måtte bli mer spesialiserte og fokusere på egne kjerneområder. Dette har også hatt innvirkning på sammensetningen blant forvaltere og de som har ansvaret. "Implikasjonen er at forvaltere blir mer spesialister og at det er mer naturlig å sette sammen team på tvers av enn innenfor landegrenser." (Høegh-Krohn 2004).

Tradisjonelt var det slik at kundene og forsikringsselskapene solgte sine forvaltningsprodukter direkte til sine kunder. I dag er skillet mellom produsent og distributør av produktene klarere. Trenden er at investorene kjøper en langt større andel av tjenestene fra uavhengige finansielle rådgivere. Disse mellommennene utfører en viktig rolle, i og med at de bistår investorer med rådgivning innen investeringsstrategi og seleksjon. Vanligvis vil for eksempel kommuner og

andre lignende kunder ikke besitte den informasjonen og kompetansen som er nødvendig, og de må derfor kjøpe denne tjenesten i markedet. Fra et politisk synspunkt medfører mellommennene en legitimitet til de allokeringene og strategiene investorer kan tilby. Mellommennene ”spiser også opp” deler av fondsforvalternes forvaltningshonorarer. Det er altså flere aktører i markedet som konkurrer om den samme betalingsviljen og dette har igjen presset lønnsomheten. Det økende skille mellom distributør og produsent har ført med seg spesialiseringen innen produksjonen av nye produkter.

Resultatet av den nevnte utviklingen er at næringen har måttet se etter metoder for å redusere kostnader og flere har gjort nødvendige konsolideringer for å oppnå stordriftsfordeler.

5.1.1 Undersøkelser på det nordiske markedet

I 2002 gjorde Cap Gemini og Ernst & Young en stor undersøkelse blant nordiske forvaltere. Undersøkelsen tok for seg aktuelle problemstillinger i industrien og resultatene ble hentet inn gjennom intervjuer med 73 ledere. Konklusjonen var at forvaltere står overfor et dilemma: de må enten følge en spesialisert aktiv strategi, basert på unik kompetanse og investeringsfilosofi, eller en effektiv og stor indeksbasert strategi.

Lederne i undersøkelsen ga uttrykk for at de trodde at bransjen ville gå mot en polarisering med billig, mekanisk indeksforvaltning på den ene siden, og spesialiserte produkter med høye provisjoner på den andre siden. Man trodde også at en god andel mandat ville bli gitt til utenlandske forvaltere og at de nordiske ville slite med å hevde seg i konkurransen.

Forvaltere tar vanligvis betalt i form tegnings- og innløsningsgebyrer, samt en presentsats av forvaltningskapital. Undersøkelsen viste at nordiske forvaltere mente at viktighetene av "suksesshonorar" ville øke i fremtiden. Slike provisjoner belønner forvaltere som slår referanseindeksen. I 2002 utgjorde suksesshonorar ca 5 % av den totale inntjeningen i selskapene, mens det var ventet at disse ville utgjøre 12 – 14 % innen 2012.

Hvem blir valgt

Det ble tidligere hevdet at det var de "3-P": Performance, Personnel og Philosophy som gjorde en forvalter til en god forvalter. I dag har fokuset skiftet dramatisk, dagens 3-P består av Performance, Performance og Performance (Cap Gemini og Ernst & Young 2002).

Historisk avkastning har vært det absolutt viktigste kriteriet for både institusjonelle og private investorer som skal velge blant forskjellige forvaltere. Nordiske forvaltere ser at de må

fokusere på avkastningen og at det er det overordnede målet for enhver investor. Dette er også en hovedårsak for innføringen av suksesshonorarer.

Investeringsrådgivere og andre mellommenn spiller en sentral rolle i seleksjonsprosessen av forvaltere. Også undersøkelsen utført av Cap Gemini og Ernst & Young fant at bruken av mellommenn blir viktigere og viktigere og vil øke ytterligere i fremtiden

5.2 Indeksforvaltning

Et slående utviklingstrekk de 10- 20 siste årene er veksten innen indeksforvaltning.

Utviklingen har hovedsakelig foregått innenfor det institusjonelle markedet, men har også nådd frem i detaljmarkedet (Norges Bank 2001). Denne utviklingen har styrket kundenes posisjon, fordi andeler av verdiskapningen overføres fra forvalterne til kundene og økt presset på forvaltningsindustrien. Generelt sett har også fremveksten av indeksforvaltning bidratt til å presse marginene nedover i forvaltningsmarkedet og således ført med seg ytterligere konsolideringer. Norges Bank (2001) oppsummerer slik "Kundene kan velge fritt blant både indeksprodukter til lav pris, produsert av organisasjoner som utnytter stordriftsfordeler og spesialistprodukter innen mange varianter av aktiv forvaltning".

5.3 Globalisering og konsolidering

Det har skjedd en globalisering av produkter, organisasjoner og kompetanse. "Den praktiske internasjonaliseringen er kommet lengst på verdipapirirområdet. De internasjonale verdipapirmarkeder henger tett sammen og beveger seg nesten alltid i Takt" (Aamo 2000). Risikodiversifisering er hovedargumentet bak globaliseringen av produktene og til en viss del konsolideringen og globaliseringen av organisasjonene (Høegh-Krohn 2004). Kredittilsynets direktør Bjørn S. Aamo identifiserte utviklingen av nye markeder og deregulering av eksisterende markeder som grunnleggende drivkrefter bak internasjonaliseringen i finansnæringen (Aamo 2004). Dette har ført til at selskapene konkurrer i mye større grad i de samme markedene på global basis og møter de samme utfordringene. Vi ser i dag et større fokus på global representasjon og kompetanse.

5.3.1 Deregulering

Med felles standarder og politikk innen EU og EØS områdene har markedsavgrensingene minsket. I tillegg har mange av de internasjonale markedene blitt deregulert. Dette fører til flere åpne markeder på verdensbasis og også gjerne en større korrelasjon mellom disse markedene. Gjennom EØS avtalen vil også de norske finansreglene fastlegges ved utformingen av EU direktivene, som er bindende for norske myndigheter. Samtidig pågår det en rask integrasjon av markeds plasser og børser i Europa, noe som naturlig påvirker integrasjonen mellom Norge og utlandet. Denne integrasjonen vil legge press på norsk forvaltning, idet det har blitt lettere for utenlandske forvaltere å nå frem til norske investorer.

5.3.2 Teknologi

Den teknologiske utviklingen har ført til reduserte kostnader og videre at verden er blitt mye mindre. Nytt av informasjon betyr at den teknologiske utviklingen også vil prege videre strukturer og utvikling i kapitalforvaltning.

5.3.3 Stordriftsfordeler og konsolidering

Norges Bank forklarer utviklingen slik ”Det internasjonale markedet for produksjon og salg av tjenester innen kapitalforvaltning preges av oppkjøp og fusjoner. Store enheter blir større, både for å styrke salgsapparatet sitt, og for å kunne utnytte stordriftsfordeler i produksjonen” (Norges Bank 2001).

Det har vært en generell trend mot en konsolidering innad i bransjen, mye på grunn av nevnte stordriftsfordeler. Men noen aktører har fått oppleve at det også finnes stordriftsulemper. Forvaltningsbransjen har også sett flere feilslåtte fusjoner og oppkjøp med medfølgende negative konsekvenser.

5.4 Sterk vekst i norsk sparing

En viktig årsak til veksten i norsk forvaltningsindustri er at det generelt har vært økte midler til forvaltning. Tabellen på neste side viser tydelig at kaken er blitt større. Norske finansielle foretak, ikke-finansielle foretak og husholdninger sparer mer og mer penger (Statistisk Sentralbyrå)¹⁴. Da dette er absolutte tall, så har jeg sammenlignet veksten i norsk sparing med

¹⁴ <http://www.ssb.no/emner/09/01/nri/>

inflasjonen i samme periode (Norges Bank)¹⁵.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Finansielle foretak	8 102	9 137	10 803	13 363	(2 722)	107	7 682	13 097	23 651	26 052	23 273
Offentlige og private ikke-finansielle foretak	34 047	39 115	23 059	31 577	50 090	86 528	38 689	42 470	38 717	50 539	117 695
Husholdninger og ideelle organisasjoner	13 426	16 647	34 154	29 389	28 678	21 143	62 341	72 591	60 919	79 110	11 169
Totalt:	55 575	64 899	68 016	74 329	76 046	107 778	108 712	128 158	123 287	155 701	152 137
Vekst:		16.78 %	4.80 %	9.28 %	2.31 %	41.73 %	0.87 %	17.89 %	-3.80 %	26.29 %	-2.29 %
Inflasjon:		2.62 %	2.25 %	2.30 %	3.13 %	3.03 %	1.29 %	2.45 %	0.44 %	1.59 %	2.26 %

Tabell 1: Utvikling i norsk sparing

Den totale sparingen til norske finansielle foretak, ikke-finansielle foretak og husholdninger har vokst med 173,75 % på 9 år. Sammenlignet med en inflasjon i samme periode på totalt 23,24 % så ser vi at markedet for norske verdipapirfond har økt dramatisk.

5.5.1 Utvikling fondssegment

I dette avsnittet vil jeg se på utviklingen fra 2003 og frem til 31.12.2006. i hvert fondssegment. Bakgrunnen er markedsstatistikk hentet fra Verdipapirfondenes Forening¹⁶ (VFF), samt utviklingen på ulike referanseindeks i samme periode. Grunnen til at jeg inkluderer disse referanseindeksene er at de kan forklare deler av utviklingen. Har man vært investert i analyseperioden, så har plasseringen forhåpentligvis generert noe avkastning, som forklarer en del av utviklingen på verdiene. Jeg vil også analysere hvordan allokeringen har utviklet seg gjennom perioden, dette benevnes den gjennomsnittelige porteføljen¹⁷. Jeg gjør oppmerksom på at alle tall i figurer og tabeller fra side 39 til side 45 er oppgitt i 1000 kr.

I analyseperioden var den gjennomsnittelige porteføljen (alle tall i 1 000 kr):

	2003	2004	2005	2006
Aksjefond	71 254 349	95 518 830	146 125 441	207 186 058
Kombinasjonsfond	5 119 448	6 511 431	10 814 240	14 729 865
Obligasjonsfond	19 903 946	26 451 922	35 157 367	43 833 044
Pengemarkedsfond	50 524 314	52 011 093	79 551 909	74 139 987
Hedgefond / andre verdipapirfond	-	349 890	2 217 607	2 955 460
Totalt	146 802 057	180 843 166	273 866 564	342 844 414

Tabell 2: Årlig fordeling aktivaklasser

¹⁵ http://www.norgesbank.no/Pages/Article___42931.aspx

¹⁶ <http://www.vff.no/?module=articles;action=articleFolder.publicOpenFolder.ID=216>

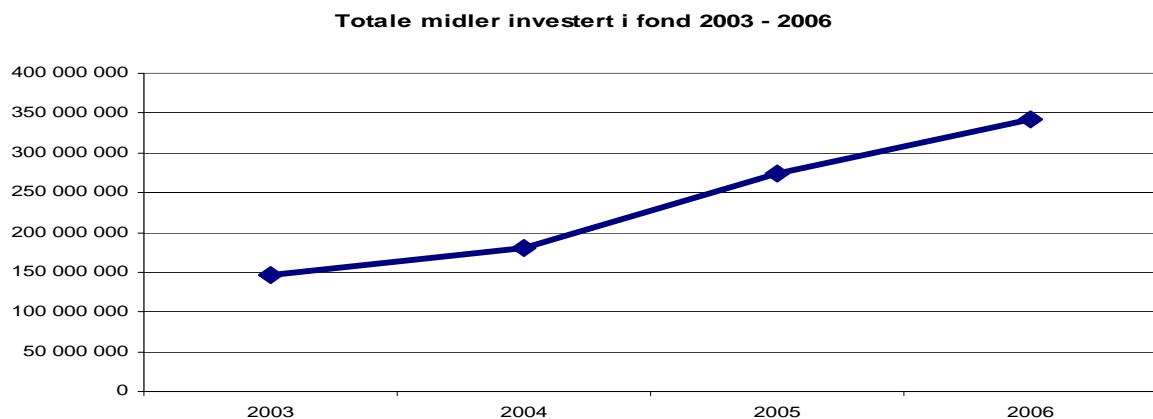
¹⁷ Den gjennomsnittelige porteføljen innebærer her og se på allokeringen mellom ulike typer fondssegment på aggregert nivå. Den er kalkulert ved å ta markedsverdi pr segment for ett år, og dividere med den totale markedsverdien for alle fondssegment på samme tidspunkt.

Den totale oversikten viser at markedsverdien på fond har steget sammenhengende fra 2003. I absolutt verdi har den steget fra NOK 146 802 057 pr 31.12.2003 til NOK 342 844 414 pr 31.12.2006, en vekst på 133,54 %.

	2003	2004	2005	2006
Totalt	146 802 057	180 843 166	273 866 564	342 844 414
		23.19 %	51.44 %	25.19 %

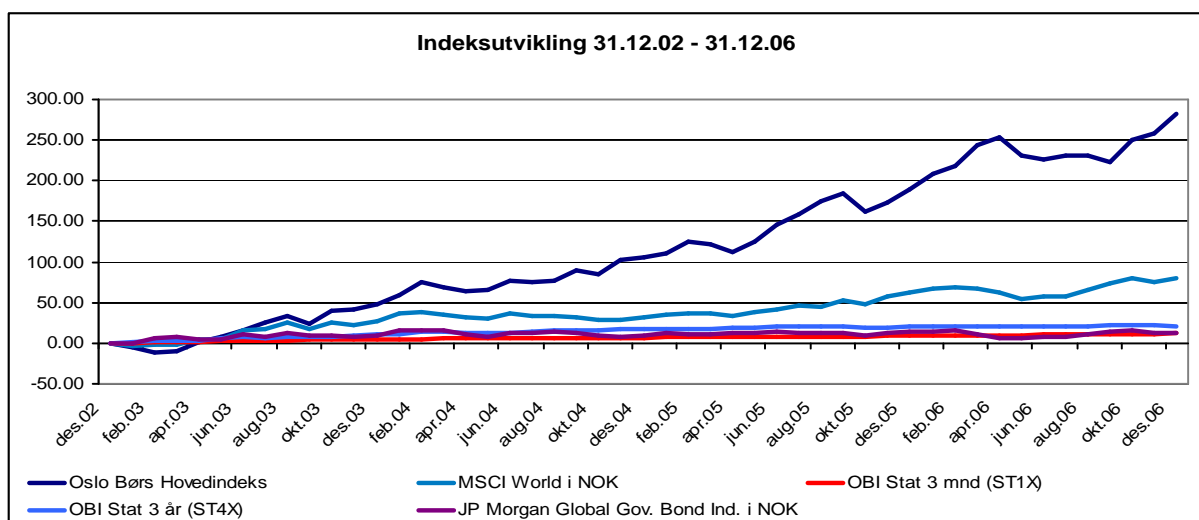
Tabell 3: Vekst totalmarkedet

Dette kan også illustreres grafisk:



Figur 7: Totale midler investert i fond 03 - 06

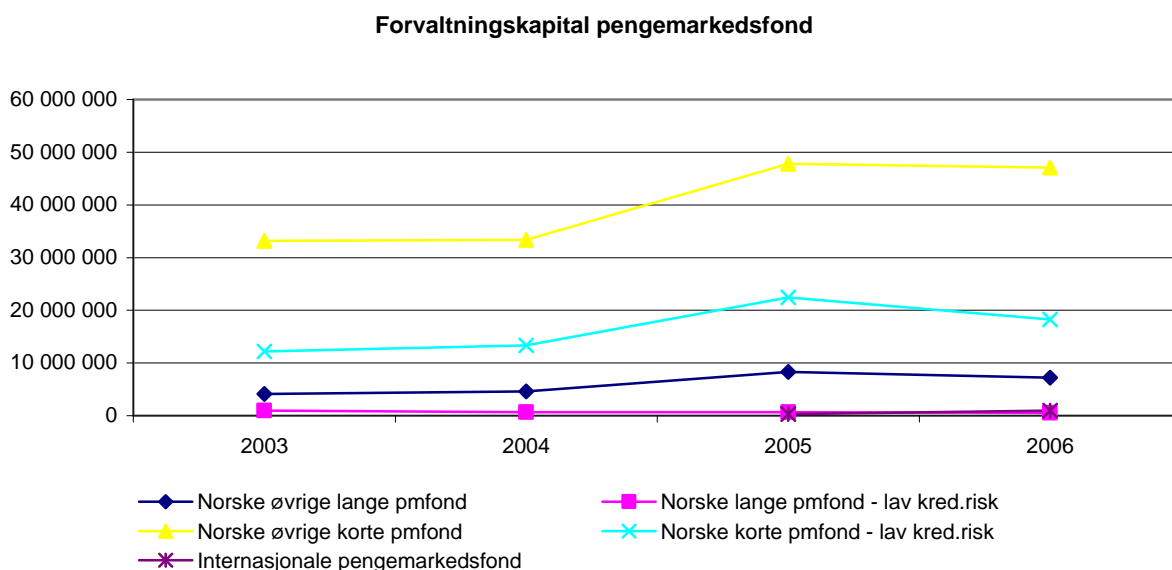
Mye av økningen i markedsverdien skyldes utviklingen i markedene. Grafen på neste side viser blant annet at for eksempel Oslo Børs har steget 282 % i perioden. Også verdensindeksen, MSCI World, har steget markant i perioden. Markedsavkastningen har vært et viktig bidrag til at forvaltningskapitalen i norske verdipapirfond har steget i perioden. På grafen på neste side ser man indekset utviklingen fra 2003 og frem til 31.12.06. Prosentvis avkastning er vist på X akse.



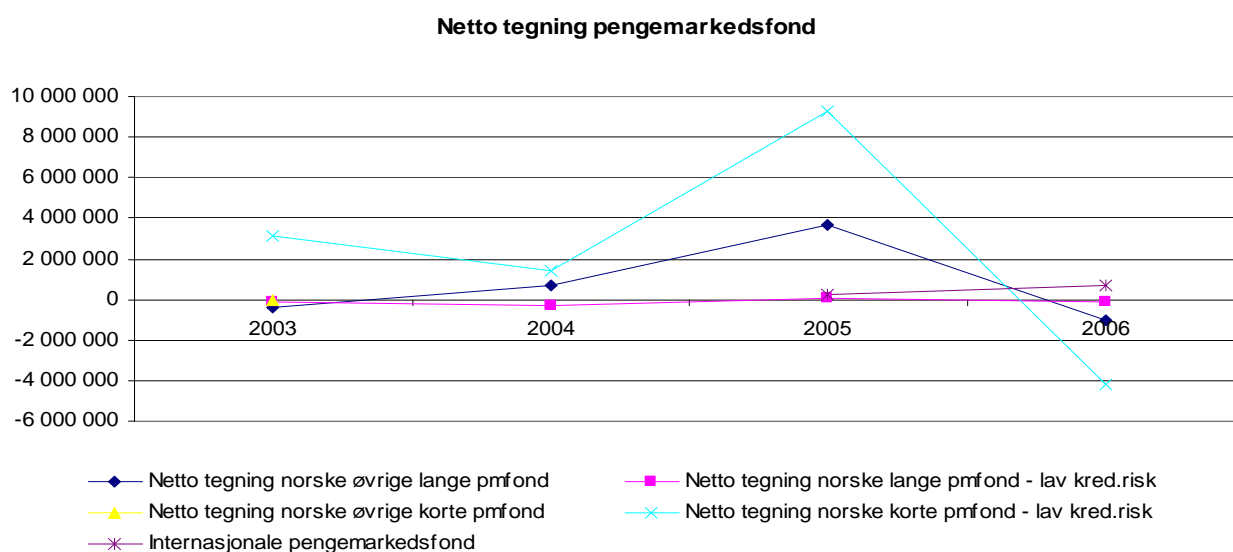
Figur 8: Indeksutvikling 02-06

5.5.1.1 Pengemarkedsfond

Pengemarkedsfond som investerer i norske papirer dominerer investeringer i pengemarked. Mens aksjefondene har hatt en sterkere vekst i fond som investerer i utlandet, har rentefond vært dominert av norske investeringer. Totalt sett har det vært en jevn lav vekst for pengemarkedsfond i perioden 2003- 2004, før det ble en sterk vekst i 2005 (52,95 %). Pengemarkedsfond som andel av den gjennomsnittelige porteføljen falt kraftig i 2003, og har ligget stabilt siden. Pengemarkedsfond utgjorde i 2006 21,63 % av den totale markedsverdien i norske verdipapirfond.



Figur 9: Forvaltningskapital pengemarkedsfond

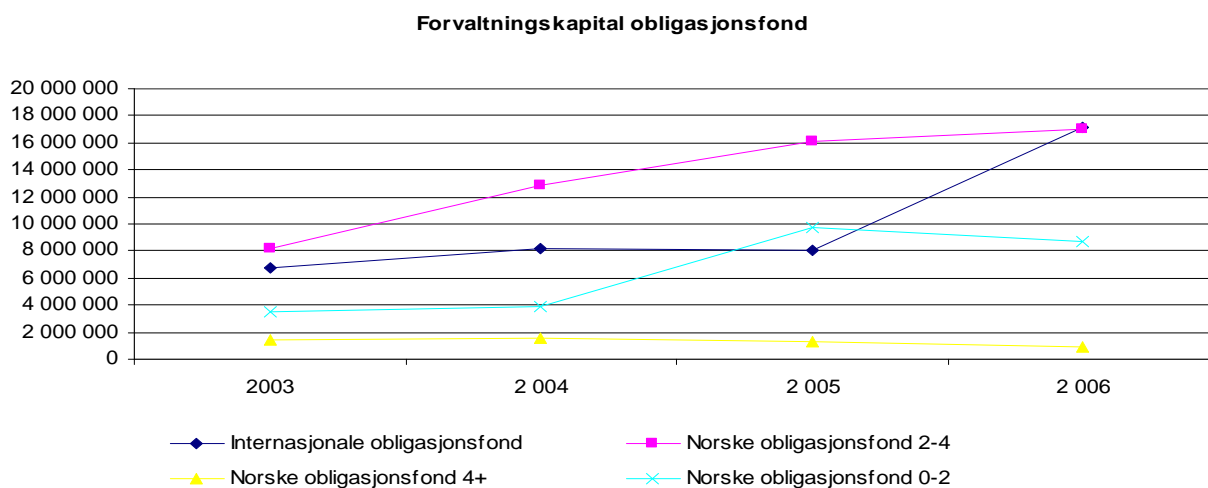


Figur 10: Netto tegning pengemarkedsfond

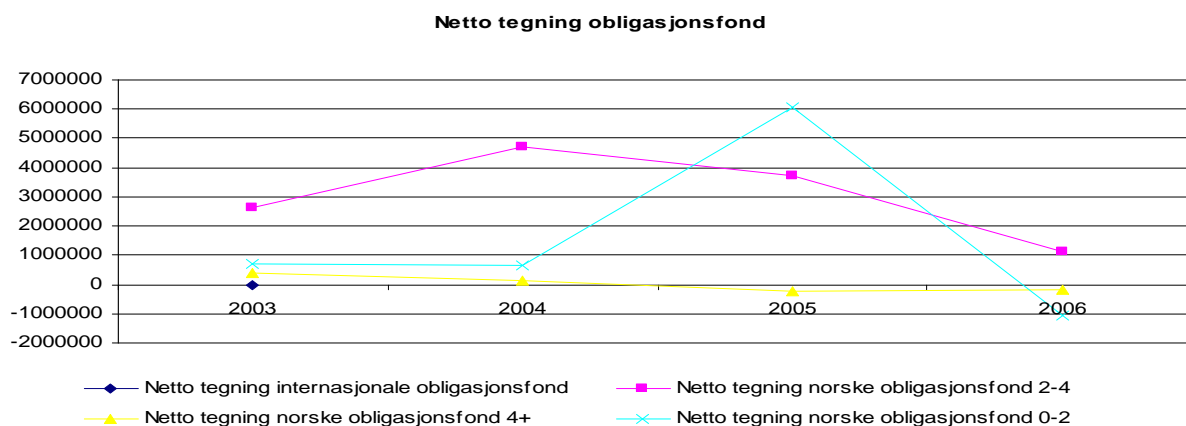
Korte pengemarkedsfond med lav kredittrisiko er den kategorien med de største bevegelsene. Det var høy netto tegning i 2005, men dette falt mye i 2006. Også kategorien for øvrige lange pengemarkedsfond har hatt denne utviklingen. For andre kategorier pengemarkedsfond har det vært en lav, men positiv tegning for perioden.

5.5.1.2 Obligasjonsfond

Perioden sett under ett har det vært en god vekst for obligasjoner. Igjen ser vi at norske rentepapirer er ”driveren” for den totale veksten i rentepapirer. Det har vært jevn god vekst i norske obligasjonsfond, men fallende tro på internasjonale obligasjoner. Dette viser seg i negativ nyttegning i internasjonale obligasjoner i 2005. Obligasjonsfond har vært den fondsklassen hvor andelen har ligget mest stabil i forhold til total forvaltningskapital.



Figur 11: Forvaltningskapital obligasjonsfond

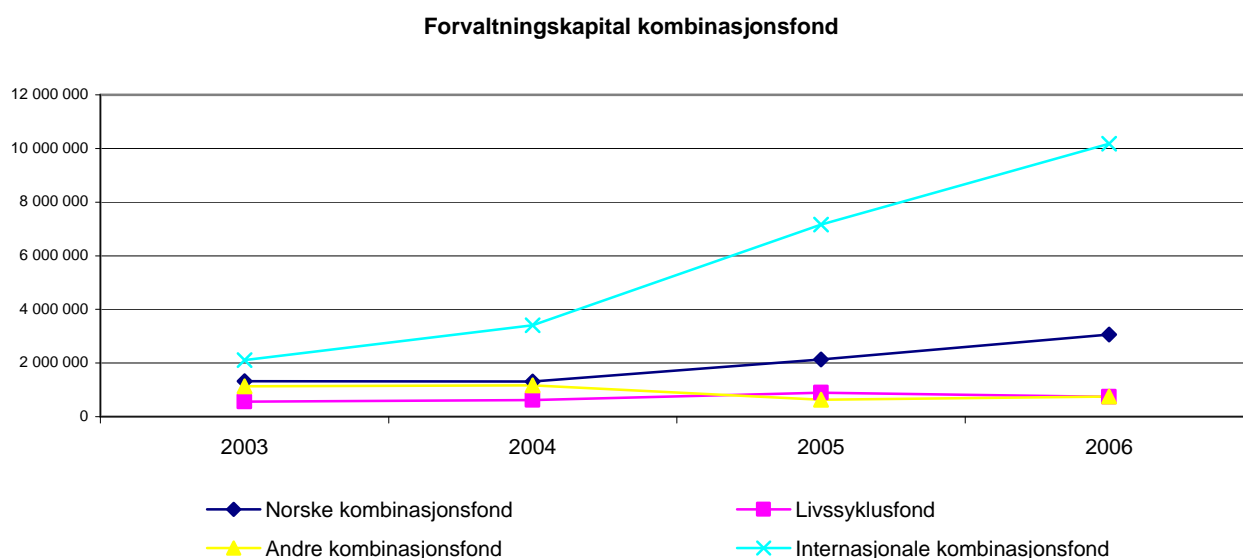


Figur 12: Netto tegning obligasjonsfond

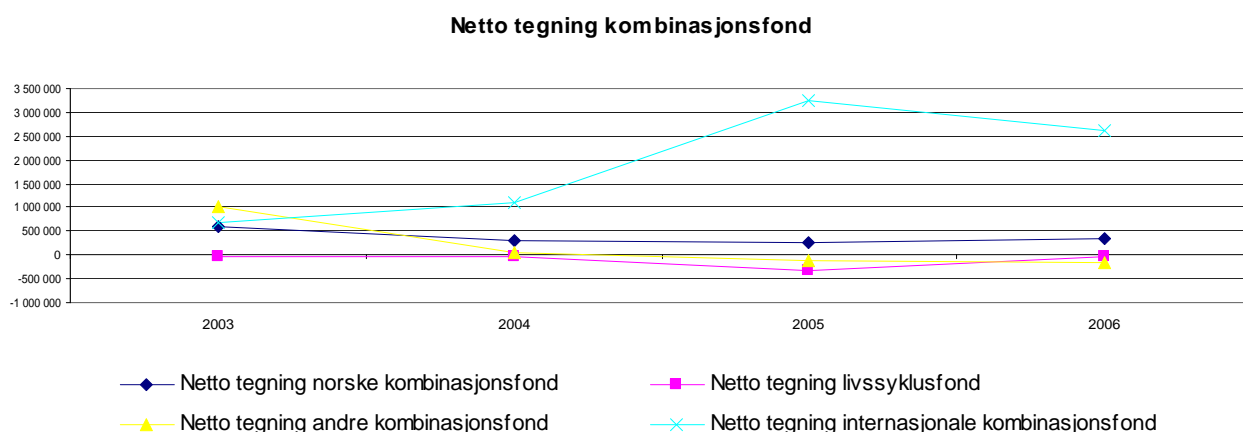
Internasjonale og norske obligasjonsfond 4+ har ikke beveget seg mye over perioden. Men, norske obligasjonsfond 2-4 og norske obligasjonsfond 0-2 har hatt store bevegelser. Begge kategoriene opplevde spesielt mange innløsninger i 2006.

5.5.1.3 Kombinasjonsfond

Også for kombinasjonsfond er det en totalt sett en meget sterk vekst. Internasjonale kombinasjonsfond er igjen driveren for veksten i kombinasjonsfond. Vi kan også se at det er fallende vekst i livssyklusfond og andre typer kombinasjonsfond.



Figur 13; Utvikling forvaltningskapital kombinasjonsfond 03-06



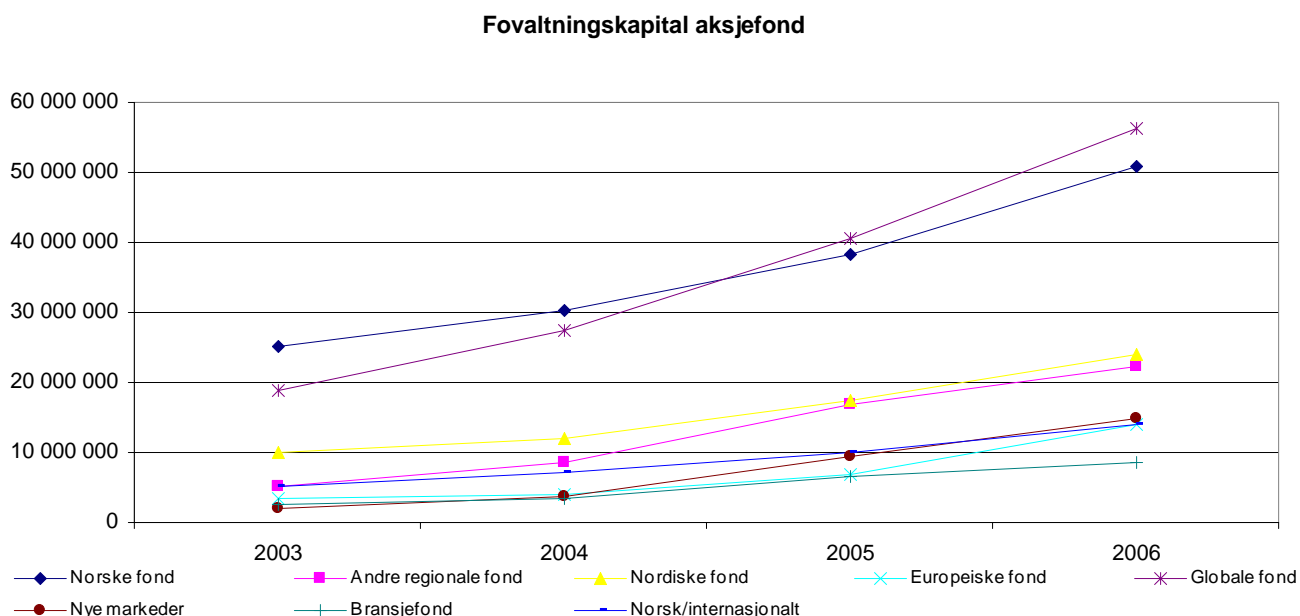
Figur 14: Netto tegning kombinasjonsfond 03-06

For visse typer kombinasjonsfond er det en negativ nettotegning i tidsperioden. Det har med andre ord vært mer midler som er blitt innløst enn tegnet i fondene. Unntaket er internasjonale kombinasjonsfond, som har hatt en høy netto tegning i perioden sett under ett.

5.5.1.4 Aksjefond

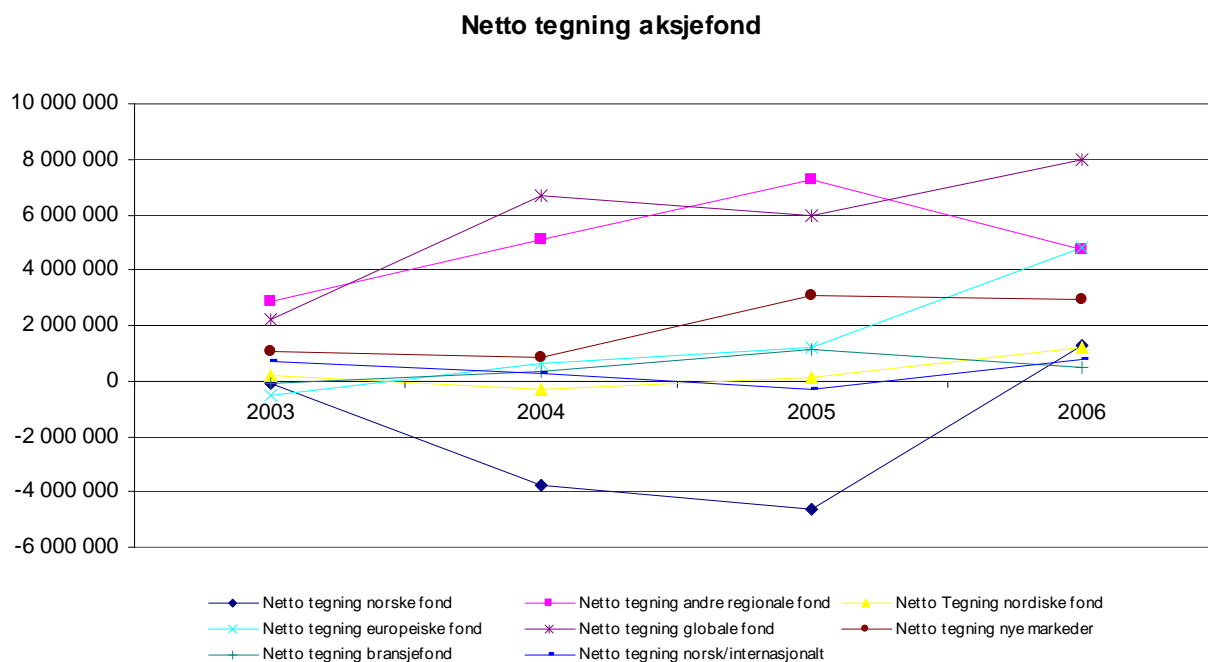
På ett aggregert nivå kan vi enkelt se at vekstprosenten i aksjefond har vært veldig høy i analyseperioden. Vekstprosenten for alle typer aksjefond falt fra 2003 til 2004 (bortsett fra bransjefond som holdt seg tilnærmet stabil). I 2004 var det en vekst på over 50 % for aksjefond. Norske aksjefond hadde den svakeste veksten med sine 26,2 %, mens bransjefond nesten doblet seg. Relativt sett vokste internasjonale aksjefond mest med 67,47 %. Veksten i andelen plassert i internasjonale aksjefond er hovedårsaken bak den sterke veksten i aksjefond totalt. Grafen under illustrerer dette, man ser tydelig at internasjonale aksjefond er driveren for aktivaklassen aksjefond totalt.

I forhold til gjennomsnittelig portefølje kan vi se at aksjer har en høy andel for hele perioden. Allikevel er det tydelig at det har vært en voksende tro på aksjer blant investorer. Tabellen for den gjennomsnittelige porteføljen presentert tidligere, viser tydelig at investorer la en voksende andel av sine plasseringer i aksjefond



Figur 15. Forvaltningskapital aksjefond

Man kan ikke se vurdere veksten i forvaltningskapital uten å sammenligne med hvor mye midler som er tilført i samme periode:

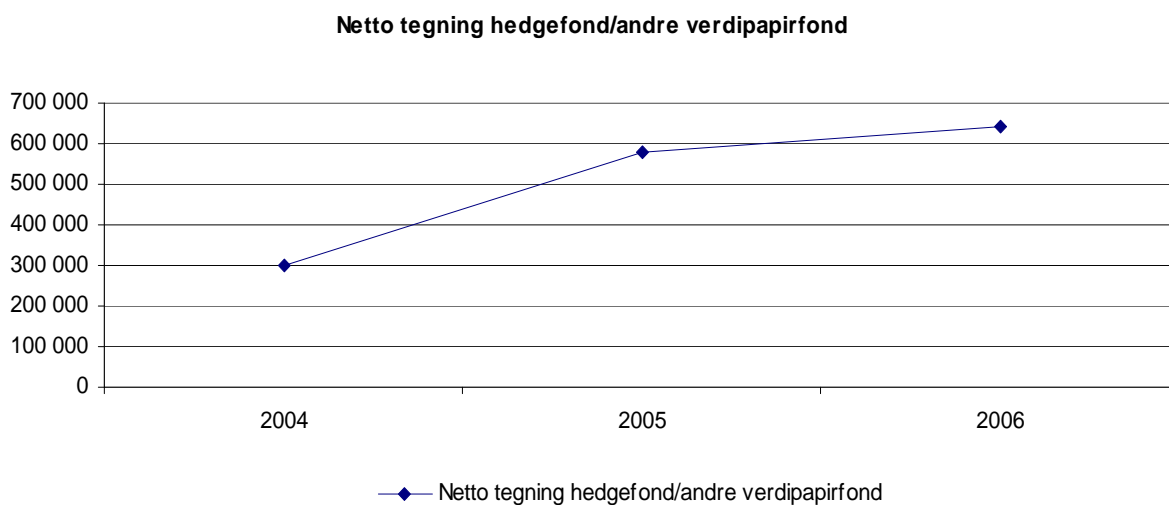


Figur 16: Netto tegning aksjefond

Grafene over viser at det har vært en netto tilførsel inn i alle typer aksjefond.

5.5.1.5 Andre fond /hedgefond

Dette er den desidert minste og den nyeste fondsklassen og det var ingen forvaltningskapital i denne typen fond før i 2004. Men denne klassen er voksende og utgjorde i 2006: 0,86 %.



Figur 17: Netto tegning hedgefond/andre verdipapirfond

Denne typen fond har opplevd en positiv utvikling i tegninger fra 2003. Alle årene har sett en positiv netto tegning i slike fond.

Som vist i grafene over, så har forvaltningskapitalen i norske verdipapirfond økt markant de seneste årene. Dette er i tråd med tidligere diskusjoner som viser at flere og flere har benyttet seg av verdipapirfond som et alternativ for sparing og forvaltning.

6.0 Kostnadsforhold knyttet til forvaltning

I dette kapitlet vil jeg se nærmere på kostnadsforhold som preger forvaltningen av verdipapirer. Avsnittet vil basere seg på undersøkelser som er gjort rundt temaet av blant annet en arbeidsgruppe nedsatt av Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) og fra Norges Bank sitt samarbeid med Cost Effectiveness Measurement Inc (CMS).

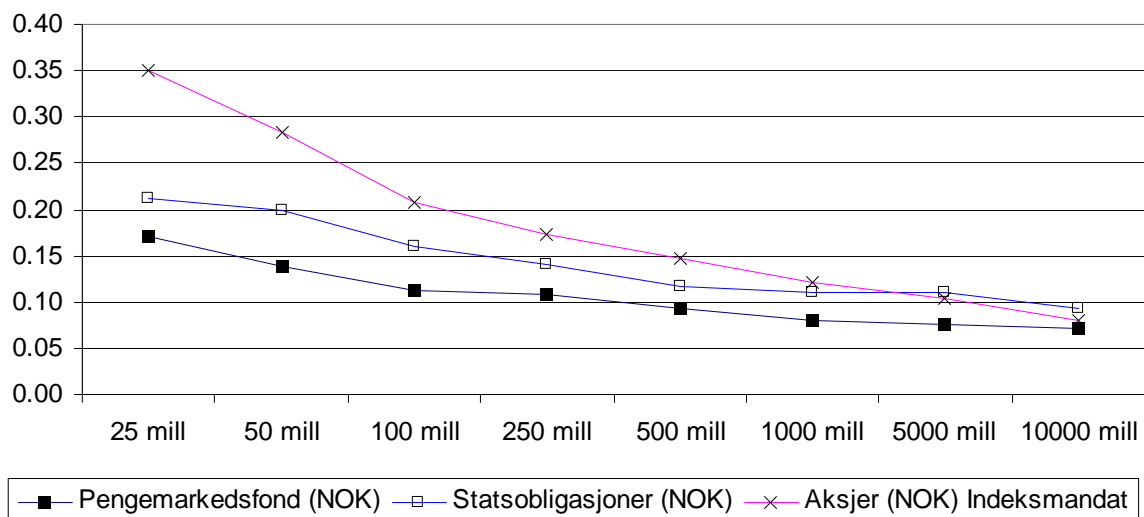
6.1 Stordriftsfordeler

Teori og empiri hevder det finnes en tydelig sammenheng mellom størrelsen på forvaltningskapitalen og kostnadene i fondet. Det er et synkende forhold mellom disse. I en rapport til pensjonskommissjonen i 2003 ble det hevdet at "kostnadene reduseres ved forvaltning av midler i et fond med norske aksjer under indeksforvaltning fra 0,35 % for forvaltningskapital på 25 millioner til 0,08 % dersom det er 10 milliarder til forvaltning" (FNH 2003).

Mange av kostnadene i fondet er uavhengig av forvaltningsvolumet og den marginale kostnaden er derfor synkende

Det finnes stordriftsfordeler knyttet til analyser og utviklingen av informasjonsfortrinn. For å kunne oppnå meravkastning over lengre tid, må forvalterne ha et fortrinn på innhenting og analyse av informasjon (Kjær, 1999). Disse kostnadene kan fort bli høye, men de er ikke lineært avhengige av forvaltningsvolumet.

Vi kan se fra grafene på neste side at de totale kostnadene faller sterkt med økt forvaltningskapital. Grafen viser at en forvaltningskapital på under 100 millioner for et aksjefond er lite effektivt. Kostnadene for alle typer fond faller med økt forvaltning.



Figur 18: Forhold forvaltningskapital og kostnader

Det å være en stor aktør er ikke nødvendigvis kun positivt, det finnes også stordriftsulemper. De store aktørene kan potensielt være mer risikoaverse sammenlignet med mindre konkurrenter. Bakgrunnen er at de vegrer seg mot å ta posisjoner som avviker mye fra det generelle markedet fordi de har gjort store investeringer i for eksempel egen infrastruktur og markedsføring. Tap av viktig og dyktig personell forekommer også. Hos en mindre forvalter har ofte de ansatte større handlefrihet og honorarsystemene er tettere knyttet til personlig resultat. De beste medarbeiderne trives ofte med denne strukturen og velger heller å slutte enn å måtte innrette seg etter sentraliserte retningslinjer.

Et interessant faktum, som investorer bør vurdere, er at det ikke finnes noen sammenheng mellom størrelse på fondsselskapet og deres forventede avkastning. Med andre ord, ” mindre og mellomstore fond har ofte bedre avkastning enn de største. Kurtasje og handelskostnader er ofte lavere hos mindre meglere” (Meholm 2004). Dette har bakgrunn i at større forvaltningsselskaper ikke nødvendigvis har mer eller bedre informasjon om markedet, og det er denne informasjonen som er ett av grunnlagene for å oppnå meravkastning (Kjær 1999). Som tidligere diskusjon viste, er markedet blitt så stort at selskapene nå prøver å spesialisere seg. Det impliserer at større selskaper ikke nødvendigvis er bedre til å gjøre investeringer enn mindre aktører. Store selskaper har også høyere kostnader, de har gjerne flere ansatte, større promoteringsbudsjett og høyere faste kostnader. På den andre siden, betyr ikke dette at det bare er de minste aktørene som skaper best avkastning.

Et samarbeid som Norges Bank hadde med CMS om avkastning og forvaltningskostnader i investeringsfond på størrelse med Statens Pensjonsfond - Utland, fant at størrelsen på fondet er viktig. "Et dobbelt så stort fond har i gjennomsnitt hatt om lag 0,2 % høyere meravkastning" (Norges Bank 2000).

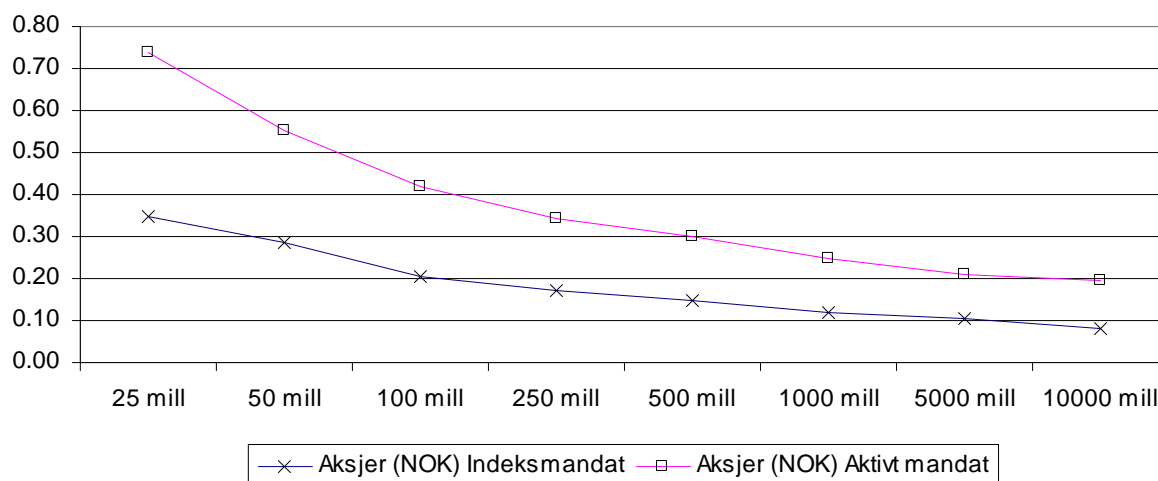
Rapporten til pensjonskommisjonen viste at det finnes klare forskjeller mellom kostnadene knyttet til de ulike aktiva klassene. Det finnes et klart kostnadshierarki på de forskjellige produktene:

- aksjefond – dyrest
- obligasjonsfond
- pengemarkedsfond – billigst

Aksjeforvaltning er tydelig dyrere enn renteforvaltning og særlig dyr er forvaltning av aksjer som ikke er notert på børs og forvaltning av eiendomsporteføljer. Statens Pensjonsfond - Utland har tradisjonelt vært meget opptatt av kostnadsstrukturen hos forvalterne som de bruker, men det viser seg at høyere kostnader kan føre til høyere avkastning, siden man med mange typer kostnader kan forbedre prosessene hos forvalter. Samarbeidet fant på sin side at høye kostnader ikke ser ut til å gi høyere netto avkastning. Statens Pensjonsfond - Utland understreker at "forvaltningskostnadene skal være så lave som mulig, gitt den forvaltningsstilen som viser seg å være lønnsom"(Norges Bank 2000). I punkt 8.7 gjør jeg en egen analyse av dette.

Grafen¹⁸ på neste side viser med tall hvor mye billigere et indeksmandat er enn et aktivt mandat. Grunnen er at det er mye lavere transaksjonskostnader og man slipper store markedsanalyser. Et interessant punkt er at det selv med 10 milliarder i forvaltningskapital er det så mye som 10 basispunkter forskjell, hvilket utgjør en million kroner. Allikevel kan vi se at aksjeforvaltning med et aktivt mandat blir betydelig mer kostnadseffektivt med økt forvaltningskapital. Dette illustrerer igjen hvor avhengige alle forvaltere er av å tiltrekke seg et så stort volum som mulig og hvor mye en investor kan "spare" på å gå inn i utenlandske fond med en stor forvaltningskapital.

¹⁸ Forvaltningskostnader ved ulike typer forvaltningsmandater (FNH 2003)



Figur 19: Kostnadsforhold aktivt/passivt mandat og forvaltningskapital

Kapitalforvaltning påfører også noen direkte kostnader. Disse er spesifisert nedenfor:

6.2 Direkte kostnader

Det påløper flere direkte kostnader ved å forvalte et fond. Kostnadene for en forvalter å forvalte et fond er avhengig av blant annet aktivaklasse, om fondet er aktivt eller passivt forvaltet og geografisk eksponering. Hvor dyrt det er å forvalte fondet, vil naturlig påvirke prisstrukturen fondet belaster investorene.

6.2.1 Investeringskostnader

Investeringskostnader – er kostnader knyttet til selve forvaltningen av midlene. Størrelsene på kostnadene vil variere mellom de ulike forvaltningsstrategiene som forvalterne har valgt.

Investeringskostnader omfatter kostnader knyttet til analyser og systeminvesteringer. Dette er kostnader forvalterne må bære for å kunne tilby et levedyktig produkt og de er derfor relativt uavhengig av forvaltningsvolumet. Dette innebærer også at det er et minimumsnivå av kostnader som må dekkes for å ha en forsvarlig forvaltning. På den andre siden er disse kostnadene avhengige av ambisjonene til forvalter og vil gjerne øke sprangvis med antallet instrumenter og markeder som skal analyseres og overvåkes. Pensjonsrapporten (FNH 2003) delte igjen investeringskostnaden inn i:

1. Kompetansekostnader

Dette er typisk lønnskostnader for egne ansatte og eksterne rådgivere. De produktene og tjenestene som en forvalter eller mellommann selger er basert på kompetanse og dette må man

betale for. Naturligvis vil kompetansekostnadene øke med antall ansatte og graden av spesialisert kompetanse man søker.

2. Systemkostnader

Typisk kostnader knyttet til kjøp og opprettholdelse av IT systemer og tilsvarende. Et typisk eksempel er Bloomberg og Axys som hjelper forvaltere å holde oversikten over de forskjellige kundeporteføljene.

3. Infrastrukturkostnader

Infrastrukturkostnader er de kostnadene alle bedrifter har for eksempel telefon, varme og strøm. Dette er gjerne den miste kostnadsposten av de tre nevnte.

En siste kostnadspost som bør nevnes under kompetansekostnader er de kostnadene knyttet til å minimere den operasjonelle risikoen. Forvaltere må forsikre seg mot at datasystemer blir ødelagt eller at ansatte gjør feil.

6.2.2 Transaksjonskostnader

Når investeringsstrategien foreligger, er det viktig at forvalteren klarer å implementere strategien på en kostnadseffektiv måte. Klarer han ikke det, vil transaksjonskostnadene kunne ha en negativ innvirkning på den totale avkastningen og medføre en suboptimal prisstruktur i fondene. "Et problem i dag er at det ikke settes nok fokus på implementeringen av porteføljen hos forvaltningsorganisasjonen" (Kjær 1999). Fokuset bør ligge på effektiv handling gjennom systematisk oppfølging av markedene og de transaksjonsformene som gir lavest samlet kostnad inklusive kostnadene som kommer fra markedspåvirkning. "Normalt kan man her legge til grunn at kostnadene varierer mellom 0,2 % og 1,5 % av beløpet under forvaltning" (Kjær 1999). Disse tallene viser hvor viktig en kostnadseffektiv implementering er, når man kjenner størrelsen på den totale forvaltningskapitalen. Det er viktig å presisere her at denne diskusjonen rundt transaksjonskostnader er de transaksjonskostnadene knyttet til forvaltningen av verdipapirfondet og ikke de transaksjonskostnadene som fondet belaster investoren.

Høye transaksjonskostnader kan ha en direkte innvirkning på avkastningen i fondet. Man kan dele transaksjonskostnader inn i kostnader som er direkte relatert til handel og kostnader knyttet til gjennomføringen og registreringen av handler:

1. Direkte relaterte kostnader

"Spread" – enkelt forklart er det den godtgjørelsen verdipapirforetaket tar for utførelsen av en handel, det er differansen mellom salgs- og kjøpsprisen. "Markedsprisen varierer om man er kjøper eller selger av instrumentet. Differansen mellom kjøps- og salgsprisen kan ses på som en godtgjørelse til verdipapirforetaket for utførelsen av handelen" (FNH 2003). Spread er vanlig hvis det ikke belastes kurtasje.

Kurtasje – er en provisjon verdipapirforetakene tar for å kjøpe eller selge papirer i markedsplassen. Denne kurtasjen skal dekke arbeidet med å slutte handler, den praktiske gjennomføringen og en kompensasjon for den risikoen foretaket tar som økonomisk ansvarlig for handelen.

2. Kostnader knyttet til gjennomføringen og registreringen av handler

Bankkostnader – mange investorer investerer i utenlandske papirer og det medfører at man vil motta eller betale i utenlandsk valuta. Banken tar seg betalt for disse tjenestene og det må investoren dekke.

Depotkostnader – som illustrasjonen under avsnitt 4.3 viser, så blir norske investorers utenlandske verdipapirer føres på en konto i DnB, som er en depotbank. DnB belaster et gebyr for denne type registreringer. Norske børsnoterte verdipapirer føres i ett felles register hos Verdipapirsentralen (VPS). Opprettelsen og endringer i disse VPS kontoene medfører også kostnader som forvalteren må dekke.

6.2.3 Markedsføringskostnader

Markedsføringskostnader – er kostnader knyttet til markedsføring og salg. Konkurransen mellom de ulike forvalterne fører til at forvalterne må markedsføre sine produkter og tjenester. Disse kostnadene vil avhenge av konkurranseintensiteten i markedet.

6.2.4 Rapporteringskostnader

Kunden er naturligvis opptatt av hvordan det går med hans investeringer, og god rapportering kan bedre forholdet mellom kunde og forvalter. Det er også en fin mulighet for kundene å igjen kvalitetssikre og evaluere valgte forvaltere. Forvalterne sender ut ”statusrapporter til investorene. Dette viser hvor mange andeler en investor besitter og kursen disse hadde på en spesiell dato. Med andre ord, dette viser markedsverdien på investeringen. Når investoren gjennomfører transaksjoner i fondet, er forvalteren pliktig til å sende ut en transaksjonskvittering. Denne rapporteringen foregår gjerne gjennom post og det påløper en kostnad knyttet til dette. Kostnadene ved en slik oppfølging ligger innbakt i provisjonene som forvaltere belaster investorene.

6.2.5 Kontrollkostnader

Som avsnitt 4.2.1 viste, så finnes det begrensninger på hva og hvordan et fond kan investere midlene. Forvalter må holde kontroll på at han er innenfor de mandatene som er lagt ned i vedtektene til fondet. Han må holde en god kontroll på likviditeten i fondet, slik at potensielle innløsninger er mulig, samt holde streng kontroll på beholdningene til de ulike investorene. Den viktigste kontrollen en forvalter gjennomfører er allikevel den om at han/hun holder seg innefor mandatet. De fleste forvalterne har satt opp egne kontrollfunksjoner. Dette er gjerne komiteer som går gjennom fondsporteføljen og ser på eksponeringen. Dette er et viktig organ, men det er ikke kostnadsfritt.

Samarbeidet mellom Norges Bank og CEMS viste at det ikke er slik at høye kostnader gir høy avkastning. Verdiskapningen er med andre ord relativt uavhengig av kostnadsnivået for store investeringsfond som oppnår kritisk masse og stordriftsfordeler. På den andre siden har kostnader direkte innvirkning på investorenes avkastning og god kostnadskontroll er viktig for å sikre den langsiktige verdiskapningen.

6.3 Kostnader for investoren

Denne analysen vil se på de gebyrene verdipapirfondene belaster sine investorer. Det er 4 typer kostnader et fond kan belaste

Tegningsprovisjon - VFF beskriver tegningsprovisjon som ”avgift som betales for å tegne andeler i et verdipapirfond. Beregnes i prosent av tegnet beløp”¹⁹. Altså er dette et gebyr som belastes for å komme inn i fondet. Grunnen til at fondet belaster slike tegningsgebyrer er i utgangspunktet for å dekke inn egne kostnader ved handel. Mange verdipapir fond tar også en margin på dette. Siden tegningsgebyret er en prosentsats av tegnet beløp, belaster noen fond lavere tegning for større investeringer. Dette refereres til som differensiert tegningsprovisjon.

Innløsningsprovisjon – dette blir beskrevet av VFF som ”avgift som belastes andelseierne for å innløse andeler i et verdipapirfond”²⁰. Beregnes i prosent av innløst beløp”. Denne avgiften skal også dekke inn verdipapirfondenes egne kostnader ved handel. Men, igjen er det vanlig å ta en margin på dette. Det er ikke vanlig å differensiere innløsningsprovisjonen.

Forvaltningsprovisjon – ”Uttrykket er en forkortelse for det forvaltnings- og administrasjonsgebyr som på daglig basis belastes verdipapirfondet og overføres til forvaltningsselskapet som forvalter og administrerer fondet. Det beregnes i prosent av forvaltet kapital, og oppgis som årlig rate”²¹. Netto Andels Verdi (NAV) i norske verdipapirfond viser alltid fondets verdi/kurs etter at påløpt forvaltningshonorar er trukket fra. Dette honoraret er levebrødet til forvalteren. Alle fond belaster en forvaltningsprovisjon.

Suksesshonorar – dette er en form av forvaltningshonoraret og kommer gjerne i tillegg til et fast forvaltningshonorar. Suksesshonoraret blir kun belastet hvis fondet klarer å oppnå en meravkastning. Honoraret er gjerne en viss prosentandel av meravkastningen. Med suksesshonorar så sikrer forvalteren en del av den meravkastningen fondet har klart å oppnå. Suksesshonorar kan også være positivt for investoren, da det sammenfører målene til investor og forvalter.

Hvilke kostnader og hvor høye de er avhenger ofte av hva slag type verdipapirfond man ønsker å investere i. Dette vil bli analysert senere i oppgaven.

¹⁹ http://www.vff.no/Internett/Fakta_om_fond/Ordliste/

²⁰ http://www.vff.no/Internett/Fakta_om_fond/Ordliste/

²¹ http://www.vff.no/Internett/Fakta_om_fond/Ordliste/

7.0 Metode

I dette kapitlet vil jeg forklare den metodiske tilnærmingen jeg har benyttet i oppgaven. I samarbeid med Grieg Investor ASA definerte vi problemstillingen. Denne problemstillingen ble utgangspunktet for valg av teori. Både utvalgt teori og innsamlet data ble grunnlaget for analysen og diskusjon og derfor også konklusjonen. I kapitlet om hovedfunn oppsummerer jeg de resultatene analysen ga.

Da jeg startet på denne oppgaven hadde jeg mange ideer om hvordan jeg ønsket å gjøre dette. Den første utfordringen var dermed å avgrense og konkretisere det jeg ønsket å analysere. Da dette var gjort var det viktig for meg å finne en beskrivende og klar problemstilling. Problemstilling blir definert som ”Spørsmål som blir stilt med et bestemt formål, og på en så presis måte at det lar seg belyse gjennom bruk av samfunnsvitenskapelige metoder” (Halvorsen 2003). Å ha en beskrivende og klar problemstilling var av stor betydning for denne oppgavens resultat og var retningsgivende for arbeidet mitt. Problemstillingen skal hjelpe meg med å svare på to spørsmål, hva og hvem som skal analyseres. Hva skal oppgaven analysere? Prisstrukturen. Hvem skal analyseres? Norske verdipapirfond.

Den teoretiske delen av oppgaven er bygget opp av artikler og annen faglitteratur knyttet rund kapitalforvaltning. Blant annet er temadelen i årsrapportene til Statens Pensjonsfond – utland benyttet. Jeg har også inkludert en del empirisk forskning gjort rundt de forskjellige teoretiske temaene og sett på andre undersøkelser gjort på markedet. En komplett liste over kilder er inkludert i oppgaven.

Mens teoridelen viderefører hva som skal undersøkes fra problemstillingen, vil jeg her belyse hvem som skal undersøkes og hvordan undersøkelsene ble gjennomført. Johannessen m.fl. (2004) mener at en forsker bør stille seg flere spørsmål for å finne de rette metodene for en undersøkelse. Skal undersøkelsen gjøres ved et enkelt tilfelle, en såkalt tverrsnittundersøkelse, eller skal den gjøres over tid? Da jeg ønsker å sammenligne verdipapirfondenes prisstruktur har jeg valgt en tverrsnittundersøkelse. Derfor er også datoen for undersøkelsen inkludert i problemstillingen.

Neste spørsmål blir hvilken gruppe som skal undersøkes. Jeg valgt å ta utgangspunkt i VFF sin liste over norskregistrerte fond. Denne listen inkluderer alle verdipapirfond som er

registrert i Norge og dermed underlagt norske lover og regler. Jeg valgte videre å skille ut de fondene som er fond-i-fond og de fondene som blir forvaltet fra utlandet.

Det siste spørsmålet som må stilles er om man ønsker å benytte kvalitative eller kvantitative undersøkelser. Jeg har benyttet en kvantitativ tilnærming. En kvantitativ undersøkelse har gjerne et tilfeldig utvalgt datagrunnlag. Mitt utvalg er ikke tilfeldig, da det inkluderer alle norskregistrerte verdipapirfond. For å hente inn informasjonen til analysen brukte jeg listen over fond fra VFF, mens den fondsspesifikke prisstrukturen er hentet fra det enkelte fonds faktaark eller vedtekter. Denne informasjonen har jeg funnet på forvalternes hjemmesider og i Morningsstar sin database. Fordelen med en kvantitativ analyse er at den muliggjør en sammenligning basert på faktiske tall. Ulempen er at jeg ikke fikk anledning til å spørre de som bestemte prisstrukturen hvorfor de har valgt denne tilnærmingen.

Ved alle analyser er det viktig å evaluere dataene (Johannessen 2004). Kvantitativ data burde måles mot noen parametere:

Reliabilitet

Reliabilitet knyttes til hvordan informasjonen som ble brukt i undersøkelsen og hvordan datamaterialet ble innhentet, anvendt og bearbeidet. Norske verdipapirfond er pålagt å informere om alle kostnader knyttet til det å investere i verdipapirfondet. Denne informasjonen skal samtidig vært enkelt tilgjengelig. Det var derfor enkelt å samle inn datagrunnlaget for analysen. Samtidig, jeg har sammenlignet data som jeg selv har samlet inn og bearbeidelsen og tolkningen av denne er subjektiv og dermed farget av egen bakgrunn og erfaringer.

Intern Validitet

Dette går på hvorvidt metodene benyttet i undersøkelsen faktisk undersøker det de har til hensikt å gjøre. Dette vil jeg hevde at undersøkelsen gjør. Datagrunnlaget gir en total beskrivelse av prisstrukturen i det enkelte verdipapirfond, samtidig som jeg har gjort analysen på bakgrunn av flere inndelinger som påvirker prisstrukturen.

Ekstern Validitet

Ekstern validitet er en kontroll på om resultater fra det gjeldende prosjektet kan overføres til andre lignende situasjoner. Dette er vanskelig for meg å bedømme selv, men jeg føler at resultatene i den analysen kan overføres til analyser om prisstrukturer i andre markeder/land.

Begrepsvaliditet

Begrepsvaliditet er et spørsmål om de funnene jeg har kommet frem til i analysen er et resultat av analysen eller mine subjektive oppfatninger. Jeg har prøvd å fremstille analysen så objektiv som mulig og føler at jeg har lyktes i dette. Allikevel, hva jeg oppfatter som en ”dyr” eller ”billig” prisstruktur vises i oppgaven. Derfor vil min subjektive oppfatning kunne påvirke de tolkningene som er gjort og dermed konklusjonene.

Dataen jeg samlet inn ble grunnlaget for analysen og gjorde det mulig å svare på problemstillingen i oppgaven. Mitt valg av metode vil allikevel ha en innvirkning på datagrunnlaget og dermed også påvirke mine hovedfunn og konklusjoner. Etter en gjennomgang av datagrunnlaget, sammenlignet jeg dataene på bakgrunn av flere forhold. Jeg har blant annet skilt på verdipapirfondets investeringsstrategi og minsteinnskudd. Dette for å dele inn verdipapirfondene i mer sammenlignbare grupper, noe som gjør analysen bedre.

8.0 Analyse

Jeg har på bakgrunn av VFF sine lister over norskregistrerte verdipapirfond, laget oversikter (se oversikter i vedlegg) over de ulike provisjonene og gebyrene som disse fondene tar.

Verdipapirfondene er hentet fra VFF, mens den fondsspesifikke prisstrukturen er hentet fra det enkelte fonds faktaark eller vedtekter. Denne informasjonen har jeg funnet på forvalternes hjemmesider og Morningsstar sin database.

Oversikten er basisen for analysen knyttet til prisstrukturen på verdipapirfond og kapitalforvaltningen generelt. Oversikten vil gi svar på om det er noen forvaltere som skiller seg ut på noen måte, hvilke sammenhenger og skiller som finnes innen hver aktivklasse og andre viktige poenger. Oversiktene er bygd opp på følgende måte.

1. Type fond. Jeg har skilt mellom aksjefond, kombinasjonsfond, obligasjonsfond, pengemarkedsfond og hedgefond
2. Videre har jeg brukt VFF sine skiller på kategori og investeringsstrategien til de ulike fondsklassene. Dette fordi de ulike investeringsstrategiene innebærer forskjellige kostnadsstrukturer, gjerne med bakgrunn i analysevolum og hvor komplekst investeringsmiljøet er. Derfor vil fond med likt mandat analyseres sammen.
3. Navn på fond.
4. Navn på forvaltningsselskap.
5. Jeg har skilt investeringsstrategiene i hvor aktive eller passive fondene ønsker å være. Dette er en viktig faktor når man skal se på kostnadsstrukturen i fondene. For aksjefond, hedgefond/andreverdipapirfond og kombinasjonsfond har jeg brukt klassifiseringen aktiv eller passiv. For rentefond, så er det vanskelig å si om et fond er aktivt eller passivt og det er ikke gjort noe skille på disse
6. Forvaltningskapital pr 31.12.2006. Som diskutert tidligere i oppgaven finnes det stordriftsfordeler knyttet til kapitalforvaltning. Derfor skal store forvaltere, i utgangspunktet, ha lavere provisjoner enn mindre fond. Et annet punkt som analyseres gjennom forvaltningskapital, er hvor investorene plasserer midlene sine. Forvaltningskapitalen kan benyttes til å gi en indikasjon på hvilken rolle prisstruktur og minsteinnskudd spiller i forhold til investorens plasseringer.
7. Antall kundeforhold i fondet
8. Minsteinnskudd. Fond har gjerne ett minsteinnskudd som en investor må tegne for. Dette varierer i norske verdipapirfond fra 100 kr til 1 000 000 000 kr. Analysen vil dele inn fond

med likt mandat i underkategorier på bakgrunn av minsteinnskuddet. Dette for å bedre kunne analysere forskjell i prisstruktur blant fondene. De valgene jeg har gjort for hvilke satser minsteinnskuddet fordeles i er subjektivt bestemt.

9. Suksesshonorar. Noen få fond har valgt å belaste investoren på en måte som reflekterer avkastningen i fondet. Hvordan disse suksesshonorarene er oppbygd og hvilken referanseindeks de måler seg mot er også lagt ved.

10. Jeg har sett om fondet er ett såkalt fond-i-fond eller forvaltet fra utlandet. Jeg vil ikke se nærmere på fond-i-fond og fond som er forvaltet fra utlandet i denne oppgaven (oversikt over disse fondene finnes i vedlegget).

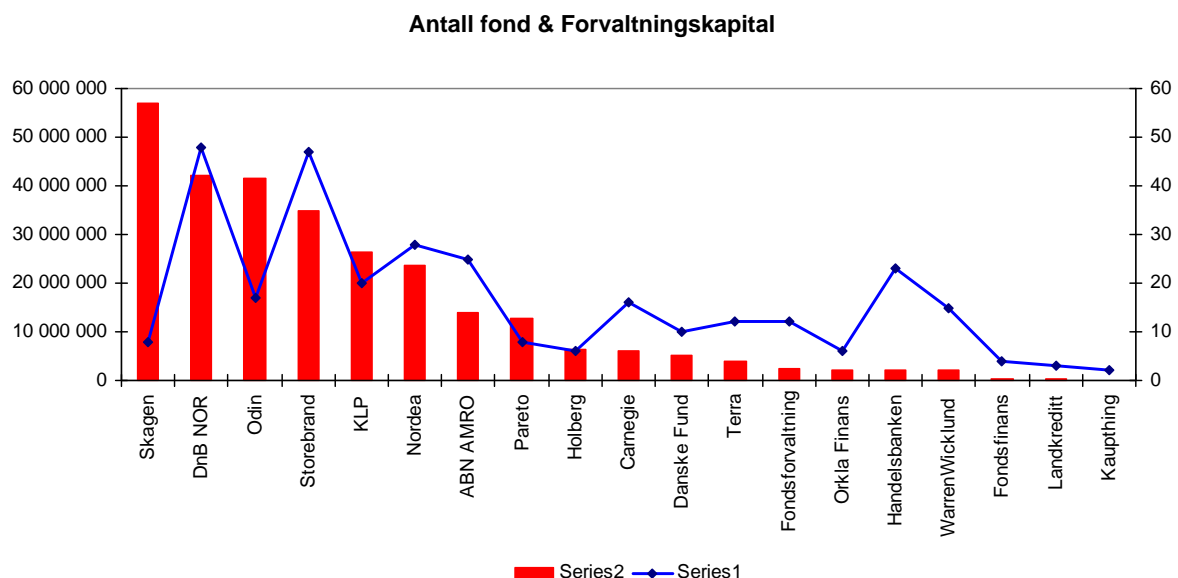
11. Tegningsprovisjon. Det er vanlig at fond trekker gebyr for tegning, men presentsatsen er også ofte avhengig av tegningsbeløpet. I vedlegget er det en oversikt over de ulike satsene fond med differensierte tegningsprovisjoner belaster

12. Innløsningsprovisjonene på de ulike fondene.

13. Forvaltningsprovisjonene i selskapene. Dette er gjerne den kostnaden som gir det største utslaget for investorer. Noen fond har også differensiert forvaltningsprovisjonen basert på hvor mange fondsandeler investoren eier. Oversikt over disse differensierte forvaltningshonorarene finnes i vedlegget.

8.1 Fond & Forvaltere.

Oversikten under viser forvaltningskapitalen til og antall fond de ulike forvalterne tilbyr pr 31.12.06. Da denne analysen ikke inkluderer fond-i-fond produkter eller fond forvaltet fra utlandet, viser ikke denne grafen disse fondene.



Figur 20: Antall fond og forvaltningskapital

Figuren viser at blant de 19 forvalterne er DnB NOR Kapitalforvaltning (48 fond) og Storebrand Fondene (47) de med flest fond, men ikke nødvendigvis høyest forvaltningskapital. DnB NOR Kapitalforvaltning og Storebrand Fondene har henholdsvis den 2 og 4 største forvaltningskapitalen. Stavanger Fondsforvaltning er den forvalteren med høyest forvaltningskapital, men de tilbyr kun 8 fond. Odin Forvaltning er det selskapet med den 3 høyeste forvaltningskapitalen, men de har også en høy forvaltningskapital i forhold til antall fond de tilbyr. Grafen over viser at det ikke er noen sammenheng mellom antall fond en tilbyr og størrelsen på forvaltningskapitalen.

Ser man kun på forvaltningskapitalen for fondene som skal analyseres, så ser vi at noen aktører er veldig markante. Fordelingen på markedsandel er som følger

1	Skagen	20.13 %
2	DnB NOR	14.90 %
3	Odin	14.71 %
4	Storebrand	12.35 %
5	KLP	9.30 %
6	Nordea	8.30 %
7	ABN AMRO	4.94 %
8	Pareto	4.48 %
9	Holberg	2.26 %
10	Carnegie	2.10 %
11	Danske Fund	1.82 %
12	Terra	1.40 %
13	Fondsforvaltning	0.83 %
14	Orkla Finans	0.77 %
15	Handelsbanken	0.74 %
16	WarrenWicklund	0.74 %
17	Fondsfinans	0.13 %
18	Landkreditt	0.08 %
19	Kaupthing	0.03 %

Tabell 4: Markedsandel forvaltere

Skagen Fondene, DnB NOR Kapitalforvaltning, Odin Forvaltning og Storebrand Fondene har alle en markedsandel på over 10 %. Disse 4 forvalterne står for til sammen 62,08 % av forvaltningskapitalen. Også KLP Fondsforvaltning og Nordea Fondene er store aktører med henholdsvis 9,30 % og 8,30 % markedsandel. De 6 største forvalterne utgjør til sammen 79,69 % av markedet.

Størrelsen på forvaltningskapitalen kan påvirke kostnadene i fondet både positivt og negativt. Høyere forvaltningskapital vil lede til høyere inntjeningskapital. Da forvaltningsgebyret i fondet er proSENTSATSER av plassert kapital, sier det seg selv at inntjenningen øker for med mer kunder i fondet. Noen fond har høye minsteinnskudd med lave kostnader, derfor vil ikke inntjenningen på transaksjonsgebyrene være like høye da forvaltningskapitalen er satt sammen av færre transaksjoner.

På den andre siden, så påfører en økt forvaltningskapital til økte kostnader. Det er for eksempel kostnader knyttet til oppfølging av kunder, oppfølging av fondsporteføljer og ”cash management”. Spesielt for aksjefond kan disse kostnadene være høye. Lov om verdipapirfond krever at det skal være en spredning på underliggende eiendeler. Dette innebærer at høyere forvaltningskapital kan innebære at forvalteren må finne flere aksjer å investere i. Dette påfører høyere analyse- og transaksjonskostnader. Høyere forvaltningskapital er gjerne et resultat av flere kunder. Disse kundene krever også en oppfølging fra forvalteren som gjør at det påløper kostnader.

Fondene varierer mye i hvor mye ressurser som kreves for å tilby fondet. Et aktivt forvaltet aksjefond kan for eksempel kreve mer ressurser enn å forvalte et enklere pengemarkedsfond. Ressursbruken i det å forvalte et fond burde gjenspeiles i prisstrukturen til fondet. Med andre ord, et aktivt forvaltet aksjefond, burde belaste høyere honorarer enn et enkelt pengemarkedsfond.

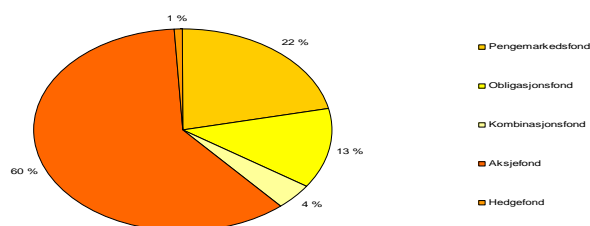
Nordea Fondene og ABN AMRO Kapitalforvaltning er eksempelvis knyttet opp mot internasjonale nettverk som kan gjøre det enklere med analyser og forvaltning av flere omfattende fond. Vi ser at de fleste av de norske fondstilbyderne representerer deler av større finansielle institusjoner og ikke driver kun med verdipapirfond. Noen av forvalterne slik som Holberg Fondsforsvaltning AS (6 fond), Fondsforsvaltning (12 fond) og Stavanger Fondsforsvaltning (8 fond) er ikke direkte knyttet til slike institusjoner, og dette kan være en av grunnene til at de ikke tilbyr like mange ulike fond, men heller velger å spesialisere seg på noen få.

Forvalterne og fondene deres kan også være noe ulike i forhold til hvilke kunder de markedsfører fondene sin mot. Person- og institusjonelle kunder har ulike preferanser med henhold på hvilke egenskaper og kostnadsstruktur de velger gjennom sine investeringer. For

noen av forvalterne er forvaltning kjernedriften i organisasjonen, mens for konsern som for eksempel DnB NOR Kapitalforvaltning, Nordea Fondene og Storebrand Fondene, er forvaltning bare en del av den totale driften. Dette kan medføre mersalg fra andre deler av organisasjonen, også gjerne knyttet opp mot såkalte "totalpakker" som konsernene tilbyr. En annen faktor er at konsernene har mer nærhet til kundene i form av personlig kontakt og korrespondanse på flere områder. Noen forvaltere må benytte andre former for markedsføring, noe som både kan være dyrt og ressurskrevende. De store forvalterne har gjerne ressurser for å tilby tilnærmet like fond, som bare skiller seg fra hverandre på visse punkter og møter derfor flere kunders spesifikke behov.

Mens de fleste av de norske forvalterne ikke klarer eller ikke vil fokusere på alle aktivaklassene, kan vi se at både Storebrand Fondene og DnB NOR Kapitalforvaltning satser på og er dominerende aktører innen alle aktivaklassene. Fra analysen ser vi at DnB NOR Kapitalforvaltning er den desidert største aktøren innen alle aktivaklasser med unntak av aksjefond, der Stavanger Fondsforvaltning er den største aktøren.

Fra en annen synsvinkel kan det være slik at noen forvaltere velger å tilby tilnærmet like fond, bare med noen små forskjeller i hvilke mandat de kan investere ut i fra. Det kan finnes en kritisk masse av forvaltningskapital for noen fond/investeringsstrategier. For eksempel, Stavanger Fondsforvaltning sin filosofi er at de skal finne verdipapirer som er undervurderte, underanalyserte og upopulære. I en så tøff bransje er det begrenset hvor mange slike investeringer som finnes. Forvalteren kan derfor endre mandatet i det nye fondet, slik at det er mulig å finne investeringer som oppfyller de kravene som stilles. (Jeg vil understreke at investeringsfilosofien til Stavanger Fondsforvaltning bare ble brukt som ett eksempel for å få frem et poeng). Under ser man en illustrasjon av den totale aktiva allokeringen i verdipapirfond. Dette for å kunne analysere den forskjellige posisjoneringen blant de ulike forvalterne. Pr 31.12.2006 så allokeringen slik ut.

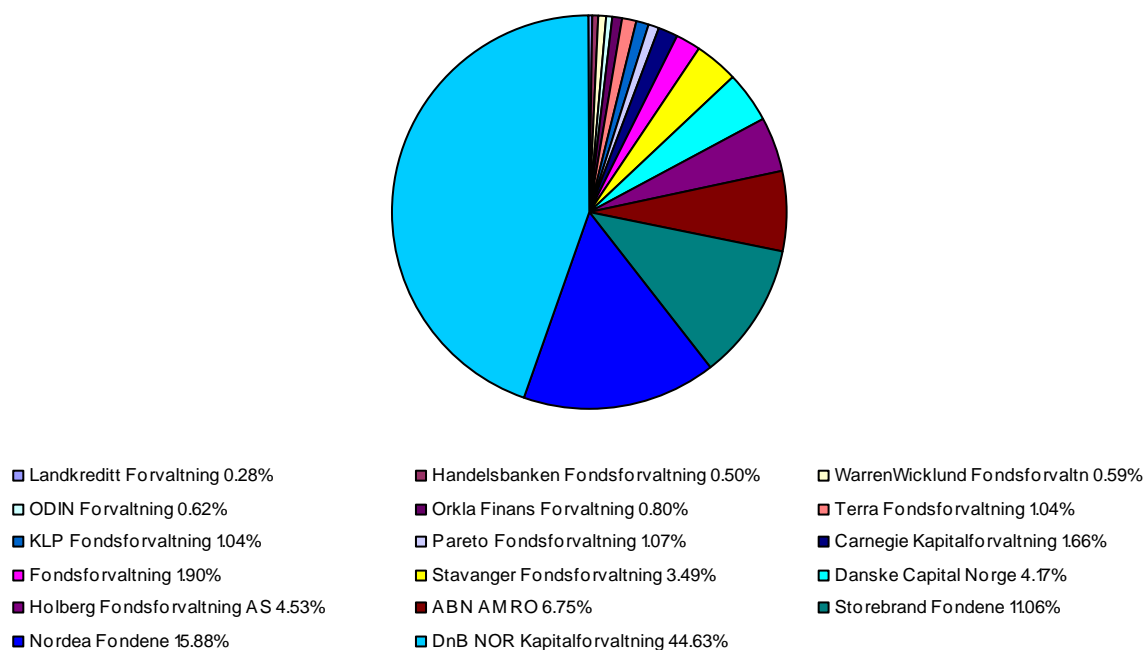


Figur 21: Aktiva allokering norske verdipapirfond

8.2 PENGEMARKEDSFOND

Denne analysen tar for seg 44 pengemarkedsfond og forvaltningskapitalen er fordelt på tilbyderne på følgende måte:

Markedsandel Pengemarked



Figur 22: Markedsandel pengemarkedsfond

Figuren over viser tydelig at DnB NOR Kapitalforvaltning er den desidert største aktøren med en markedsandel på så mye som 44,63 %. Det er nesten tre ganger så stort som den nest største aktøren, Nordea Fondene (15,88 %). Disse to forvalterne skiller seg fra de andre ut i fra forvaltningskapital. Oversikten over viser også at det er mange tilbydere som tilbyr pengemarkedsfond, men som kun har en meget liten markedsandel.

Det er tydelig at det er synergier mellom forvaltningen av obligasjonsfond og pengemarkedsfond. Dette gjenspeiler seg i at de største aktørene innen obligasjonsfond er også gjerne de største innen pengemarked. DnB NOR Kapitalforvaltning har henholdsvis en markedsandel på 24,28 % innen obligasjonsfond og 44,63 % innen pengemarkedsfond. Nordea Fondene har en markedsandel på 11,15 % blant obligasjonsfondene og 15,88 % innen pengemarked. Storebrand Fondene har en stor andel av forvaltningskapitalen i både obligasjonsfond (9,55 %) og pengemarkedsfond (11,06 %), mens ABN AMRO Kapitalforvaltning har markedsandeler på 13,73 % i obligasjonsfond og 6,75 % i

pengemarkedsfond. Dette indikerer at disse fire forvalterne velger å bruke mye av sine ressurser på renteforvaltning. Disse tre forvalterne kan også hjelpe til med å illustrere hvordan ulike forvaltningsorganisasjoner benytter de ressursene de besitter, samt hvilke tilbud de har i markedet basert på disse ressursene. Mens Holberg Fondsforvaltning AS er relativt markante innen kun pengemarkedsfond, er ABN AMRO Kapitalforvaltning store på renteforvaltning og har bare en forholdsvis mindre markedsandel innen aksjeforvaltning, Storebrand Fondene derimot er blant de største aktørene innenfor hver aktivaklasse. Men, alle disse ligger langt bak DnB NOR Kapitalforvaltning i forhold til markedsandeler innen de ulike segmentene.

8.2.1 Analyse Pengemarkedsfond

Som definert tidligere i oppgaven er pengemarkedsfond, rentefond med en løpetid på under ett år. Det skal være den billigste fondsklassen. Av hensyn til analysen har jeg valgt å bruke VFF sin inndeling:

- Korte pengemarkedsfond med lav kreditt risiko
- Lange pengemarkedsfond med lav kredittrisiko
- Øvrige korte pengemarkedsfond
- Øvrige lange pengemarkedsfond
- Internasjonale pengemarkedsfond

8.2.2 Korte pengemarkedsfond med lav kreditt risiko

Det finnes 16 fond i denne underkategorien fordelt på 13 tilbydere. Fondene varierer fra 1 000 kr til 50 000 000 og da dette kan ha innvirkning på prisstrukturen, så vi fondene deles inn etter minsteinskudd:

- Minsteinskudd 0 – 100 000 kr
- Minsteinskudd 1 000 000 – 5 000 000 kr
- Minsteinskudd > 10 000 000 kr

Minsteinskudd 0 – 100 000 kr

Ingen av fondene med minsteinskudd under 100 000 kr belaster transaksjonsgebyrer. Forvaltningshonoraret varierer derimot fra 0,15 % til 0,50 %. Faktisk så viser det seg i denne underkategorien at det ikke er noe forhold mellom minsteinskudd og forvaltningshonorar. KLP Pengemarked har et middels minsteinskudd på 50 000 kr og belaster 0,15 % i

forvaltningshonorar. ABN AMRO Kort Pengemarked har et minsteinskudd på 100 000 kr, men belaster hele 0,5 % i forvaltningshonorar.

I denne underkategorien kan det se ut som investorene er relativt prissensitive. De 2 fondene med lavest prisstruktur, KLP Pengemarked og Carnegie Pengemarked er de to fondene med den høyeste forvaltningskapitalen.

Minsteinskudd 1 000 000 – 5 000 000 kr

Kun 1 fond opererer med tegnings- eller innløsningsgebyrer, dette er Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon. Fondet belaster 0,25 % i tegningsprovisjon og 0,10 % i innløsningsprovisjon. Dette ene fondet skiller seg dermed kraftig ut. Fondet har et minsteinskudd på 3 000 000 kr og kroneverdien av disse transaksjonsgebyrene blir ganske omfattende, når man sammenligner med alle andre fond i kategorien. Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon opererer med et differensiert forvaltningshonorar, men dette er ikke lavere enn andre fond (gitt minsteinskuddet). ABN AMRO Likviditet har et minsteinskudd på 1 000 000 kr og opererer med et differensiert forvaltningshonorar og satsene ligger likt med det for Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon. Skagen Høyrente Institusjon og Storebrand Likviditet har et minsteinskudd på 5 000 000 kr og faste forvaltningshonorarer. Skagen sitt fond belaster 0,15 %, mens Storebrand Likviditet belaster 0,10 %. Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon sin prisstruktur skiller seg ut som den ”dyreste”, da fondet belaster transaksjonsgebyrer. På den andre siden er Storebrand Likviditet eneste som gir en rabatt på forvaltningshonoraret på grunn av høyere minsteinskudd.

Storebrand Likviditet er også det fondet med klart høyest forvaltningskapital. Det som er mer overraskende er at Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon ikke er det fondet med den laveste kapitalen, det er det Skagen Høyrente Institusjon som har.

Minsteinskudd > 10 000 000 kr

5 fond faller i denne underkategorien, ingen belaster transaksjonsgebyrer og alle opererer med et fast forvaltningshonorar. Det som er overraskende er at gitt høyere minsteinskudd så gir ingen av disse fondene en rabatt på forvaltningshonoraret. Spesielt fondet Pluss Likviditet virker dyrt. Fondet har et minsteinskudd på 50 000 000 kr og et forvaltningshonorar på 0,3 %. Forvaltningshonoraret er like høyt som for fond med mye lavere minsteinskudd. Alle de

4 andre fondene belaster 0,15 % i forvaltningshonorar, selv om minsteinnskuddene varierer fra 10 000 000 kr til 25 000 000 kr.

Generelt for fondene så er det en sammenheng mellom minsteinnskuddet og forvaltningshonoraret. Forvaltningshonoraret er lavere for de fondene med høyere minsteinnskudd, men når minsteinnskuddene overstiger 5 000 000 kr, ser denne sammenhengen ut til å forsvinne. Dette er spesielt da kostnadsforskjellene for forvalterne ikke er veldig stor og det burde foreligge stordriftsfordeler.

Storebrand Likviditet, ABN AMRO Likviditet og DnB NOR Likviditet 20 (IV) er de fondene med høyest forvaltningskapital. Men, det er bare Storebrand Likviditet som skiller seg ut positivt med tanke på prisstrukturen. De to andre fondene har prisstrukturer midt på skalaen og skiller seg heller ikke ut negativt. På bakgrunn av dette, så kan det tyde på at kundene er noe mer prissensitive når det kommer til pengemarkedsfond. Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon er det fondet som skiller seg mest ut på prisstruktur. Allikevel, så er det ett av de fondene med høyest forvaltningskapital.

8.2.3 Lange Pengemarkedsfond med lav kredittrisiko

2 fond faller i denne kategorien. Carnegie Likviditet har et minsteinnskudd på 50 000 kr, ingen transaksjonsgebyrer og et forvaltningshonorar på 0,3 %. DnB NOR Lang Likviditet 20 har et minsteinnskudd på 1 000 000 kr, ingen transaksjonsgebyrer og et forvaltningshonorar på 0,3 %. Selv med denne store forskjellen i minsteinnskudd, gir ikke DnB NOR Kapitalforvaltning sitt fond noe særlig i rabatt i forhold til Carnegie Kapitalforvaltning sitt fond. Sammenligner man disse 2 fondene med korte pengemarkeds fond med lav kredittrisiko og likt minsteinnskudd, så er Carnegie Likviditet relativt likt priset, også DnB NOR Lang Likviditet 20 er relativt likt priset. Dette tyder på at det ikke skal være noen forskjell i prisstrukturen på fondene om de har kort eller lang durasjon.

8.2.4 Øvrige Korte Pengemarkedsfond

VFF har klassifisert 19 fond i denne underkategorien. Som for korte pengemarkedsfond med lav kredittrisiko, så varierer minsteinnskuddet mye internt i underkategorien.

Minsteinnskuddet varierer her fra 100 kr til 100 000 000 kr. Dette burde ha en innvirkning på prisstrukturen og fondene er inndelt etter:

- Minsteinskudd 0 – 100 000 kr
- Minsteinskudd 500 000 – 1 000 000 kr
- Minsteinskudd 10 000 000 -

Minsteinskudd 0 – 100 000 kr

9 fond faller i denne underkategorien. Kun 1 fond opererer med transaksjonskostnader. Igjen er det et fond fra Danske Capital Norge som belaster transaksjonskostnader. Danske Fund Norsk Likviditet I har et minsteinskudd på 10 000 kr og belaster 0,25 % i tegningsgebyr, men ikke innløsningsgebyr. Ingen andre fond opererer med transaksjonsgebyrer.

Alle fondene, bortsett fra Orkla Finans Likviditet, opererer med faste forvaltningshonorarer. Orkla Finans Likviditet har et differensiert forvaltningshonorar som blir lavere, dess større plasseringen er. Gitt minsteinskuddet, så er forvaltningshonoraret 0,35 %.

Forvaltningshonorarene varierer for øvrig fra 0,25 % til 0,6 %. Det er ingen tydelig sammenheng mellom størrelsen på minsteinskuddet og størrelsen på forvaltningshonoraret. For eksempel, DnB NOR Pengemarked (II) har underkategoriens høyeste minsteinskudd og et forvaltningshonorar på 0,5 %. Sammenligner man dette med Landkreditt Høyrente, som har 300 kr i minsteinskudd og et forvaltningshonorar på 0,25 %, så er forskjellene store.

Det er heller ikke tydelig at de ”billigste” fondene blir foretrukket av investorene. Landkreditt Høyrente er langt fra det fondet med flest kundeforhold og høyest forvaltningskapital.

Minsteinskudd 500 000 – 1 000 000 kr

3 fond har et minsteinskudd mellom 500 000 kr og 1 000 000 kr. Nordea Fondene tilbyr 1 fond, mens Terra Fondsforvaltning tilbyr 2 fond. Ingen av fondene har transaksjonsgebyrer og alle har faste forvaltningshonorarer. Det gis ingen rabatt for høyere minsteinskudd og forvaltningshonorarene varierer fra 0,3 % til 0,4 %. Sammenligner man dette med fond med lavere minsteinskudd, kan disse 3 fondene virke ganske dyre. Nordea Likviditet, som har lavere minsteinskudd enn Terra fondene, har et forvaltningshonorar (0,35 %) midt mellom Terra sine fond. Terra har også forskjellig forvaltningshonorar på sine 2 fond.

Minsteinskudd 10 000 000 –

DnB NOR Kapitalforvaltning og Nordea Fondene tilbyr henholdsvis 2 og 3 fond.

Prisstrukturen er preget av ingen transaksjonsgebyrer og faste forvaltningshonorarer. Disse

fondene gir også en rabatt på forvaltningshonoraret med bakgrunn i de høye minsteinnskuddene. For eksempel, DnB NOR Likviditet 20 (V) har et minsteinnskudd på 100 000 000 kr og et forvaltningshonorar på 0,10 %, mens Nordea Likviditet 2 har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr og et forvaltningshonorar på 0,25 %.

Fordelingen av forvaltningskapital og antall kundeforhold gir ingen indikasjoner om at noen fond er foretrukket fremfor andre på bakgrunn av prisstruktur.

8.2.5 Øvrige Lange Pengemarkedsfond

Minsteinnskuddet i denne underkategorien, på 5 fond, varierer fra 1 andel til 500 000 kr. Ingen av fondene belaster transaksjonsgebyrer, verken på kjøp eller salg.

Forskjellen i forvaltningshonorar er heller ikke veldig stor. WarrenWicklund Likviditet er det ”billigste” fondet, med 0,2 % i forvaltningshonorar, mens ABN AMRO Pengemarked er det ”dyreste” fondet med 0,4 % i forvaltningshonorar. Det som er interessant er at det ikke er noen sammenheng mellom minsteinnskudd og forvaltningshonorar. DnB NOR Lang Likviditet er det fondet med høyest minsteinnskudd (500 000 kr), men har ikke det billigste forvaltningshonoraret. Heller ikke i denne underkategorien viser analysen at det er prisstrukturen som avgjør antall kundeforhold og forvaltningskapital. Av disse 5 fondene, så har WarrenWicklund Likviditet den 4 største forvaltningskapital. DnB NOR Lang Likviditet, som er det dyreste fondet, har 2 største forvaltningskapitalen.

8.2.6 Internasjonale Pengemarkedsfond

Handelsbanken Euro Rente og Nordea USD Likviditet er de 2 eneste internasjonale pengemarkedsfondene. Handelsbanken Euro Rente har et minsteinnskudd på 10 000 kr, ingen transaksjonsgebyrer og et forvaltningshonorar på 0,6 %. Nordea USD Likviditet har minsteinnskudd pålydende 1 000 000 kr, ingen transaksjonsgebyrer og forvaltningshonoraret er 0,18 %. I denne underkategorien gir et høyere minsteinnskudd et lavere forvaltningshonorar.

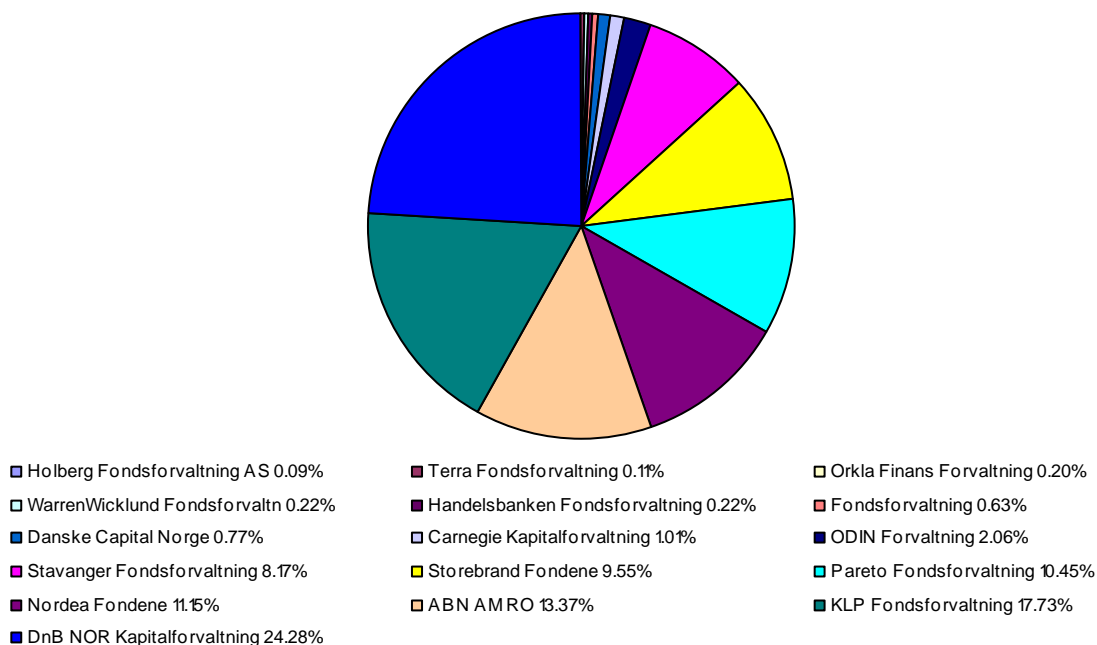
Nordea USD Likviditet er faktisk det billigste av alle pengemarkedsfond som har minsteinnskudd på 1 000 000 kr.

Da Handelsbanken Euro Rente retter seg mot det europeiske rentemarkedet, mens Nordea USD Likviditet retter seg mot papirer i USD, er det lite hensiktsmessig å analysere forvaltningskapital og antall kundeforhold.

8.3 Obligasjonsfond

Forvaltningskapitalen i obligasjonsfond er fordelt slik på de ulike tilbyderne:

Markedsandel Obligasjoner



Figur 23: Markedsandel obligasjonsfond

Tilbudet er veldig dominert av DnB NOR Kapitalforvaltning (24,28 %), KLP Fondsforvaltning (17,73 %), ABN AMRO Kapitalforvaltning (13,37 %), Nordea Fondene (11,15 %), Pareto Fondsforvaltning (10,45 %), Storebrand Fondene (9,55 %) og Stavanger Fondsforvaltning (8,17 %) og. Disse syv forvalterne står for 94,7 % av hele markedet. Dette tegner et bilde på noen spesialiserte obligasjonsforvaltere med fokus på dette segmentet, og vi ser igjen at det er de største forvalterne på aggregert nivå som har valgt å satse i obligasjonsmarkedet.

8.3.1 Analyse Obligasjonsfond

Analysen vil dekke 53 obligasjonsfond og benytter VFF sin mandatinndeling:

- Obligasjonsfond 0-2: obligasjonsfond med en durasjon mellom 0-2 år
- Obligasjonsfond 2-4: obligasjonsfond med en durasjon mellom 2-4 år
- Obligasjonsfond 4+: obligasjonsfond med en durasjon over 4 år
- Internasjonale Obligasjonsfond: fond som investerer internasjonale obligasjoner

8.3.2 Obligasjonsfond 0-2

Det er 10 fond i denne kategorien og den er dominert av de ”store” forvaltningshusene. ABN AMRO Kapitalforvaltning tilbyr 3 ulike fond, KLP Kapitalforvaltning og Pareto Fondsforvaltning tilbyr 2 fond hver. Carnegie Kapitalforvaltning, Fondsforvaltning og Odin Forvaltning tilbyr 1 slik obligasjonsfond hver. Av de 10 fondene har 9 stykker et minsteinnskudd på 50 000 kr eller 100 000 kr. Odin Kort Obligasjon har et minsteinnskudd på 10 000 kr. Da det ikke er de store forskjellene i minsteinnskudd, vil disse fondene bli analysert sammen. Odin Kort Obligasjon opererer med en differensiert kjøpsgebyr og gitt minsteinnskuddet er tegningshonoraret 0,9 %. Ønsker man å selge seg ut av Odin Kort Obligasjon, så blir man belastet 0,1 %. Pareto Fondsforvaltning er den andre tilbyderen som belaster transaksjonsgebyrer. For kjøp eller salg i Pareto Høyrente eller Pareto Kreditt blir man belastet 0,5 % både for kjøp og salg av andeler. Ingen av de andre belaster transaksjonsgebyrer.

Det er en overraskende stor forskjell i de ulike forvaltningshonorarene fondene belaster. KLP Aktiv Rente er det klart billigste med et forvaltningshonorar på 0,15 %, mens Pareto Kreditt har det ”dyreste” forvaltningshonoraret. Pareto Kreditt har et fast forvaltningshonorar på 0,75 % og i tillegg kommer et suksesshonorar på 20 % av meravkastningen utover indeksen ST1X. Pareto Kreditt er det eneste fondet som operer med suksesshonorar. De andre fondene varierer også mye i forvaltningshonoraret, og fondene er jevnt fordelt mellom å belaste fra 0,2 % til 0,65 %. Det er ikke slik at de fondene med et minsteinnskudd på 50 000 kr har et høyere forvaltningshonorar enn de med høyere minsteinnskudd. Odin Kort Obligasjon, som har det laveste minsteinnskuddet, har et forvaltningshonorar på 0,5 % som er midt på skalaen for størrelsen på forvaltningshonoraret.

Det viser seg at de fondene med transaksjonsgebyrer ikke har et lavere forvaltningshonorar. Odin Kort Obligasjon har et høyt tegningsgebyr, innløsningsgebyr og et gjennomsnittelig forvaltningshonorar. Pareto Fondsforvaltning sine 2 fond skiller seg ut som de fondene med den klareste høyeste prisstrukturen. Begge fondene har betydelige transaksjonsgebyrer, i tillegg til å være de fondene som tar de høyeste forvaltningshonorarene. I denne kategorien av obligasjonsfond, så er det slik at de fondene med transaksjonsgebyrer også er de fondene med de høyeste forvaltningshonorarene. Det er spesielt at disse fondene har en betydelig høyere prisstruktur sammenlignet med de andre fondene.

Ser man på forvaltningskapitalen i fondene, så er det to fond som skiller seg ut. ABN AMRO Obligasjon 1-3 og Pareto Høyrente har markant høyere forvaltningskapital enn de andre fondene. Prisstrukturen på disse er veldig forskjellig. Analysen over viste at Pareto Fondsforvaltning sine fond var de klart dyreste og at Pareto Høyrente har den høyeste forvaltningskapitalen og flest kundeforhold viser at prisstrukturen i fondet ikke er det som avgjør hvilke fond kundene velger. ABN AMRO Obligasjon 1-3 på den andre siden har høy forvaltningskapital, men en annen prisstruktur enn Pareto Høyrente. Fondet har ingen transaksjonsgebyrer og et fast forvaltningshonorar på 0,5 %. Blant de andre fondene er antall kundeforhold og størrelsen på forvaltningskapitalen relativt lik. Dette underbygger at det ikke er kostnadene i slike obligasjonsfond kundene vektlegger når de velger fond.

8.3.3 Obligasjonsfond 2 – 4

Kategorien består av 27 fond, noe som gjør den til den største kategorien innen obligasjonsfond. 14 forvalterhus tilbyr slike fond. Det er naturligvis de største renteforvalterne som tilbyr flest fond. ABN AMRO Kapitalforvaltning og DnB NOR Kapitalforvaltning tilbyr 4 fond hver, mens Nordea Fondene og Storebrand Fondene tilbyr 3 fond hver. Minsteinskuddene i fondene varierer fra 100 kr til 25 000 000 kr. Minsteinskuddet kan påvirke prisstrukturen vil analysen sammenligne fond med liknende minsteinskudd. Fondene er fordelt etter følgende minsteinskudd:

- Minsteinskudd 0 – 10 000 kr
- Minsteinskudd 50 000 – 250 000
- Minsteinskudd 1 000 000 – 10 000 000
- Minsteinskudd over 10 000 000

Minsteinskudd 0 – 10 000 kr

6 fond har et minsteinskudd under 10 000 kr. Alle fondene i denne kategorien har identisk forvaltningshonorar, 0,50 %, men transaksjonsgebyrene er forskjellige. 2 av fondene, Skagen Avkastning og Storebrand Obligasjon+, har ingen transaksjonsgebyrer og belaster kun forvaltningsprovisjon. Da alle fondene har likt forvaltningshonorar, så er disse fondene de ”billigste”.

Danske Fund Norsk Obligasjon, Storebrand Stat og NB og RF Obligasjonsfond opererer med faste transaksjonsgebyrer, men størrelsen på gebyrene er forskjellige. Danske Fund Norsk

Obligasjon har et kjøpsgebyr på 0,25 % og et innløsningsgebyr på 0,10 %. Storebrand Stat har henholdsvis 0,50 % og 0,05 % i kjøps- og salgsgebyr. NB og RF Obligasjonsfond har 0,30 % i tegningsgebyr og 0,10 % i innløsning. Odin Obligasjon opererer med differensiert tegningsprovisjon og gitt minsteinnskuddet så er tegningsprovisjonen 0,90 %. Fondet har et fast innløsningshonorar på 0,10 %. Dette gjør Odin Obligasjon til det ”dyreste” fondet å investere i (gitt at man investerer fondets minsteinnskudd).

At noen fond belaster såpass høye transaksjonsgebyrer, mens andre forvaltere mener dette ikke er nødvendig viser at tankegangen bak prisstrukturen varierer hos forvalterne. Da fondene har det samme mandatet og opererer i det samme markedet, skal kostnadsforskjellene i fondet være små. At prisstrukturen på transaksjonsgebyrene varierer så mye på tross av dette er overraskende. Storebrand Fondene tilbyr 2 fond i denne underkategorien, men med svært ulik prisstruktur. Forvaltningshonoraret er likt, men Storebrand Obligasjon+ har ingen transaksjonsgebyrer, mens Storebrand Stat belaster 0,5 % for tegning og 0,05 % for innløsning. Senere analyser bekrefter at prisstrukturen er sterkt påvirket av forvaltningshuset. Med andre ord, at prisstrukturen for fond fra samme forvalter er relativt like. Derfor er det overraskende at Storebrand Fondene sine 2 fond her varierer så mye.

De 2 fondene med størst forvaltningskapital er Skagen Avkastning og Storebrand Obligasjon+. Dette er de samme 2 fondene som opererer uten transaksjonsgebyrer. Dette kan tyde på at gebyrene i fondene har en påvirkning på investorenes fondsvalg. Skagen Avkastning er også det fondet med flest kundeforhold. Men, Odin Obligasjon som er det ”dyreste” fondet er det fondet med den 3 største forvaltningskapitalen. Derfor er det vanskelig å konkludere om prisstrukturen påvirker fondsvalget.

Minsteinnskudd 50 000 – 250 000 kr

8 fond har et minsteinnskudd mellom 50 000 kr og 250 000 kr. Ingen av fondene belaster transaksjonsgebyrer, kun forvaltningshonorar. Forvaltningshonorarene varierer fra 0,2 % til 0,6 %. Denne underkategorien viser et interessant mønster. De fondene som har lavere minsteinnskudd har også lavere forvaltningshonorar sammenlignet med de fondene med høyere minsteinnskudd. Med andre ord, så viser det seg at fond med høyere minsteinnskuddet har de høyeste forvaltningshonorarene og de fondene som ligger midt på skalaen for minsteinnskudd også ligger midt på skalaen for forvaltningshonorar. Dette er spesielt da det er

normalt at forholdet mellom minsteinskudd og forvaltningshonorar er motsatt. Det er vanlig at de fondene med høyere minsteinskudd har et lavere forvaltningshonorar og motsatt.

Et annet forhold som er overraskende i denne underkategorien er at det klart største fondet er det dyreste fondet. ABN AMRO Obligasjon har den markant største forvaltningskapitalen og flest kundeforhold. Igjen er det KLP Kapitalforvaltning som tilbyr det billigste fondet, men KLP Pensjon er kun det 5 største fondet målt på forvaltningskapital. Det er altså ingen sammenheng mellom prisstruktur og forvaltningskapital eller antall kundeforhold.

Minsteinskudd 1 000 000 – 10 000 000

11 fond faller i denne underkategorien og de store forvaltningshusene dominerer. DnB NOR Kapitalforvaltning og Nordea Fondene har 3 fond hver, men også Storebrand Fondene, Danske Capital Norge, ABN AMRO Kapitalforvaltning, Fondsforvaltning og Terra Fondsforvaltning tilbyr fond. Måten prisstrukturen er bygget opp på er ganske unison, kun et fond belaster transaksjonsgebyrer, og alle fondene belaster faste forvaltningshonorarer. Forvaltningshonorarene varierer fra 0,15 % til 0,35 %.

Terra Obligasjon Inc er det eneste fondet som belaster transaksjonsgebyrer. Fondet har en tegnings- og innløsningsprovisjon på 0,2 %. Dette er høye gebyrer når man tar i betraktning et minsteinskudd på 10 000 000 kr.

Generelt så er det en sammenheng mellom minsteinskuddet og størrelsen på forvaltningshonoraret i denne underkategorien. De med høyere minsteinskudd har et noe lavere forvaltningshonorar. Noen fond skiller seg allikevel ut. ABN AMRO Obligasjon 3-5+ har et mellomstort minsteinskudd, men underkategoriens høyeste forvaltningshonorar. Nordea Obligasjon 2 og Storebrand Obligasjon er de fondene med lavest minsteinskudd og er også blant de fondene med de laveste forvaltningshonorarene. Terra Obligasjon Inc har ikke et lavere forvaltningshonorar sammenlignet med de andre fondene med samme minsteinskudd. Dette på tross av at de som eneste fond belaster transaksjonsgebyrer.

Storebrand Obligasjon er det fondet med høyest forvaltningskapital og flest antall kunder. Nordea Statsobligasjon II har også en høy forvaltningskapital, men færre kunder. Begge disse fondene har blant de laveste forvaltningshonorarene, noe som tyder på at forvaltningshonoraret kan være en påvirkning for investorenes fondsvalg. Terra Obligasjon

Inc har den nest minste forvaltningskapitalen og færrest kundeforhold, noe som underbygger påstanden over.

Minsteinnskudd over 10 000 000

Kun 1 fond faller innenfor denne underkategorien. DnB NOR Obligasjon 20 (IV) har et minsteinnskudd på 25 000 000 kr, ingen transaksjonsgebyrer og et fast forvaltningshonorarer på 0,15 %. Minsteinnskuddet i fondet er markant høyere enn andre fond, allikevel er ikke forvaltningshonoraret lavere. Flere andre fond med lavere minsteinnskudd har tilsvarende forvaltningshonorar.

Generelt for obligasjonsfond med 2-4 løpetid er det et forhold mellom minsteinnskudd og prisstruktur. Fond med høyere minsteinnskudd har som oftest ikke transaksjonsgebyrer og proporsjonalt lavere forvaltningshonorar.

8.3.4 Obligasjoner 4+

Det er 5 tilbydere og 5 fond i denne kategorien. Igjen er DnB NOR Kapitalforvaltning, ABN AMRO Kapitalforvaltning og Storebrand Fondene representert. I tillegg tilbyr KLP Fondsforvaltning og Handelsbanken Fondsforvaltning slike fond. Måten prisstrukturen er bygget opp på er ganske unison, kun et fond belaster transaksjonsgebyrer, og alle fondene belaster faste forvaltningshonorarer. Men både minsteinnskuddene og størrelsen på forvaltningshonorarene varierer. Analysen skiller fondene på minsteinnskudd:

- Minsteinnskudd 0 – 100 000 kr
- Minsteinnskudd > 100 0001 kr

Minsteinnskudd 0 – 100 000 kr

Handelsbanken Obligasjon er det eneste fondet med transaksjonsgebyrer. Fondet har det laveste minsteinnskuddet på 1 000 kr, 0,10 % i kjøps- og innløsningsgebyr og et forvaltningshonorar på 0,45 %. KLP Pensjon II har et minsteinnskudd på 50 000 kr og et forvaltningshonorar på 0,2 %. Minsteinnskuddet til ABN AMRO Lang Obligasjon er 100 000 kr og forvaltningshonoraret er 0,6 %.

Igjen ser vi at forvaltningshonoraret ikke alltid henger sammen med minsteinnskuddet. KLP sitt fond har et mye lavere forvaltningshonorar, spesielt når man tenker på minsteinnskuddet.

Minsteinnskudd > 100 001

I DnB NOR Lang Obligasjon 20 må man investere minimum 10 000 000 kr for å komme inn i fondet og man blir belastet 0,2 % i forvaltningshonorar. Storebrand Stat A har det høyeste minsteinnskuddet på 25 000 000 kr og forvaltningshonoraret er 0,15 %.

For obligasjoner 4+ er det generelt en sammenheng mellom størrelsen på minsteinnskuddet og forvaltningshonoraret. De fondene som har høye minsteinnskudd belaster et lavere forvaltningshonorar og omvendt. Handelsbanken Obligasjon har det laveste minsteinnskuddet, men ikke det høyeste forvaltningshonoraret. Men, fondet belaster transaksjonsgebyrer, slik at den totale prisstrukturen i fondet ligger på lik linje som de andre fondene. KLP sitt fond, KLP Pensjon II, skiller seg igjen ut ved at forvaltningshonoraret er lavt i forhold til minsteinnskuddet. Med andre ord, dette fondet er det "billigste" i kategorien. Antall kundeforhold og størrelsen på forvaltningskapitalen er relativt jevnt fordelt. Dette er ikke overraskende da forvaltningshonorarene er relatert til minsteinnskuddet. Det er derfor vanskelig å konkludere på prisstrukturens påvirkning av fondsvalg.

8.3.5 Internasjonale Obligasjonsfond

Denne analysen vil se på 11 internasjonale obligasjonsfond. Nordea Fondene er den desidert største tilbydereren med 5 fond. Ingen andre forvaltere tilbyr mer enn 1 fond. Men, man ser igjen at de store renteforvalterne, slik som ABN AMRO Kapitalforvaltning og Storebrand Fondene, tilbyr fond. DnB NOR Kapitalforvaltning som er den største renteforvalteren tilbyr ingen internasjonale obligasjonsfond. Fondene varierer på størrelsen på minsteinnskuddet og forvaltningshonoraret, og det er derfor hensiktsmessig å dele inn i 3 underkategorier.

Fordelingen skjer etter størrelsen på minsteinnskuddet og fondene er fordelt etter:

- Minsteinnskudd 0 – 100 000 kr
- Minsteinnskudd 1 000 000 – 2 000 000 kr
- Minsteinnskudd 10 000 000 kr

Minsteinnskudd 0 – 999 999 kr

Det er 6 fond som har et minsteinnskudd på 100 000 kr eller lavere. Halvparten av fondene opererer med transaksjonsgebyrer og forvaltningshonorarene varierer fra 0,25 % til 0,80 %. Handelsbanken Euro Obligasjon har et fast tegnings- og innløsningshonorar på 0,25 %. Nordea Global High Yield har et differensiert tegningshonorar, men gitt minsteinnskuddet så

belastes man 1 % for tegning og ingenting for innløsning. WarrenWicklund OECD II opererer med de laveste transaksjonsgebyrene blant fondene som belaster disse. En investor betaler 0,05 % for både tegning og innløsning i fondet. Det ser ikke ut til at størrelsen på minsteinskuddet har noen innvirkning på beslutningen om bruk av transaksjonsgebyrer. På de fondene som belaster transaksjonsgebyrer varierer minsteinskuddet fra 1 andel til 100 000 kr, samtidig som det finnes fond uten transaksjonsgebyrer med tilsvarende minsteinskudd. Nordea Pro Corporate Bond Fund, Nordea Xtra Rente og Skagen Tellus belaster ingen transaksjonsgebyrer. Nordea Fondene tilbyr 3 fond i denne underkategorien og det er spesielt at 1 fond belaster transaksjonsgebyrer, mens 2 av fondene ikke gjør det.

Forvaltningshonoraret er også sterkt varierende fondene i mellom. Skagen Tellus har det høyeste forvaltningshonoraret på 0,8 %, mens WarrenWicklund OECD II har det laveste med 0,25 %. Forskjellen på disse er store, tatt i betraktning at mandatet og minsteinskuddene er relativt like. I denne underkategorien er det en generell sammenheng mellom prisstruktur og minsteinskudd. Gitt minsteinskuddet er det slik at de fondene med transaksjonsgebyrer har et lavere forvaltningshonorar enn de fondene uten transaksjonsgebyrer. Samtidig, de fondene med høyere minsteinskudd har lavere forvaltningshonorar. Unntaket er Skagen Tellus som har et høyt minsteinskudd og et høyt forvaltningshonorar. Allikevel er Skagen Tellus det 2 største fondet i både forvaltningskapital og antall kunder. Nordea Xtra Rente er det klart største fondet både i antall kunder og forvaltningskapital. Prisstrukturen på fondet er allikevel ikke annerledes enn de andre fondene. Dette viser at prisstrukturen ikke er den viktigste faktoren når investorer velger fond.

Minsteinskudd 1 000 000 – 2 000 000 kr

Kun 2 fond faller i denne underkategorien. Det er allikevel viktig å skille disse fra de andre fondene da minsteinskuddet er i en annen størrelsesorden. ABN AMRO OECD+ sitt minsteinskudd er 1 000 000 kr. Fondet belaster 0,10 % i tegningshonorar, ingenting for innløsning og et differensiert forvaltningshonorar. Gitt minsteinskuddet er forvaltningshonoraret 0,35 %. Nordea Kredittobligasjon har et minsteinskudd på 2 000 000 kr, ingen transaksjonsgebyrer og et fast forvaltningshonorar på 0,20 %. Prisstrukturen på ABN AMRO OECD+ er høyere enn for Nordea Kredittobligasjon. Dette er kanskje å forvente, da minsteinskuddet til Nordea Kredittobligasjon er dobbelt så høyt. Allikevel er det interessant at ABN AMRO OECD+ i tillegg belaster tegningsprovisjon. ABN AMRO OECD+

er også det foretrukne fondet for investorer, noe som vises i størrelsen på forvaltningskapitalen og antall kundeforhold.

Prisstrukturen på Nordea Kredittobligasjon er markant lavere sammenlignet med fond med lavere minsteinskudd. Sammenligner man derimot ABN AMRO OECD+ mot WarrenWicklund OECD II, så er prisstrukturen ganske like og dette på tross av stor forskjell i minsteinskudd. Dette tyder på at enten ABN AMRO Kapitalforvaltning eller WarrenWicklund Fondsforvaltning ikke har tatt hensyn til minsteinskuddet når prisstrukturen har blitt satt.

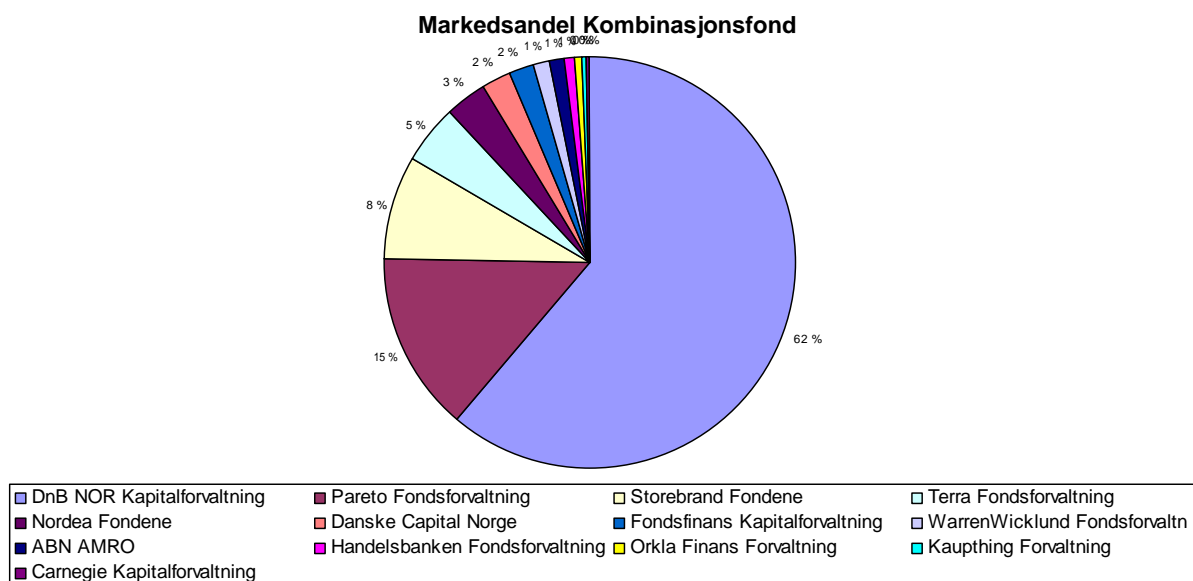
Minsteinskudd 10 000 000 kr.

3 Fond, KLP Obligasjon Global I, Nordea Global Statsobligasjon og Storebrand Global Obligasjon A har et minsteinskudd på 10 000 000 kr. På tross av at fondene er institusjonelle fond med tilnærmet like mandater og identiske minsteinskudd, så er prisstrukturene ganske forskjellige. KLP sitt fond belaster transaksjonsgebyrer, 0,05 % for både kjøp og salg. De to andre fondene belaster ingen transaksjonsgebyrer. KLP Obligasjon Global I har derimot det klart laveste forvaltningshonoraret og belaster 0,12 %. Nordea Global Statsobligasjon belaster 0,25 % mens Storebrand Global Obligasjon A belaster 0,20 %. Forskjellene i forvaltningshonoraret er overraskende store. Ser for seg en minimumsinvestering og en 1 års investeringshorisont i enten Nordea Global Statsobligasjon eller Storebrand Global Obligasjon A så koster det henholdsvis 25 000 kr (Nordea) og 20 000 kr (Storebrand). KLP har valgt en annen tilnærming i fastsettelsen av fondets prisstruktur. Ser man igjen for seg en minimumsinvestering som blir tegnet 01.01. og solgt 31.12. i ett gitt år, så er kostnaden for dette 22 000 kr, noe som plasserer fondet midt i mellom de andre. Men ønsker man å være investert over 1 år, så er KLP Fondsforvaltning sitt fond det billigste. Prisenivået på fondene er med andre ord forskjellige, men det er mer spesielt at 1 av fondene har valgt å sette sammen prisstrukturen sin såpass annerledes enn de 2 andre.

KLP Obligasjon Global I har den markant høyeste forvaltningskapitalen, men også klart færrest kunder. Dette kan tyde på at store investorer velger dette fondet. Sammenligner man de to andre fondene, så har Storebrand Global Obligasjon A et lavere forvaltningshonorar, høyere forvaltningskapital og flere kundeforhold sammenlignet med Nordea Global Statsobligasjon.

8.4 Kombinasjonsfond

Forvaltningskapitalen i kombinasjonsfond er fordelt følgende:



Figur 24: Markedsandel kombinasjonsfond

Igjen ser vi at DnB NOR Kapitalforvaltning er den dominerende aktøren. De opererer med en markedsandel på 61,17 % av markedet, noe som er den største markedsandelen for noen forvalter i noen aktivaklasse. Dette burde innebære lavere provisjoner for kunder i DnB NOR Kapitalforvaltning sine kombinasjonsprodukter grunnet stordriftsfordeler.

Andre forvaltere som har markante markedsandeler i kombinasjonsfond er Pareto Fondsforsvaltning (14,24 %), Storebrand Fondene (8,02 %) og Terra Fondsforsvaltning (4,71 %). Mens Storebrand Fondene og DnB NOR Kapitalforvaltning er de eneste som dominerer hver aktivaklasse, så har verken Pareto Fondsforsvaltning eller Terra Fondsforsvaltning spesielt store markedsandeler i noen av de andre segmentene.

8.4.1 Analyse Kombinasjonsfond

For analysen av prisstruktur benyttes VFF sin inndeling:

- Norske Kombinasjonsfond
- Internasjonale Kombinasjonsfond
- Livssyklusfond
- Andre Kombinasjonsfond

8.4.2 Norske Kombinasjonsfond

Det finnes 8 kombinasjonsfond eksponert mot norske markeder og 8 forskjellige tilbydere. Alle 8 fondene er aktive. Fondene har et minsteinnskudd som varierer fra 1 000 kr til 500 000 kr. Denne analysen kommer til å skille på de fondene med minsteinnskudd under 100 000 kr og de med et minsteinnskudd over 100 000 kr.

Minsteinnskudd 0 – 100 000 kr

Tegningsgebyret er ulikt mellom fondene. ABN AMRO Kombi skiller seg positivt ut med tegningsgebyr på 1,5 %, mens Orkla Finans Kombi er det dyreste fondet å tegne i med 3,5 % i tegningsprovisjon. Carnegie Multifond og Nordea Aktiv har begge et differensiert tegningshonorar, men gitt minsteinnskuddet, så er tegningshonoraret 3 %. Også WarrenWicklund Utbytte opererer med 3 %.

Også innløsningshonoraret varierer kraftig. Det er ingen tydelig sammenheng mellom kjøps- og innløsningshonoraret. ABN AMRO Kombi har det klart laveste tegningshonoraret, men samtidig et relativt lavt innløsningshonorar, på 0,3 %. Dette gjør det til det ”billigste” fondet å gjøre transaksjoner i. Orkla Finans Kombi, som hadde det høyeste tegningsgebyret, har det laveste innløsningshonoraret på 0,15 %. De 3 andre fondene i underkategorien varierer like mye. For fond med likt tegningshonorar, varierer innløsningshonoraret fra 0,2 % til 1 %. Ser man på transaksjonsgebyrene totalt, så varierer disse meget. Kun Carnegie Multifond (gitt en investering på minsteinnskudd) og WarrenWicklund Utbytte opererer med de samme transaksjonskostnadene. Variasjonen fra 3 % og 1 % i henholdsvis tegnings- og innløsningsgebyr er markant forskjellig fra 1,5 % og 0,3 %, som ABN AMRO Kombi belaster.

Forvaltningshonoraret er mer homogent for fondene. De varierer fra 1,2 % til 1,5 %. Det ser ikke ut til at fastsettelsen av forvaltningshonoraret er en direkte konsekvens av transaksjonsgebyrene. Det ser mer ut som det er subjektivt bestemt fra forvaltningshuset. Det ser heller ikke ut til at forvaltningskapital og antall kundeforhold bestemmes av prisstruktur. De 3 største fondene målt på forvaltningskapital og antall kunder har svært ulike prisstrukturer. WarrenWicklund Utbytte er det fondet med størst forvaltningskapital, men det ”dyreste” fondet. ABN AMRO Kombi, som er det ”billigste” fondet er det 3 største fondet målt i forvaltningskapital.

Minsteinnskudd 100 000 –

3 Fond har et minsteinnskudd på 100 000 kr eller mer. Fondsfinans Aktiv og Handelsbanken Klick Norge 90 har begge 100 000 kr, mens Pareto Aktiv har et minsteinnskudd på 500 000 kr. Fondsfinans Aktivs prisstruktur skiller seg ut fra de andre. De opererer med et differensiert tegningshonorar med utgangspunkt i 1 %, innløsningshonoraret er 0,2 %, mens forvaltningshonoraret også er differensiert med et utgangspunkt i 1 %. Denne prisstrukturen er generelt lavere enn for de to andre fondene. Både Handelsbanken Klick Norge 90 og Pareto Aktiv har 3 % i tegningshonorar og 0,5 % i innløsningshonorar, mens forvaltningshonoraret er forskjellig. Handelsbanken Klick 90 har 1,3 % i forvaltningsgebyr, mens Pareto Aktiv har 1,5 % fast i tillegg til suksesshonorar.. Fondsfinans Aktiv er derfor lavere priset på alle komponenter i prisstrukturen sammenlignet med de andre. Pareto Aktiv har det høyeste minsteinnskuddet, men allikevel den høyeste prisstrukturen. Pareto Fondsforvaltning gir med andre ord ingen rabatter for det høye minimumsinnskuddet.

Tross den høye prisstrukturen er Pareto Aktiv det klart største fondet blant kombinasjonsfondene med investeringer i Norge. Dette viser igjen at prisstrukturen ikke er en dominerende faktor når investorer velger hvor de skal plassere midlene sine.

8.4.3 Internasjonale kombinasjonsfond

Det finnes 11 kombinasjonsfond rettet mot internasjonale markeder, alle aktive. DnB NOR Kapitalforvaltning tilbyr 3 fond, Handelsbanken Fondsforvaltning og Storebrand Fondene har 2 hver, mens ABN AMRO Kapitalforvaltning, Danske Capital Norge, Kaupthing Forvaltning og Terra Fondsforvaltning tilbyr 1 hver. Analysen vil skille på fond med minsteinnskudd over og under 100 000 kr.

Minsteinnskudd 1 – 100 000 kr

Som for norske kombinasjonsfond, så varierer prisstrukturen mye mellom fondene. Spesielt på tegningsgebyrer er variasjonene kraftige. DnB NOR Kombi Vekst og Postbanken Kombispar har det laveste tegningsgebyret med sine 1 %. Handelsbanken Europa Protect, Storebrand Futura 2 og Terra Total belaster 3 % i tegningsprovisjon. De andre fondene i underkategorien varierer mellom å belaste 1,5 % og 2 %.

Innløsningsprovisjonene varierer fra 0,1 % til 1 %. 4 av de 8 fondene belaster 0,5 % i innløsningsprovisjon. Tegnings- og innløsningsgebyrene er heller ikke korrelert. Det kan ikke klart påvises at de fondene med lavt tegningsgebyr har et høyere innløsningsgebyr eller omvendt. Det kan heller ikke påvises at de fondene med et høyt/lavt tegningsgebyr nødvendigvis har et høyt/lavt innløsningsgebyr. For eksempel, DnB NOR Kombi Vekst og Postbanken Kombispar har det laveste tegningshonoraret og samtidig det laveste innløsningsgebyret, mens Handelsbanken Europa Protect har det høyeste tegningsgebyret og et middels innløsningsgebyr.

Forvaltningsgebyrene varierer fra 1,5 % til 2 %. Nivået på transaksjonsgebyrene gir en indikasjon på nivået på forvaltningsgebyret. De fondene med høye transaksjonsgebyrer er de samme fondene som har et høyt eller middels forvaltningshonorar. På samme måte har de fondene med lavere transaksjonskostnader generelt et lavt eller middels forvaltningshonorar. For eksempel, Postbanken Kombispar er det fondet med de laveste transaksjonskostnader, samtidig som det har et forvaltningshonorar nederst på skalaen.

Postbanken Kombispar er også det fondet med høyest forvaltningskapital og flest kunder. Allikevel er det vanskelig å konkludere om prisstruktur er utslagsgivende for fondsvalg. Terra Total har høye transaksjonsprovisjoner, men lavt forvaltningsgebyr og er det nest største fondet målt på forvaltningskapital.

Minsteinnskudd 100 000 –

3 internasjonale kombinasjonsfond har et minsteinnskudd på 100 000 kr eller mer. ABN AMRO Optimal og Handelsbanken Klick Europa 90 har et minsteinnskudd på 100 000 kr, mens DNB NOR Kombi Bedrift har minsteinnskudd på 200 000 kr. Prisstrukturen på ABN AMRO Optimal består av et differensiert kjøpsgebyr (gitt minsteinnskudd 2 %), innløsningsgebyr på 0,5 % og et forvaltningsgebyr på 1,2 %. Handelsbanken Klick Europa 90 belaster fast 3 % for kjøp, 0,5 % for salg og 1,3 % i forvaltningshonorar. DnB NOR Kombi Bedrift har den ”billigste” prisstrukturen. Fondet belaster 1 % for kjøp, 0,1 % i innløsning og 1 % i forvaltningshonorar. DnB NOR sitt fond har dermed de laveste gebyrene på hver av komponentene i prisstrukturen. Fondet har samtidig det høyeste minsteinnskuddet. Forskjellen i prisstruktur mellom DnB NOR Kombi og de andre fondene kan kanskje forklares av det høyere minsteinnskuddet. Samtidig så er prisstrukturen til DnB NOR Kombi relativt lik andre DnB NOR Kapitalforvaltning fond med lavere minsteinnskudd.

Generelt for internasjonale kombinasjonsfond så kan det se ut som minsteinnskuddet påvirker størrelsen på forvaltningshonoraret, men ikke har noen påvirkning på transaksjonskostnadene.

8.4.4 Livssyklusfond

2 kombinasjonsfond er definert som livssyklusfond av VFF. Begge fondene, DnB NOR 2010 og DnB NOR 2020 er aktive fond med et minsteinnskudd på 300. Fondene har like transaksjonskostnader, med 1 % i tegningsprovisjon og 0,1 % i innløsningsgebyr. Dette er likt som andre kombinasjonsfond DnB NOR Kapitalforvaltning tilbyr. Forvaltningshonoraret er forskjellig mellom de to nevnte fondene. DnB NOR 2010 har et forvaltningshonorar på 1 %, mens DnB NOR 2020 belaster 1,5 %. Den eneste forskjellen på disse fondene er investeringshorisonten og dette burde forklare forskjellen i forvaltningshonoraret.

8.4.5 Andre Kombinasjonsfond

2 fond faller i kategorien for andre kombinasjonsfond. Begge er forvaltet av Fondsfinans Kapitalforvaltning og har lik prisstruktur, samt likt minsteinnskudd. Fondsfinans Farmasi-Bioteknologi og Fondsfinans IT-Telekom belaster et differensiert kjøpsgebyr (gitt minsteinnskudd 1 %), innløsningsgebyr på 0,3 % og et fast forvaltningshonorar på 1 %. I tillegg til det faste forvaltningshonoraret påløper et suksesshonorar. Disse to fondene tar 10 % av all avkastning utover 2,5 %.

8.5 AKSJEFOND

Aksjefond er den klart største kategorien i denne analysen. Av totalt 311 fond, så er 190 aksjefond. Det er også den aktivaklassen som har størst variasjon i prisstruktur.

Forvaltningskapitalen i aksjefond er fordelt på følgende forvaltere.

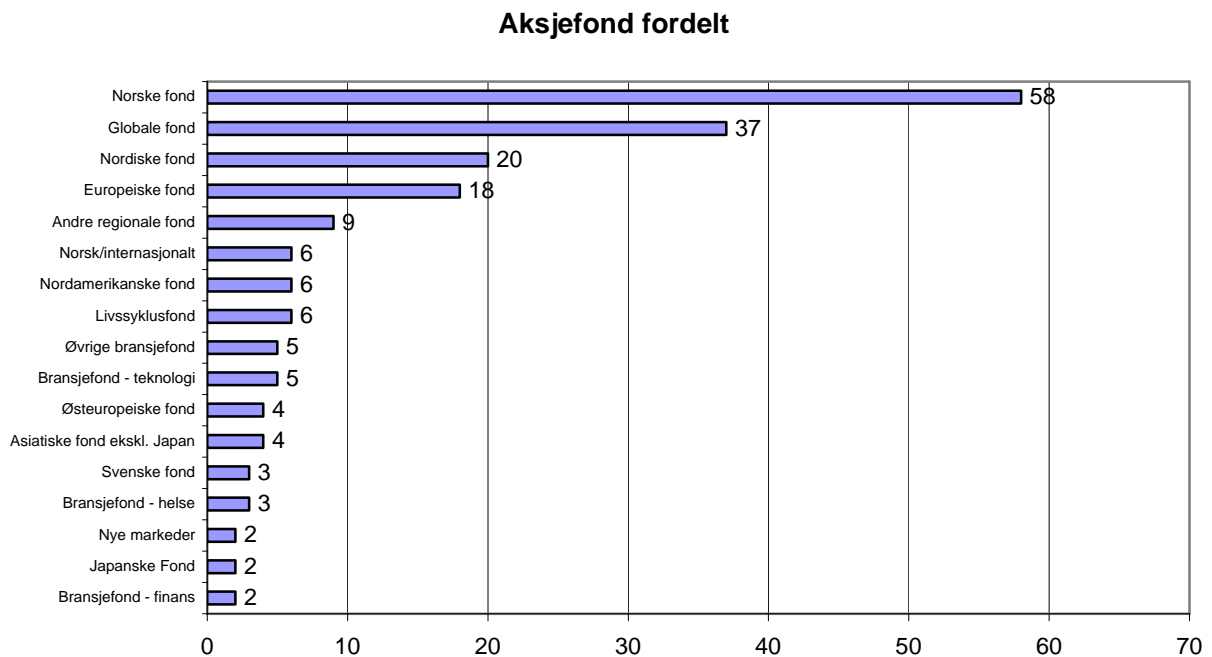


Figur 25: Markedsandel aksjefond

Oversikten på forrige side viser det samme bildet som den totale forvaltningskapitalen. Det er de fire store forvalterne (DnB NOR Kapitalforvaltning, Odin Forvaltning, Stavanger Fondsforsvaltning og Storebrand Fondene) som dominerer tilbudet i markedet. De forvalter til sammen 71,05 % av forvaltningskapitalen i aksjefond. Dette er de samme aktørene som dominerer oversikten over total forvaltningskapital, noe som indikerer at de største aktørene innen fondsforsvaltning har et sterkt fokus på aksjer som aktivaklasse og at de store aktørene samtidig diversifiserer tilbudet av fond.

Forvaltningen er ikke lik for alle typer aksjefond, det er store analyseforskjeller, det er forskjeller i transaksjonskostnader i internasjonale markeder og det er ikke minst stor forskjell på hvor aktive de ulike fondene er. Med andre ord varierer aksjefond veldig i hvor "kompliserte" de er, noe som reflekteres i prisen. Analysen her skiller derfor på aktive og passive fond og disse vil bli analysert separat.

Under er det benyttet VFF sin inndeling og aksjefondene er fordelt i 17 underkategorier. De nevnte 190 fondene er fordelt i underkategorien på følgende måte:

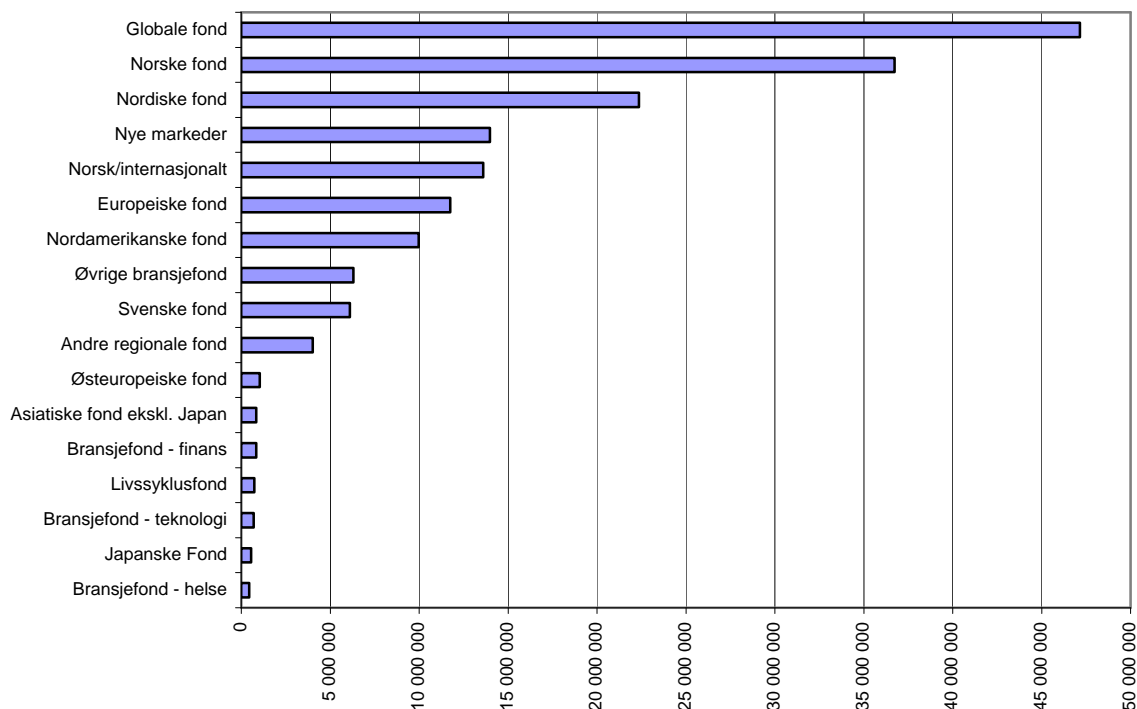


Figur 26: Mandat aksjefond og antall fond

Norske og globale aksjefond er de dominerende kategoriene, mens en gruppe bestående av nordiske, europeiske og regionale aksjefond er også større kategorier.

Alle 19 av de norskeforvalterne tilbyr aksjefond. Aksjefond er med andre ord den eneste kategorien der alle forvalterne har 1 eller flere produkter i markedet. Dette indikerer at aksjefond er den viktigste klassen for norske forvaltere og at segmentet er lønnsomt selv med mange tilbydere. Det er også interessant å se på fordelingen i markedsverdi fordelt på de samme mandatene

Aksjefond fordelt



Figur 27: Aksjefond fordelt på mandat og markedsverdi

Oversikten viser at geografisk inndelte fond er de mest interessante fondene for investorer i norskregistrerte aksjefond, mens det er liten interesse for eksempel bransjefond. Et annet interessant faktum er at man ser at mye av verdiene er eksponert mot Norge (norske fond 20,73 % og nordiske fond 12,62 %), dette er kjent som såkalt home-bias investment og innebærer at investorer gjerne investerer i de områdene de kjenner best.

8.5.1 Analyse Aksjefond

Analysen for aksjefond vil skille på investeringsstrategi. Fondene med tilsvarende investeringsstrategi (benyttet VFF sin kategorisering) blir analysert sammen.

8.5.2 Norske Fond:

For analysen av norske fond, så har jeg splittet i flere underkategorier basert på minsteinnskudd. Disse underkategoriene vil igjen bli analysert i forhold til aktivt kontra passivt mandat. Dette gir et bedre analysebilde. Underkategoriene for minsteinnskudd er fordelt på følgende måte:

- 0 – 25 000 kr

- 25 000 – 50 000 kr
- 50 000 – 200 000 kr
- 1 000 000 – 10 000 000 kr
- Over 10 000 000 kr

Minsteinnskudd 0 – 25 000 kr:

Det er hele 38 fond i denne underkategorien, 6 passive og 32 aktive. 15 av forvalterne tilbyr fond med eksponering mot Norge.

Passive fond

ABN AMRO Kapitalforvaltning, Handelsbanken Fondsforvaltning, Carnegie Kapitalforvaltning og WarrenWicklund Fondsforvaltning tilbyr passive fond rettet mot norske aksjer. Prisstrukturen for disse er overraskende høye. Tegningsprovisjonen varierer fra 0 % til 3 %. NB Aksjefond har en fast tegningsprovisjon på 3 %, mens ABN AMRO Indeks, ABN AMRO Indeks+ og Carnegie Norge Indeks opererer med differensierte tegningsprovisjoner. Gitt minsteinnskuddet har også ABN AMRO Indeks og Carnegie Norge Indeks en tegningsprovisjon på 3 %. ABN AMRO Indeks+ (gitt minsteinnskudd) og RF Aksjefond har en tegningsprovisjon på 2 %. Dette er høye provisjoner for passive fond, som har lavere kostnader for fondet sammenlignet med et aktivt forvaltet fond. Disse fondene har også meget høye provisjoner sammenlignet med Handelsbanken Fondsforvaltning sitt XACT OBX fond som har 0 % i tegningsprovisjon.

XACT OBX er også det eneste fondet som ikke har innløsningsprovisjon. De andre fondene i den underkategorien har innløsningsprovisjoner mellom 0,2 % og 1 %. NB Aksjefond har de høyeste transaksjonsprovisjonene med 3 % i tegnings- og 1 % i innløsningsprovisjon. ABN AMRO fondene som har differensiert tegningsprovisjonen er også noe "billigere" sammenlignet med NB Aksjefond, de har innløsningsprovisjoner mellom 0,2 % og 0,3 %. Carnegie Norge Indeks, som også opererer med differensiert tegningsprovisjon, har en innløsningsprovisjon på 1 %. Fra dette er det tydelig at det ikke er noen homogen prisstruktur på transaksjonsgebyrene blant disse passive fondene.

Fondene varierer også meget når det kommer til forvaltningsprovisjonen. Provisjonene varierer fra 0,3 % til 2 %. Igjen er det Handelsbanken Fondsforvaltning sitt XACT OBX som er billigst med 0,3 % og igjen er det NB Aksjefond som er det dyreste med et

forvaltningshonorar på 2 %. Også RF Aksjefond har et forvaltningsgebyr på 2 %. Det er interessant at ABN AMRO Indeks+ har et høyere forvaltningshonorar på 1 % (Gitt minsteinskudd) sammenlignet med ABN AMRO Indeks, som kun belaster 0,45 %. ABN AMRO Indeks+ har på sin side lavere transaksjonsgebyrer enn ABN AMRO Indeks. Carnegie Norge Indeks ligger litt i mellom ytterpunktene XACT OBX og NB Aksjefond. Forvaltningshonoraret er på 0,8 %, mens transaksjonsgebyrene er relativt høye.

Prisstrukturen varierer mye mellom de passive fondene med eksponering på norske aksjer. Dette er spesielt da kostnadene som forvalterne må dekke inn ikke skal variere så mye på slike produkter.

Igjen ser vi at prisstrukturen er mer avhengig av forvaltningshuset enn type fond og eksponering. Fra antall kundeforhold og forvaltningskapital ser vi at kundene ikke benytter prisstruktur som det viktigste kriteriet når de velger fond. Handelsbanken XACT OBX som er det klart billigste fondet, har blant de færreste kundene og middels forvaltningskapital. NB Aksjefond derimot har den høyeste prisstrukturen, men flest kundeforhold og en forvaltningskapital på linje med XACT OBX.

Aktive

Det er 32 aktive fond med minsteinskudd på eller under 25 000 kr. Tegningsprovisjonen varierer fra 1 % (KLP AksjeNorge) til 4 % (WarrenWicklund Norge). De 30 andre fondene har en tegningsprovisjon på enten 2 % eller 3 % (gitt minsteinskudd). 12 av fondene opererer med differensierte tegningsprovisjoner, men gitt minsteinskuddet, så er tegningsprovisjonen altså enten 2 % eller 3 %.

Innløsningsprovisjonen varierer fra 0 % (Holberg Norge) til 2 % (NB Plussfond) og er mer differensierte enn tegningsprovisjonene. For majoriteten av fondene ligger innløsningsprovisjonen mellom 0,2 % og 1 %, altså ganske variert.

Forvalterne har valgt ulike prisstruktur på transaksjonsgebyrene sine. Med noen unntak så viser det seg at de fondene med høyt tegningsprovisjon (3 %) har lavere innløsningsprovisjon (0,2 % - 0,5 %) enn de med lavere tegningsprovisjon. Unntakene kommer i form av ”billigere” prisstrukturer og ”dyrere” prisstrukturer. KLP AksjeNorge er det ”billigste” fondet på transaksjonskostnader. Tegningsprovisjonen er 1 %, mens innløsningsprovisjonen er 0,2 %. Også Banco Humanfond og Landkreditt Norge skiller seg positivt ut. På den andre siden så opererer NB Plussfond med de høyeste transaksjonskostnadene, tegningsprovisjon 3 % og

innløsningsprovisjon 2 %. Kaupthing Norge, Delphi Norge og Delphi Vekst skiller seg også noe ut. De har 2 % i tegningsprovisjon, men 1,5 % i innløsningsprovisjon.

Forvaltningshonorarene varierer ikke veldig mye blant fondene. Majoriteten belaster kundene mellom 1,5 % og 2 %. 3 av fondene belaster lavere forvaltningsgebyr. Disse varierer fra 0,75 % til 1,20 % (DnB NOR Norge IV tar 0,75 %, DnB NOR Norge Selektiv III belaster 0,8 % og ABN AMRO Norge belaster 1,20 %). Kun 1 fond opererer med suksesshonorar. Delphi Vekst har et fast forvaltningsgebyr på 1 %, men tar også 10 % av meravkastningen over indeks.

Fondene varierer mye mer i transaksjonsgebyrene enn på forvaltningshonorarene, men jeg ser ingen sammenheng mellom nivået på transaksjonsgebyrene og nivået på forvaltningshonorarene. De fondene med høye transaksjonsgebyrer har med andre ord ikke lavere eller høyere forvaltningshonorar enn fond med lavere forvaltningsgebyr.

Prisstrukturen virker mer avhengig av forvaltningshus enn mandatet, dette vises med den store variasjonen. På den andre siden så er det små og få avvik mellom prisstrukturene i de fondene som det enkelte forvaltningshuset tilbyr. Odin Norge er det fondet med størst forvaltningskapital og flest kundeforhold, samtidig som prisstrukturen i fondet er relativt høy. I denne underkategorien ser vi at investorer har allokert mest midler til KLP AksjeNorge etter Odin Norge, men at fondet kun har 41 kundeforhold, mens Odin Norge har 101 220. Dette tyder på at KLP AksjeNorge har flere institusjonelle kunder og at disse verdsetter lave gebyrer i fondene. Sett bort i fra KLP AksjeNorge så finner man ingen sammenheng mellom lav prisstruktur og antall kunder og forvaltningskapital.

Minsteinnskudd 25 000 – 50 000

Det er 5 fond som faller i denne kategorien, 4 aktive og 1 passivt. Disse 5 fondene er fordelt på 3 tilbydere: ABN AMRO Kapitalforvaltning (1 fond), Danske Capital Norge (1 fond) og Fondsforvaltning (3 fond)

Passivt:

Pluss Indeks fra fondsforvaltning er det eneste passive fondet. Dette fondet belaster 0,5 % i tegningsprovisjon, 0,5 % i innløsningshonorar og 0,7 % i forvaltningshonorar.

Tegningshonoraret er lavere enn majoriteten av passive fond med samme eksponering og lavere minsteinnskudd analysert over. Dette er å forvente med et noe høyere minsteinnskudd.

Innløsningsprovisjonen til Pluss Indeks derimot ligger høyere enn flere av fondene med lavere minsteinskudd. Dette er spesielt da kostnadene ved innløsning ikke er markante nok til å rettferdiggjøre dette. Prisstrukturen på transaksjonskostnadene til Pluss Indeks er også like som de aktive fondene Fondsforvaltning tilbyr. I realiteten så er forvalterens transaksjonskostnader lavere ved passiv forvaltning enn ved aktiv forvaltning og dette burde gjenspeiles i prisstrukturen. Forvaltningshonoraret på 0,7 % ligger også midt på skalaen for disse fondene med lavere minsteinskudd. Pluss Indeks har færre kunder og lavere forvaltningskapital sammenlignet med de aktive fondene i denne underkategorien.

Aktive:

De fire fondene i denne underkategorien er ABN AMRO Kapital, Danske Fund Norge II, Pluss Aksje og Pluss Markedsverdi. Disse varierer markant i hva de belaster i tegningsgebyr. ABN AMRO Kapitalforvaltning sitt fond benytter differensiert tegningsgebyr, men gitt minsteinskuddet, så er dette 3 %. Danske Fund Norge II belaster 1,50 %, mens begge Pluss fondene belaster 0,5 %.

Innløsningsgebyrene er mer homogene. ABN AMRO Kapital og Danske Fund Norge II belaster 0,3 %, mens Pluss fondene belaster 0,5 %. De fondene med høyest tegningsprovisjon er de samme med det laveste innløsningsgebyret og omvendt.

Forvaltningshonorarene er også varierende. ABN AMRO Kapital belaster 2 %, Danske Fund Norge II belaster 1,25 %, Pluss Aksje belaster 1,20 %, mens Pluss Markedsverdi belaster 0,90 %.

Igjen så er det tydelig at mandat og minsteinskudd ikke er de viktigste faktorene når forvaltningshusene bestemmer prisstrukturen. ABN AMRO har høyest tegningsprovisjon og høyest forvaltningsprovisjon, mens Pluss Markedsverdi har mye lavere tegningsprovisjon og mye lavere forvaltningsprovisjon (innløsningsprovisjonene mellom disse fondene varierer ikke mye: 0,3 % - 0,5 %).

I denne underkategorien ser vi at mest midler er allokeret til de ”billigere” fondene, Pluss Aksje og Pluss Markedsverdi. ABN AMRO Kapital og Danske Fund Norge II har derimot et mye større antall kundeforhold. Dette kan tyde på at ABN AMRO og Danske Fund Norge II har flere privatinvestorer, men at Pluss fondene tiltrekker seg institusjonelle kunder grunnet

lavere prisstruktur. Et annet faktum er at ABN AMRO Kapitalforvaltning og Danske Fund Norge II har et større distribusjonsapparat sammenlignet med Fondsforvaltning.

Minsteinskudd 50 000 – 200 000

Bare 2 fond faller i denne kategorien og begge er aktive. Fondsfinans Spar har et minsteinskudd på 100 000 kr, differensiert tegningsprovisjon, fast innløsningshonorar på 0,2 % og et differensiert forvaltningshonorar. Legger man minsteinskuddet til grunn er tegningshonoraret 1 % og forvaltningshonoraret også 1 %. Pareto Verdi har et minsteinskudd på 200 000 kr. Gebyrene (gitt minsteinskudd) er maks 3 %, innløsningshonoraret er maks 1 % og forvaltningshonoraret er 2 %. Dette fondet har en mye høyere prisstruktur sammenlignet Fondsfinans Spar og ligger på linje med fondene med mye lavere minsteinskudd. Fondsfinans Spar derimot har en mye lavere provisjonsstruktur sammenlignet med fondene med lavere minsteinskudd. Med bakgrunn i tidligere analyser, der det viser seg at forvaltningshuset har mer å si enn mandat og minsteinskudd, er det vanskelig å konkludere på om den lave prisstrukturen til Fondsfinans Spar skyldes mandat og minsteinskudd eller Fondsfinans Kapitalforvaltning sin generelle prisstruktur. Selv med en mye høyere prisstruktur har Pareto Verdi klart å tiltrekke seg mer kapital og flere kunder enn Fondsfinans Kapitalforvaltning. Dette tyder på at prisstruktur ikke er det viktigste kriteriet for kunder som ser etter fond i denne kategorien. Det skal nevnes at sammenligningsgrunnlaget er for lite til at det er mulig å konkludere her.

Minsteinskudd 1 000 000 – 10 000 000 kr

8 fond faller i denne kategorien. 2 Passive og 6 aktive. Av disse fondene har 7 stykker et minsteinskudd på 10 000 000 kr, mens ett, Danske Fund Norge Aksjer Institusjon I har et minsteinskudd på 3 000 000 kr.

Passive

DnB NOR OBX og KLP AksjeNorge Indeks er de 2 passive fondene. Begge har minsteinskudd på 10 000 000 kr. DnB NOR OBX belaster 2 % i tegningsprovisjon, 0,2 % i innløsningsprovisjon og forvaltningshonoraret er 0,3 %. KLP AksjeNorge Indeks tar 0,10 % i tegnings- og innløsningsgebyr og 0,10 % i forvaltningshonorar. Forskjellen på disse prisstrukturene er ganske stor. KLP AksjeNorge Indeks har et lavere honorar på alle nivå sammenlignet med DnB NOR Kapitalforvaltning sitt fond. At forskjellen er så store på 2 fond med samme mandat og minsteinskudd er ganske spesielt. Forskjellen på hvilke

kostnader fondene må betale i forvaltningen burde være marginale og det er ingenting som tilsier at fondene burde ha ulik prisstruktur. Totalt sett så har disse fondene til sammen kun 5 kundeforhold. 4 i KLP Fondsforvaltning og 1 i DnB NOR. KLP AksjeNorge Indeks har også totalt sett 87.18 % av forvaltningskapitalen i denne underkategorien. Dette kan tyde på at for kunder som er ute etter et produkt med slike egenskaper, så betyr prisstrukturen en del på hvilket fond man velger.

Aktive

Det totale prisnivået for disse aktive fondene er ikke veldig ulik, men prisstrukturen er forskjellig. Spesielt 2 fond skiller seg ut fra de andre. Nordea Norwegian Equity Market belaster 2,90 % i tegningsprovisjon, mens Odin Norge II ikke belaster tegningsprovisjon. De andre fondene belaster enten 0,2 % eller 0,3 %. Ved innløsningsgebyret så skiller Odin Norge II seg igjen ut ved ikke å belaste et innløsningsgebyr. Nordea Norwegian Equity Market og de andre fondene belaster ganske like gebyrer for innløsning (0,2 % - 0,3 %).

På forvaltningshonoraret så varierer fondene også. Nordea Norwegian Equity Market skiller seg ut ved å belaste det klart laveste forvaltningshonoraret 0,25 %. Også ABN AMRO Kapitalforvaltning sitt fond er noe forskjellig i at de gir et lavere forvaltningshonorar til større plasseringer. De andre fondene belaster fra 0,6 % til 1 %. Prisstrukturen på Nordea Fondene sitt fond skiller seg ut ved at det har høye transaksjonsgebyrer, men lavere forvaltningshonorar. Ser man bort i fra dette fondet, så er det ingen sammenheng mellom transaksjonshonorarene og forvaltningshonoraret. Odin Norge II som ikke har transaksjonsgebyrer har ikke det høyeste forvaltningshonoraret, men ligger midt på skalaen. Kundene ser ut til å foretrekke ABN AMRO Norge+ sin prisstruktur, med tegnings- og innløsningshonorar i nedre sjiktet og et relativt lavt forvaltningsgebyr. Dette fondet har flest kunder og størst forvaltningskapital. Nordea Norwegian Equity Market har kun 1 av totalt sett 74 kundeforhold, noe som kan gi at investorer ikke trives med fondet sin prisstruktur. Blant de andre fondene er det ikke noe stort skille på antall kundeforhold eller forvaltningskapitalen.

Minsteinnskudd > 10 000 000 kr

Kun 2 fond har minsteinnskudd over 10 000 000 kr. Pareto Aksje Norge og Storebrand Norge I er begge aktive fond og har begge et minsteinnskudd på 100 000 000 kr. Pareto Aksje Norge har et tegningsgebyr på maks 1 %, innløsningsprovisjon på maks 0,5 % og et

forvaltningshonorar på fast 0,5 %. Når Pareto Fondsforvaltning oppgir at fondet har transaksjonsgebyrer som maks kan være satsene over, så er dette fordi kunder har mulighet til å forhandle på dette. Det er dessverre ingen mulighet å vite hvilke effektive satser Pareto Fondsforvaltning sine kunder faktisk betaler, derfor må denne analysen ta utgangspunkt i de maksimale satsene. Storebrand Norge I belaster i tegnings- og innløsningsprovisjoner på 0,2 %. Forvaltningshonoraret er 0,28 %. Det er ganske store avvik mellom prisstrukturene på disse 2 fondene. Ser man på kroneverdien av provisjonene/honorarene så er de overraskende forskjellige. Storebrand Norge I har en lavere provisjonsstruktur og ligger lavere enn Pareto Fondsforvaltning på alle provisjoner. Likevel er det Pareto Fondsforvaltning som har klart å tiltrekke seg klart mest forvaltningskapital og antall kundeforhold. Dette innebærer igjen at det ikke er prisstrukturen som avgjør hvilket fond kundene velger. Begge fondene har en lavere prisstruktur sammenlignet med andre fond med et aktivt mandat mot norske aksjer. Dette er også å forvente, da minsteinskuddet er så mye høyere.

8.5.3 Globale Fond:

Det finnes til sammen 11 forvaltere som tilbyr 37 fond som tilbyr en eksponering mot det globale aksjemarkedet. 5 er passive og 32 er aktive. Da minsteinskudd har stor innvirkning på prisstruktur har jeg igjen delt inn fondene i følgende underkategorier basert på minsteinskudd:

- 0 – 25 000 kr
- 25 000 – 50 000 kr
- 500 000 – 100 000
- 1 000 000 – 10 000 000 kr
- Over 10 000 000 kr

Minsteinskudd 0 – 25 000 kr

Denne underkategorien er den største med 18 fond, alle aktive. Tegningsprovisjonen i disse fondene varierer fra 0 % (Banco Etisk Global) til 3,5 % (Nordea Trend). 10 av fondene tilbyr et differensiert tegningsprovisjon. 9 av disse 10 fondene tar et tegningsgebyr på 3 % gitt minsteinskuddet, mens Skagen Global skiller seg ut av disse igjen med kun å belaste 0,7 % gitt minsteinskuddet. Av de 18 fondene så tar hele 14 av disse 3 % i tegningsprovisjon ved tegninger lik minsteinskuddet.

Også innløsningsprovisjonen varierer mye, fra 0 % (Skagen Global) til 1,5 % (Delphi Verden). Banco Etisk Global og Skagen Global er de fondene med lavest tegningsprovisjon, men belaster også billigere innløsningshonorar sammenlignet med de fleste andre fondene i underkategorien. Delphi Verden har det høyeste innløsningsgebyret (1,50 %), men har et tegningsgebyr på 2 %, noe som gjør at det totale transaksjonsgebyret ikke skiller seg veldig fra normalen i underkategorien. De fondene som Carnegie Kapitalforvaltning tilbyr er de med de høyeste transaksjonsgebyrene. Tegningsprovisjonen er på 3 %, mens innløsningsgebyret ligger på 1 %. Utover de fondene nevnt spesielt over, så ligger de fondene med tegningsprovisjoner på 3 % med en innløsningsprovisjon mellom 0,2 % og 0,5 %.

Forvaltningsprovisjonen er også varierende mellom fondene. I denne underkategorien har 4 fond suksesshonorar, noe som er et høyt antall i forhold til tidligere analyser. Det laveste faste forvaltningshonoraret har DnB NOR Global (V) med 0,5 %, mens 6 fond ligger likt med 2 % som er det høyeste faste forvaltningshonoraret. For de fondene uten suksesshonorar synes det ikke å være noen sammenheng mellom transaksjonsgebyrene og størrelsen på forvaltningshonoraret.

DnB NOR Global Selektiv II, Holberg Trend, Skagen Global og Delphi Verden benytter suksesshonorar. Fondene varierer meget på transaksjonsgebyrene og suksesshonorarene er også bygget opp ulikt. DnB NOR Global Selektiv varierer sitt forvaltningshonorar i forhold til indeksen MSCI World indeks. De opererer også med et minimum honorar på 0,5 % og maksimum 4,50 %. Holberg Trend belaster fast 1 % og 10 % av meravkastningen over 10 %. Skagen Global har også et fast forvaltningshonorar på 1 % og 10 % av meravkastningen utover MSCI World. Delphi Verden opererer med et fast forvaltningshonorar på 2 % med tillegg av 10 % av meravkastningen utover en fast benchmark på 5 %.

Det viser seg at transaksjonskostnadene er like blant de fondene som ett forvaltningshus tilbyr, men at forvaltningshonoraret varierer mellom fondene. Dette viser seg vet at DnB NOR Kapitalforvaltning, Carnegie Kapitalforvaltning og Storebrand Fondene belaster like transaksjonsgebyrene for alle sine fond, men at forvaltningshonoraret varierer mellom fondene. Det er også spesielt at forvaltningshusene varierer internt med bruk av suksesshonorar.

I denne underkategorien er det et fond som skiller seg kraftig ut på forvaltningskapital og antall kundeforhold. Av segmentet, så har dette fondet 51,3 % av kundene og 77 % av forvaltningskapitalen. Skagen Global er også et av de fondene der prisstrukturen skiller seg ut med relativt lave transaksjonskostnader og et lavt fast forvaltningshonorar i tillegg til suksesshonorar.

Minsteinnskudd 25 000 – 50 000 kr

Denne underkategorien består av 4 fond, der KLP Fondsforvaltning tilbyr 2 stykk og Fondsforvaltning tilbyr 2 stykk. KLP AksjeGlobal Indeks IV er det eneste passive fondet.

Passive

KLP AksjeGlobal IV har et minsteinnskudd på 50 000 kr, 0,5 % i tegningsprovisjon, 0,1 % i innløsningsprovisjon og et fast forvaltningshonorar på 0,35 %. 84 kunder har valgt å investere i dette fondet.

Aktive

Tross likt mandat og minsteinnskudd så har forvalterne valgt forskjellige nivå på prisstrukturene. KLP Fondsforvaltning sitt fond, KLP AksjeGlobal Aktiv har et tegningsgebyr på 0,5 %, innløsningsgebyr på 0,2 % og et forvaltningshonorar på 0,7 %. Fondsforvaltning sine 2 fond har identisk prisstruktur. Tegnings- og innløsningsgebyret er 1 %, mens forvaltningshonoraret er 1,2 %. At det er så markant forskjell på fondene tilsier at det ikke er minsteinnskudd og mandatet som bestemmer prisstrukturen for disse fondene. Den totale prisstrukturen på det passive fondet er som forventet lavere enn de aktive fondene. Men KLP Fondsforvaltning belaster den samme tegningsprovisjon på det aktive og passive fondet sitt, selv om kostnadsforskjellene på slike fond vanligvis er forskjellige.

Det er ingen fond med minsteinnskudd mellom 50 000 kr og 500 000 kr.

Minsteinnskudd 500 000 – 1 000 000

Det er 2 fond i denne underkategorien. KLP AksjeGlobal Indeks III er et passivt fond, mens Pareto Aktiv Global er et aktivt fond.

Passivt

KLP AksjeGlobal Indeks III har et minsteinskudd på 1 000 000 kr, tegnings- og innløsningsprovisjon er 0,1 % og forvaltningshonoraret er 0,25 %.

Aktivt

Pareto Aktiv Global har et minsteinskudd på 500 000kr og en provisjonsstruktur der det er mulig å forhandle på transaksjonskostnadene. Pareto Fondsförvaltning oppgir at maks tegningsgebyr kan være 3 %, og innløsningshonoraret kan maks være 1 %.

Forvaltningshonoraret ligger fast på 1,75 %.

Da disse fondene ikke er sammenlignbare på grunn av forskjellige mandat, så er det vanskelig å trekke noen konklusjoner. Men det er tydelig at det passive fondet er mye billigere enn det aktive, noe som er å forvente. Kunder i dette segmentet er mest opptatt av det aktive fondet og Pareto Aktiv Global har markant flere kunder og større forvaltningskapital sammenlignet med KLP AksjeGlobal Indeks III.

Minsteinskudd 1 000 000 – 10 000 000

9 fond passer til disse kriteriene. 3 er passive fond, mens de resterende 6 er aktive. Det er interessant at det kun er de store forvaltningshusene som tilbyr fond med dette mandatet og så høyt minsteinskudd. Dette tyder på at disse husene sikter seg inn mot det institusjonelle markedet. Carnegie Kapitalforvaltning tilbyr 1 fond, KLP Fondsförvaltning og Nordea Fondene tilbyr 2 hver, mens Storebrand Fondene tilbyr 4 fond.

Passive

Det er transaksjonskostnadene som skiller fondene. KLP AksjeGlobal Indeks I, KLP AksjeGlobal Indeks II og KLP AksjeGlobal Indeks III belaster 0,1 % i tegnings- og innløsningsgebyr, mens Storebrand Global Indeks I belaster 0,2 % for begge typer transaksjoner. Storebrand Fondene belaster altså dobbelt så høye transaksjonsgebyrer som KLP Fondsförvaltning sine fond. Som argumentert over så er dette spesielt, da indeksfond burde ha veldig lave kostnader i fondet og at kostnadsforskjellene ikke burde være veldig store.

Forvaltningshonoraret er relativt likt for alle 3. KLP Global Indeks II belaster 0,13 %, mens de 2 andre KLP fondene belaster begge 0,1 %. Storebrand Global Indeks I belaster 0,10 % i forvaltningshonorar. Storebrand Fondene belaster altså dobbelt så høye transaksjonsgebyrer som KLP Fondsforvaltning sine fond. Som argumentert over så er dette spesielt, da indeksfond burde ha veldig lave kostnader i fondet og at kostnadsforskjellene ikke burde være veldig store.

Aktive

Blant de aktive fondene, så varierer minsteinskuddet noe. Carnegie World Wide Etisk og Nordea Stabile Aksjer Global har henholdsvis 4 000 000 kr og 5 000 000 kr i minsteinskudd. De andre 6 fondene har et minsteinskudd på 10 000 000 kr. Tegningsprovisjonene er igjen varierende, de går fra 0,2 % til 1 %. 2 fond benytter differensierte tegningsprovisjoner (Nordea Internasjonale Aksjer 3 og Nordea Stabile Aksjer Global), men gitt minsteinskuddet så er disse 1 %. Storebrand Fondene sine 3 fond har lavere tegningsprovisjon enn de 3 andre fondene. Disse fondene belaster 0,2 % eller 0,3 %. Dette avviket kan ikke forklares av kostnadsforskjeller mellom fondene, men må begrunnes av interne bestemmelser i de forskjellige forvaltningshusene.

Carnegie World Wide Etisk er også det fondet med høyest innløsningsprovisjon, 1 %. Det gjør fondet til det med de høyeste transaksjonsgebyrene. Dette fondet har det laveste minsteinskuddet, som kan være noe av forklaringen. På den andre siden så har Nordea Stabile Aksjer Global også et lavere minsteinskudd enn de andre fondene, men innløsningsgebyret er 0,2 %. Altså er innløsningsprovisjonen til Nordea Stabile Aksjer Global 0,8 % lavere enn Carnegie World Wide Etisk. De andre fondene har innløsningsgebyrene på tilnærmet lik linje med Nordea Stabile Aksjer Global. Innløsningsprovisjonene varierer for disse fondene fra 0,2 % til 0,3 %. Carnegie World Wide Etisk er det fondet med de høyeste transaksjonskostnadene, videre følger Nordea Fondene (gitt minsteinskudd) sine 2 fond, mens Storebrand Fondene sine fond har markant lavere transaksjonsgebyrer.

Carnegie World Wide Etisk har også det klart høyeste forvaltningskostnaden, de belaster 1,20 %. Spranget ned til de andre fondene er ganske stort. De varierer mellom et forvaltningshonorar på 0,5 % og 0,8 %. Nordea Fondene følger en fast prisstruktur for sine 2 fond, mens Storebrand Fondene har en ulik prisstruktur mellom fondene sine. For underkategorien sett under ett, så er variasjonene fondene i mellom store. Spesielt Carnegie

Kapitalforvaltning sitt fond skiller seg ut, men også de andre fondene varierer overraskende mye.

Storebrand Global Quant Equity er det fondet med klart høyest forvaltningskapital, men det er basert på bare 1 kundeforhold. Ser man på antall kundeforhold og forvaltningskapital for de resterende fondene, så er disse relativt spredt over produktene. De har noe relativt lik forvaltningskapital og ikke store skiller i antall kundeforhold.

Minsteinnskudd 10 000 000 –

Pareto Fondsforvaltning, Skagen Fondene og Storebrand Fondene tilbyr hvert sitt fond i denne underkategorien, alle er aktive. Pareto Aksje Global har et minsteinnskudd på 50 000 000 kr, mens Skagen Global II og Storebrand Global I har et minsteinnskudd på 100 000 000 kr. Pareto Fondsforvaltning skiller seg også ut fra de andre på prisstrukturen. Pareto Fondsforvaltning sitt fond belaster 1 % i tegnings- og innløsningshonorar og 0,75 % i forvaltningshonorar. Skagen Global II derimot, har mye lavere transaksjonsgebyrer, fondet belaster 0,3 % i tegnings- og innløsningsgebyr og 0,6 % i fast forvaltningshonorar. Skagen Global II belaster i tillegg et suksesshonorar på 10 % av meravkastningen utover MSCI World. Storebrand Global I er det ”billigste” fondet i denne underkategorien. Det har de laveste gebyrene sammenlignet med de andre fondene i underkategorien. Fondet belaster 0,2 % i tegnings- og innløsningsgebyrer, mens det tar 0,5 % i fast forvaltningshonorar.

Variasjonene i prisstrukturen er ganske store, spesielt på transaksjonssiden. Pareto Fondsforvaltning sitt fond har det laveste minsteinnskuddet, men nivået er allikevel så høyt at det ikke burde ha noen innvirkning. Skagen Global er det eneste fondet med suksesshonorar, men dette trer først i kraft ved meravkastning. Skagen Global II og Storebrand Global I har nøyaktig likt minsteinnskudd, men allikevel så er Storebrand Global I ”billigere” på alle typer gebyrer.

Kundene foretrekker klart Skagen Global II, dette viser seg i at forvaltningskapitalen og antall kundeforhold. Det er det ”billigste” fondet, Storebrand Global I, som har klart å tiltrekke seg minst kapital og færrest kunder. Det tyder på at kunder som investerer i denne størrelsesordenen, ikke er så opptatt av prisstrukturen, men legger mer vekt på andre faktorer.

8.5.4 Norden

Det er 19 aktive fond med et nordisk mandat. Disse fondene tilbys av 12 forskjellige forvaltere. Prissettingen er svært ulik, og satt sammen på forskjellige måter. Det første skille man kan gjøre er på minsteinnskudd:

- Minsteinnskudd 0 – 25 000 kr
- Minsteinnskudd 25 001 kr –

Minsteinnskudd 0 – 25 000 kr

For de 17 fondene med minsteinnskudd under 25 000 kr ser vi igjen mange forskjeller fondene imellom. Alle 17 fondene er aktivt forvaltet. Av disse fondene er det 3 stykker som skiller seg spesielt ut, 2 med en mye lavere prisstruktur enn de andre og 1 med en veldig forskjellig prisstruktur. KLP AksjeNorden og Terra Alpha skiller seg positivt ut med at de har et lavere kostnadsnivå enn de andre fondene. KLP AksjeNorden har 1 % tegningshonorar, 0,2 % innløsningshonorar og et forvaltningshonorar på 1,2 %. Terra Alpha har tegningshonorar på 1 %, innløsningshonorar på 0,5 % og et forvaltningshonorar på 1 %. WarrenWicklund Norden skiller seg også ut. Fondet har det klart høyeste tegningshonoraret, 4 %, noe som er 1 % høyere enn alle andre. Innløsningshonoraret er 2 %, igjen høyest i kategorien, mens forvaltningshonoraret er 0,5 %, som er det laveste innen nordiske aktive aksjefond. Disse fondene skiller seg kraftig ut. De andre fondene opererer med høye tegningsprovisjoner, som for de fleste ligger på 3 %, ett fond, Delphi Norden, har 2 %. Noen fond opererer med differensiert tegningsprovisjon, med forskjellige satser, men ser man på en investering under 100 000 kr, må man betale 3 % for tegningen.

Innløsningsprovisjonene varierer i tillegg veldig. De fondene som opererer med 3 % tegningsprovisjon for tegninger under 100 000 kr varierer fra 0,2 % til 1 % i innløsningsprovisjon. Igjen skiller Delphi Norden seg fra gruppen. De hadde et tegningsgebyr ”midt på treet”, mens de har det høyeste innløsningsgebyret, 1,5 %, i denne underkategorien.

Forvaltningshonoraret varierer også veldig. Fra disse fondene med kjøpsgebyrer rundt 3 % (på en investering på 100 000) varierer forvaltningshonoraret fra 1,2 % til 2 %.

Det totale kostnadsnivået for disse fondene er relativt like. De fondene som opererer med høye kjøpsgebyrer er gjerne de fondene som har enten de laveste salgshonorarene eller de laveste forvaltningshonoraret. Dette gjelder også omvendt, de med høyere forvaltningshonorarene, har gjerne lavere kjøpsgebyrer.

Minsteinnskudd 25 001 -

Ser man på de 2 fondene med minsteinnskudd over 25 000 kr, så er prisstrukturen noe annerledes. Men dette kan skyldes høyere minsteinnskudd. Odin Norden II har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr og ingen transaksjonsgebyrer, og et forvaltningshonorar på 0,9 %. Orkla Finans Nordic II har et minsteinnskudd på 150 000 000 kr. Fondet oppgir at de har en maks tegningsprovisjon på 3 %, en maks innløsningsprovisjon på 0,5 % og et fast forvaltningshonorar på 0,5 %. Det er tydelig at man har mulighet til å forhandle på disse transaksjonsgebyrene og at de i virkeligheten ville ligge mye lavere. De fondene med høyere minsteinnskudd er i hvert fall mye billigere sammenlignet med de med lavere minsteinnskudd, noe som er å forvente.

Det er Avanse Norden, Holberg Norden og Odin Norden som er de mest benyttede og største nordiske aksjefondene, med Odin Norden som soleklart største og mest brukte fond. Prisstrukturen til disse fondene som har tiltrukket seg mest kunder og kapital skiller seg på ingen måte ut fra resten av kategorien.

8.5.5 Europeisk

18 fond tilbyr en europeisk aksjeeksponering, 16 aktive og 2 passive. De fleste fondene opererer med høye tegnings- og innløsningsgebyrer og et gjennomsnittelig forvaltningsgebyrer sammenlignet med andre klasser. Aktive og passive fond vil bli analysert separat. Fondene blir analysert etter følgende inndeling på minsteinnskudd:

- 100 – 10 000 kr
- 10 001 – 100 000 kr
- 100 001 kr -

Minsteinnskudd 100 – 10 000 kr

For de fondene med lavest minsteinnskudd ser vi en relativt lik prisstruktur og alle er aktive. Med noen unntak opererer fondene med høye tegningsprovisjoner, innløsningsprovisjoner og relativt like forvaltningshonorarer. Det er i transaksjonsprovisjonene vi finner de største avvikene i denne underkategorien. En del av fondene benytter differensierte tegningsprovisjoner, men for tegninger under 100 000 kr så har 10 av disse 12 fondene en kjøpsprovisjon på 3 %. Av disse 10 fondene gir Carnegie Aksje Europa, Avanse EuroAksje, DnB NOR European SmallCap, Nordea Europa, Odin Europa og Odin Europa SMB rabatt på

tegningsprovisjonen for høyere tegninger. Disse fondene har også relativt like rabatter for de samme tegningsbeløpene. Handelsbanken Euro-Active, Handelsbanken Europa, Handelsbanken Europa Selektiv og Storebrand Europa har alle et fast tegningshonorar på 3 %. Handelsbanken Europa Agressiv og Delphi Europa har også faste tegningsprovisjon, men disse er lavere. Handelsbanken Europa Agressiv er det billigste fondet å kjøpe i underkategorien, med et tegningshonorar på 1 %. Delphi Europa belaster fast 2 % for tegninger.

Innløsningshonorarene varierer fra 0,2 % til 1,5 %. De to fondene som hadde billigst tegningshonorar er de to samme fondene sammen med Carnegie Aksje Europa som har det dyreste salgshonoraret. Handelsbanken Europa Agressiv og Carnegie har innløsningsprovisjoner på 1 %, mens Delphi Europa belaster 1,5 %. De andre fondene har innløsningshonorarer som varierer fra 0,2 % til 0,5 %. Samlede transaksjonsgebyrer vil være relativt like for alle fondene i underkategorien, med unntak av Carnegie Aksje Europa som har både høye tegnings- og innløsningsprovisjoner.

Forvaltningshonorarene ligger alle på noenlunde samme nivå, med 1,5 % som det billigste og 2 % som det dyreste. Det ser ikke ut til at det er noen sammenheng mellom nivået på transaksjonsgebyrene og forvaltningshonoraret. Odin Forvaltning, DnB NOR Kapitalforvaltning (1 Avanse fond og 1 DnB NOR Kapitalforvaltning fond) og Handelsbanken Fondsforvaltning tilbyr alle 2 eller flere fond. Det er bare Odin Forvaltning som har en lik prisstruktur på fondene sine. Både Handelsbanken Fondsforvaltning og DnB NOR Kapitalforvaltning har forskjellige priser på sine honorarer. DnB NOR Kapitalforvaltning sine fond er forskjellige på forvaltningshonoraret, mens Handelsbanken Fondsforvaltning sine fond er forskjellige på alle kostnader.

I denne underkategorien er det Odin Forvaltning sine fond som har klart å tiltrekke seg den høyeste forvaltningskapitalen og flest kunder. Disse 2 fondene har markert flere kunder og mye høyere forvaltningskapital. Begge fondene har den samme prisstrukturen, men denne strukturen er absolutt blant de dyreste strukturene i underkategorien. Odin Forvaltning fondene har for eksempel et forvaltningshonorar på 2 % som er det høyeste blant disse 12 fondene.

Minsteinnskudd 10 001 – 100 000 kr

2 fond, DnB NOR Europa (II) og Pluss EMU Aksje er aktive fond og har minsteinnskudd fra 50 000 kr til 100 000 kr. DnB NOR Europa (II) har et minsteinnskudd på 100 000 kr, differensiert tegningsprovisjon, et innløsningshonorar på 0,2 % og et forvaltningshonorar på 1,5 %. Pluss EMU Aksje har faste tegnings- og innløsningshonorar på 1 % og et forvaltningshonorar på 1,2 %. Selv om DnB NOR Europa (II) har et høyere minsteinnskudd enn PLUSS EMU Aksje, er dette fondet mye dyrere. Ser man på prisstrukturen hvis en kunde investerer 100 000 kr i fondet, så må investoren betale 3 % tegningsprovisjon sammenlignet med 1 % for Pluss EMU Aksje. DnB NOR Europa (II) har et mye lavere innløsningshonorar enn Pluss EMU Aksje, men et markant høyere forvaltningshonorar. Pluss EMU Aksje har en lavere prisstruktur enn fond med lavere minsteinnskudd, noe som er å forvente. DnB NOR Europa (II) derimot har en prisstruktur som ligner veldig på de med lavere minsteinnskudd. Kjøpshonorarene ligger blant de høyeste også for de med lavere inngang, mens innløsnings- og forvaltningshonoraret ligger på nivå med de lavere prisete fondene. Det er ingen rabatt for en høyere minstetegning. Allikevel er forvaltningskapitalen høyere i DnB NOR Europa (II) enn i Pluss EMU Aksje og flere kundeforhold.

Minsteinnskudd 100 001 kr -

To fond har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr, begge disse er aktive. Odin Europa II har ingen transaksjonsgebyrer og 0,9 % i forvaltningshonorar. Storebrand Europa I belaster 0,2 % i tegnings-, innløsnings- og forvaltningshonorar. Det er interessant å se at disse to forvalterne har valgt to slikt forskjellige prisstrukturer. Totalkostnaden på en investering av minsteinnskuddet er også relativt sett ganske mye lavere i Storebrand Europa I sammenlignet med Odin Europa II. Disse to fondene gir, som forventet, kraftig rabatt på provisjonene i forhold til fond med lavere minsteinnskudd. Storebrand Europa I er det billigste fondet av disse to og har også en mye høyere forvaltningskapital sammenlignet med Odin Forvaltning sitt fond. Men Odin Europa II har klart å tiltrekke flere kunder til sitt fond.

Passive:

KLP Kapitalforvaltning er eneste tilbyder av passive fond med europeisk eksponering og de tilbyr to fond. Begge fondene har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr, og lik provisjonsstruktur. Fondene belaster 0,25 % i tegnings- og innløsningshonorar og 0,13 % i forvaltningshonorar. Det er tydelig at KLP Kapitalforvaltning tilbyr en rabatt på

prisstrukturen i forhold til mer aktive fond. Dette er også å forvente når man tenker på ressursene bak forvaltningen av et indeksfond kontra et aktivt fond.

8.5.6 Østeuropeiske fond

4 forvalterhus tilbyr østeuropeiske aksjefond og alle har 1 hver og alle er aktive. Carnegie Østeuropa, DnB NOR Øst-Europa, Handelsbanken Øst-Europa og Nordea Øst-Europa er alle aktive fond, men har alle ulik prisstruktur. Minsteinnskuddet for alle fondene er relativt like og varierer fra 300 kr (DnB NOR Øst-Europa) til 10 000 kr (Handelsbanken Øst-Europa og Nordea Øst-Europa). Carnegie Østeuropa, DnB NOR Øst-Europa og Nordea Øst-Europa opererer med differensierte tegningsprovisjoner, større tegninger får billigere tegningsprovisjoner. Ser man på trinnene i tegningsprovisjonene for disse tre fondene, så ser man at størrelsen på provisjonen ligger veldig likt for alle tre. Provisjonen for minsteinnskuddet er enten 2,9 % eller 3 % for alle fondene. Derfor er det veldig interessant at Handelsbanken Øst-Europa ikke belaster tegningsprovisjon i det hele tatt. Mens DnB NOR Kapitalforvaltning, Carnegie Kapitalforvaltning og Nordea Fondene mener at man skal betale opp til 3 % for tegninger i fondet, mener Handelsbanken Kapitalforvaltning at dette ikke er nødvendig.

Innløsningsprovisjonene varierer også veldig, fra 0,2 % til 1 %. Carnegie Østeuropa og Handelsbanken Øst-Europa belaster begge 1 % for salg, mens DnB NOR Øst-Europa og Nordea Øst-Europa belaster kun 0,2 %. Carnegie Østeuropa belaster altså de høyeste transaksjonskostnadene for både kjøp og salg.

Forvaltningshonorarene varierer også. DnB NOR Øst-Europa har 2 %, Carnegie Østeuropa 1,5 %, mens både Handelsbanken Øst-Europa og Nordea Øst-Europa belaster 1,6 %. Ingen av fondene opererer med andre kostnader i fondet. Fondene varierer med andre ord veldig i måten de belaster sine kostnader. Carnegie Østeuropa har de høyeste transaksjonsgebyrene, men det laveste forvaltningsgebyret. DnB NOR Øst Europa har høye tegningsgebyrer, lave innløsningsprovisjoner, men det høyeste forvaltningshonoraret. Men igjen kan vi se at DnB NOR Kapitalforvaltning har lagt seg på lik provisjonsstruktur på DnB NOR Øst-Europa som for andre regionale aktive aksjefond de tilbyr. Nordea Øst-Europa ligger midt mellom Carnegie Østeuropa og DnB NOR Øst-Europa sin prisstruktur. Tegningsprovisjonen er på linje med disse to, innløsningsprovisjonen er på laveste nivå og forvaltningshonoraret ligger i mellom. Handelsbanken Fondsforvaltning diversifiserer seg fra de andre fondene med at de

ikke belaster tegningsprovisjon. De har derimot det høyeste innløsningshonoraret sammen med Carnegie Østeuropa og ett forvaltningshonorar som ligger mellom ytterpunktene.

Prisstrukturen varierer veldig for disse fondene, de varierer primært i hvor de belaster honorarene. Mens Carnegie Østeuropa mener at transaksjonene i disse fondene burde være dyre, så er Handelsbanken Fondsforvaltning uenig. DnB NOR Kapitalforvaltning mener derimot at forvaltningen av regionale fond er vanskelig og dyrt og at forvaltningshonoraret burde være høyt. Igjen ser vi at det er andre parametere en kostnader kunder ser etter når de velger Øst-Europa fond. Dette vises i at DnB NOR Øst-Europa har flest kunder og høyest forvaltningskapital sammenlignet med billigere fond med samme mandat.

8.5.7 Norsk/Internasjonalt

Det tilbys 6 fond som tilbyr en kombinasjon av norsk og internasjonal eksponering i aksjemarkedet. DnB NOR Kapitalforvaltning og Skagen Fondene tilbyr 1 fond hver, mens Storebrand Fondene og Terra Fondsforvaltning tilbyr 2 hver. Alle 6 fondene har en aktiv tilnærming i forvaltningen og alle fondene har et nokså likt minsteinnskudd. Tross lik tilnærming og kompatible minsteinnskudd, så varierer prisstrukturen mye. DnB NOR Barnefond og Skagen Vekst operer med differensiert tegningshonorar, men med ulike satser. Bruker man minsteinnskuddet som et eksempel, så belaster Skagen Vekst 0,7 %, mens DnB NOR Barnefond belaster 3 % i tegningsprovisjon. Storebrand Pensjonspar og Terra Vekst belaster også 3 %, men dette er fast. Storebrand Barnespar og Terra Spar skiller seg ut ved å ikke belaste noe i tegningsprovisjon.

Innløsningsprovisjonene varierer også mye, fra 0 % til 3 %. Terra Spar belaster 3 %, mens Skagen Vekst opererer med 0 %. Storebrand Fondene sine fond sammen med Terra Vekst belaster 0,5 % og DnB NOR Barnefond belaster 0,2 %. Terra Spar belaster som sagt ikke tegningsprovisjon, men har det klart høyeste innløsningshonoraret, som er på 3 %.

Forvaltningshonorarene varierer også, fra 1 % til 2 %. Skagen Vekst er det eneste fondet som har 1 % i forvaltningshonorar, men er også det eneste fondet som opererer med suksesshonorar. Skagen Vekst belaster 10 % av all avkastning over 6 %. De andre fondene i undergruppen varierer fra 1,5 % til 2 % forvaltningshonorar.

Det er ingen sammenheng mellom for eksempel høye transaksjonskostnader og dermed lave forvaltningshonorarer eller omvendt. At fond med et likt mandat både geografisk og i aktivitetsnivå kan variere så mye er overraskende. Analysen viser at det ikke kan være kostnader som legges til grunn for prissetting innenfor kategorien, heller ikke stordriftsfordeler fra store forvaltningsselskaper ser ut til å ha en innvirkning. Forskjellen i prissettingen kan skyldes det er ulike typer underliggende aksjer fondene opererer i. Både i antall kundeforhold og forvaltningskapital er det et fond som skiller seg ut, Skagen Vekst. Dette fondet har også en annen prisstruktur en flere av de andre fondene. Skagen Vekst har lave transaksjonsgebyrer, et lavt fast forvaltningshonorar og suksesshonorar. De andre fondene er jevnt fordelt på antall kunder og forvaltningskapital, noe som indikerer at prisstrukturen ikke påvirker fondsvalget i særlig grad.

8.5.8 Livssyklusfond

Storebrand Fondene har fire slike livssyklusfond og er den eneste forvalteren som tilbyr slike fond. Tre av fondene (Storebrand 2020, Storebrand 2030 og Storebrand 2040) har lik provisjonsstruktur. De tar 2 % i tegning uavhengig av beløp, 0,5 % i innløsning og 1,50 % i forvaltningshonorar. Det som er litt spesielt er at ett av fondene (Storebrand Spar 2010) har 1,20 % i forvaltningshonorar, mens de andre fondene altså har et forvaltningshonorar på 1,50 %. Minsteinskudd er likt for alle fondene.

Fondene er relativt like på antall kunder og forvaltningskapital, men det er interessant at det ”billigste” fondet, Storebrand Spar 2010, ikke er det største fondet. Igjen tyder dette på at prisstrukturen ikke er eneste faktor som bestemmer fondsvalg.

8.5.9 Bransjefond

DnB NOR Kapitalforvaltning, Carnegie Kapitalforvaltning, Storebrand Fondene, Odin Forvaltning, Terra Fondsforvaltning, Holberg Fondsforvaltning AS og WarrenWicklund Fondsforvaltning tilbyr bransjefond. Alle fondene i denne kategorien har en aktiv investeringsstrategi, derfor gir minsteinskudd den viktigste indikatoren på forskjell i prissetting.

På bakgrunn av minstetegning kan man skille igjen i tre undergrupper.

- Minsteinskudd 0 – 10 000 kr

- Minsteinskudd 10 001 -25 000 kr
- Minsteinskudd 100 000 kr -

Minsteinskudd 0 – 10 000 kr

Skjemaet viser at det finnes 3 prisstrukturer for gruppen med lave minsteinskudd.

Postbanken Helse og Postbanken Teknologi har lave kjøps- og salgsgebyrer, men ett høyt forvaltningshonorar. Carnegie Medical, Terra Utbytte, DnB NOR Miljøinvest, Odin Maritime, Odin Offshore og Storebrand Teknologi har derimot høye transaksjonskostnader og høye forvaltningshonorar. WarrenWicklund Teknologi og Holberg@ har langt lavere forvaltningshonorar sammenlignet med de andre fondene. Det er med andre ord store differanser i prisstrukturen. Det er for eksempel spennende å se at Postbanken Teknologi, WarrenWicklund Teknologi og Storebrand Teknologi, med samme investeringsmandat/strategi har så forskjellig prisstruktur.

Minsteinskudd 10 001 – 25 000 kr

For de tre fondene med minsteinskudd på 25 000 kr er DnB NOR Kapitalforvaltning eneste tilbyder, så alle fondene har lik prisstruktur. Et interessant faktum er at prisstrukturen for disse er ikke ulik for fond med lavere minsteinskudd, men preges av spesielt høye kjøpshonorarer.

Minsteinskudd 100 000 kr -

DnB NOR Finans, DnB NOR Navigator og Odin Eiendom har alle et minsteinskudd på 100 000 kr eller mer. Prisstrukturen består også her av kjøps- og salgshonorarer på linje med andre bransjefond, men et lavere forvaltningshonorar sammenlignet med de andre fondene. DnB NOR Navigator har et minsteinskudd på 500 000 kr og Odin Eiendom har et minsteinskudd på 1 000 000 kr, men har likevel de samme transaksjonskostnadene som andre fond.

Kundene har hovedsakelig valgt å benytte seg av Odin Forvaltning og DnB NOR Kapitalforvaltning sine bransjefond. Kunder har plassert 5 667 729 000 kr i Odin Forvaltning sine bransjefond og 1 499 299 000 kr i DnB NOR Kapitalforvaltning. De andre tilbyderne har betydelig mindre forvaltningskapital. Odin Offshore har den desidert største forvaltningskapitalen (4 551 924 000 kr). Basert på forvaltningskapital kan vi se at investorene ikke velger hvilket fond de skal investere i ut fra provisjoner i fondene. Odin

Forvaltning er en av tilbyderne med den høyeste provisjonsstrukturen, men er likevel den største forvalteren innen bransjefond.

Fondene varierer ikke mye med tanke på innløsning, provisjonen varierer fra 0,2 % til 1 %, men ett interessant poeng er at de store forvalterne har lavest innløsningsgebyr, noe som kan indikere stordriftsfordeler. Forvaltningshonoraret gir ikke de store utslagene og varierer kun fra 1,50 % til 2 %. Ett poeng derimot er at DnB NOR Kapitalforvaltning, Carnegie Kapitalforvaltning og Storebrand Fondene har forskjellige forvaltningshonorarer for sine fond, mens Odin Forvaltning og Nordea Fondene er konsekvente ovenfor egne fond og har faste forvaltningsgebyrer på disse. Fondene forvaltes av DnB NOR Kapitalforvaltning, men DnB NOR Kapitalforvaltning sine egne fond er mye dyrere enn Postbanken fondene.

Vi ser ellers at disse fondene er i tråd med vanlig praksis. Fond med ett høyt minsteinskudd får noe "rabatt" på de øvrige provisjonene. Samtidig viser det seg at ikke alle de store forvalterne ikke har benyttet seg av de stordriftsfordelene som en større organisasjon kan innebære.

8.5.10 Svenske Fond

Det er 3 aktive fond som tilbyr svenske aksjer, fra henholdsvis 2 forvaltere: Handelsbanken Kapitalforvaltning og Odin Forvaltning. Handelsbanken Sweden Shares har et minsteinskudd på 10 000 kr, tegningsprovisjon på 3 %, innløsningsprovisjon på 0,5 % og et forvaltningshonorar på 1,5 %. Odin Sverige har et minsteinskudd på 3 000 kr, differensiert tegningsprovisjon (for minsteinskuddet blir tegningsprovisjonen 3 %), innløsningsprovisjon på 0,5 % og et forvaltningshonorar på 2 %. Odin Sverige II har et minsteinskudd på 10 000 000 kr, 0 % i tegnings- og innløsningshonorar og et forvaltningshonorar på 0,90 %. Sammenligner man Handelsbanken Sweden Shares og Odin Sverige, så er transaksjonshonorarene like, mens forvaltningshonoraret varierer kraftig. Igjen er det tydelig at kundene ikke først benytter pris som kriterium for hvilket fond man skal velge. Odin Sverige har markant flere kunder og markant mye høyere forvaltningskapital, men er som vist et dyrere fond innen samme mandat.

Odin Sverige II retter seg tydeligvis mot store institusjonelle kunder og gir kraftig rabatt for større innskudd. Mest tydelig er dette i form av at kundene slipper å betale provisjoner ved transaksjoner inn og ut av fondet, sammen med en betydelig rabatt på forvaltningshonoraret

8.5.11 Japanske Fond

Det finnes 2 norske aksjefond som aktivt investerer i japanske aksjer: DnB NOR Japan og Storebrand Japan. Disse 2 fondene har også ganske like prisstrukturer. DnB NOR Japan har et minsteinskudd på 1 000 kr, differensiert kjøpsgebyr (3 % gitt minsteinskudd), 0,2 % innløsningshonorar og et forvaltningshonorar på 1,8 %. Storebrand Japan på sin side har et minsteinskudd på 100 kr, fast tegningsprovisjon er 3 %, innløsningshonoraret er 0,5 % og forvaltningshonoraret er 1,75 %. Ingen av fondene opererer med suksesshonorarer. Det finnes en forskjell i tegningsprovisjonene. DnB NOR Kapitalforvaltning gir rabatt på dette honoraret hvis man tegner seg for større beløp. Legger man minsteinskuddet til grunn, har begge fondene et tegningshonorar på 3 %. Fondene varierer også litt i innløsningshonorar, mens forvaltningshonoraret ligger på et tilnærmet likt nivå. Det er vanskelig å trekke konklusjoner ut i fra kun to fond, men både DnB NOR Kapitalforvaltning og Storebrand Fondene legger tydeligvis de samme faktorene/kostnadene til grunn når de har bestemt seg for prisstruktur.

Storebrand Japan har dobbelt så stor forvaltningskapital sammenlignet med DnB NOR Japan, mens DnB NOR Japan har klart flest kundeforhold.

8.5.12 Asiatiske fond eks. Japan.

Det er de samme tilbyderne som tilbyr Asia eks. Japan fond som tilbyr Japan fond, DnB NOR Kapitalforvaltning og Storebrand Fondene. Det finnes 4 aktive aksjefond innen kategorien, DnB NOR Asia, Storebrand Asia, Storebrand Asia A og Storebrand Asia B. Storebrand Asia A og Storebrand Asia B er institusjonsfond/klasser av Storebrand Asia og har høyere minsteinskudd og henholdsvis kun 1 og 2 kundeforhold. DnB NOR Asia har et minsteinskudd på 300 kr, differensiert kjøpsgebyr (3 % gitt minsteinskuddet), 0,2 % innløsningshonorar og et forvaltningshonorar på 2 %. Storebrand Asia på sin side har et minsteinskudd på 100 kr, fast tegningsprovisjon er 3 %, innløsningshonoraret er 0,5 % og forvaltningshonoraret er 1,75 %. Ingen av fondene opererer med suksesshonorarer. Det er interessant at Storebrand Fondene priser sitt Asia eks. Japan fond helt likt som Japan fondet,

mens DnB NOR Kapitalforvaltning mener at et Asia eks. Japan fond rettferdiggjør et høyere forvaltningshonorar sammenlignet med eget Japan fond.

Kundene ser ikke ut til å være særlig prissensitive og DnB NOR Kapitalforvaltning har flere kundeforhold og høyere forvaltningskapital sammenlignet med Storebrand Asia.

Storebrand Asia A og Storebrand Asia B har en annen prisstruktur sammenlignet med de andre 2 Asia eks. Japan fondene. Dette skyldes at Storebrand Fondene gir her rabatt på store minsteinnskudd. Storebrand Asia A har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr, tegningsprovisjon på 0,3 %, innløsningsprovisjon 0,2 % og et årlig forvaltningshonorar på 1 %. Storebrand Asia B har et minsteinnskudd på 1 000 000 kr, tegningsprovisjon på 1 %, innløsningsprovisjon 0,4 % og et årlig forvaltningshonorar på 1,4 %. Rabatten er med andre ord ganske liten for store institusjonelle kunder og prisstrukturene er høye gitt minsteinnskuddet.

8.5.13 Nordamerikanske Fond

Det finnes 6 aksjefond som tilbyr aksjeksponering mot Nord-Amerika. 4 Aktive fond og 2 passive. De aktive og passive fondene vil bli analysert separat.

Aktive:

Det er 3 tilbydere av fond i denne klassen, 1 DnB NOR Kapitalforvaltnings fond, 1 Handelsbanken Kapitalforvaltning fond og 2 Storebrand Fondene fond. DnB NOR USA, Handelsbanken America og Storebrand Nord Amerika har alle minsteinnskudd mellom 100 – 10 000 kr, mens Storebrand Nord Amerika I har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr. De tre fondene DnB NOR USA, Handelsbanken America og Storebrand Nord Amerika har alle en tilnærmet likt nivå på kjøps- og salgsgebyrer. De har høye tegningsprovisjoner på 3 %, mens salgsgebyret varierer fra 0,2 % til 0,5 %. DnB NOR USA gir rabatt til høyere tegninger, men med en tegning tilsvarende minsteinnskuddet, ligger det på samme nivå som de to andre fondene. Ingen av fondene opererer med suksesshonorarer, men forvaltningshonoraret varierer ganske mye. Det er spesielt at tre fond med likt investeringsmandat kan variere fra 1,5 % til 2 % forvaltningshonorar. DnB NOR USA har et forvaltningshonorar på 2 %, Handelsbanken America har 1,5 % og Storebrand Nord Amerika har 1,75 %. DnB NOR Kapitalforvaltning har tydeligvis en fast prisstruktur på alle sine regionale fond, dette

begrunnes med at DnB NOR USA har nøyaktig samme prisstruktur som DnB NOR Japan og DnB NOR Asia. Storebrand Fondene har lik prisstruktur på Storebrand Nord Amerika som på Storebrand Asia, men denne strukturen er forskjellig fra Storebrand Japan.

DnB NOR Kapitalforvaltning har den høyeste prisstrukturen, men flest kundeforhold, foran Storebrand Nord Amerika og Handelsbanken America. Men, til forskjell fra de japanske og asiatiske eks. Japan fondene, så viser det seg at det fondet med høyest prisstruktur ikke har den høyeste forvaltningskapitalen. Storebrand Nord Amerika har klart høyest forvaltningskapital, mens Handelsbanken America har det laveste forvaltningshonoraret.

Storebrand Fondene tilbyr også et institusjonsfond, Storebrand Nord Amerika I. Fondet har et minsteinnskudd på 10 000 000,-, et fast tegningsprovisjon på 0,2 %, innløsningsprovisjon på 0,2 % og et forvaltningshonorar på 0,15 %. Fra denne prisstrukturen ser vi at Storebrand Fondene tilbyr en ganske kraftig rabatt på dette fondet for store innskudd. Dette er i motsetning til rabatten de gir for store innskudd i Asia eks. Japan fondene, der rabatten er mye mindre.

Passive

KLP Fondsforvaltning tilbyr 2 passive aksjefond for nord amerika. Fondene varierer i minsteinnskudd og transaksjonskostnader, mens forvaltningshonoraret varierer lite. KLP AksjeUSA Indeks II har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr, tegnings- og innløsningsprovisjon på 0,25 % og et forvaltningshonorar på 0,13 %. KLP AksjeUSA Indeks USD har et minsteinnskudd på USD 15 000 000,- tegnings- og innløsningsprovisjon på 0,10 % og et forvaltningshonorar på 0,10 %. Det finnes ingen andre kostnader i disse to fondene. KLP indeksfondene gir en rabatt for større innskudd på kjøps- og salgsprovisjonene og noe rabatt på forvaltningshonoraret. At det finnes en variasjon i disse fondene er spesielt, da begge fondene kjøper/repliserer en indeks og det burde ikke være noen kostnadsforskjeller i dette. Man kan se at for nord amerikanske fond, så er passive fond noe billigere enn de aktive, som er å forvente på grunn av forskjeller i kostnadene ved å forvalte et aktivt kontra et passivt fond.

8.5.14 Andre Regionale Fond

VFF har klassifisert 9 fond innen gruppen andre regionale fond og disse fondene tilbys fra 6 forskjellige tilbydere. Denne gruppen fond investerer svært i ulike regioner, men jeg vil prøve

å sammenligne dem på samme grunnlag. Man kan velge om man ønsker å benytte aktive eller passive fond. Disse vi bli analysert separat.

Aktive:

Det finnes 6 aktive aksjefond som investerer i andre regioner enn de analysert tidligere. Fondene har alle et relativt lavt minsteinnskudd som varierer fra 300 kr til 10 000 kr. Av disse fondene har 5 stykker relativt like prisstrukturer, mens ett fond skiller seg ut. DnB NOR Aktiv Aksje, Handelsbanken Far East, Handelsbanken India, Landkreditt Kina og Odin Finland har alle høye tegningsprovisjoner, innløsningsprovisjoner mellom 0,2 % og 0,5 % og et forvaltningshonorar mellom 1,5 % og 2 %. Det finnes allikevel noen forskjeller som er verdt å kommentere. DnB NOR Aktiv Aksje, Landkreditt Kina og Odin Finland har alle valgt å gi billigere tegningshonorarer til større tegninger, mens Handelsbanken Fondsforvaltning sine fond belaster et fast honorar. Landkreditt Kina gir, som eneste fond, rabatt på forvaltningshonoraret for større plasseringer. Ser man på nivået rundt minsteinnskuddet, så er det allikevel på nivå med de DnB NOR Aktiv Aksje og Odin Finland. Handelsbanken Fondsforvaltning derimot har ulike forvaltningshonorarer for sine fond i denne gruppen på 5 fond. Handelsbanken Far East belaster 1,5 % i forvaltningshonorar, mens Handelsbanken India belaster 2 %.

Det er uansett et fond som skiller seg klart ut i denne gruppen. Handelsbanken Latin Amerika har ingen tegningsprovisjon, 1 % innløsningsprovisjon og et forvaltningshonorar på 1,6 %. Kjøps- og salgshonorarene her følger et helt annet oppsett enn resten av fondene i underkategorien. Kjøpshonorar finnes ikke og innløsningshonoraret er dobbelt så høyt som det nest høyeste. Forvaltningshonoraret ligger på linje med flere andre fond, men er allikevel blant de laveste, noe som gjør fondet billigere sammenlignet med de andre. Det mest interessante er allikevel at Handelsbanken Latin Amerika følger et helt annet oppsett en de to andre Handelsbanken Kapitalforvaltning fondene i gruppen.

Odin Finland står ut som det mest benyttede fondet innen gruppen. De har den klart høyeste forvaltningskapitalen og det høyeste antallet kundeforhold. Allikevel er fondet blant de dyreste, og er blant de med det høyeste forvaltningshonoraret. Det blir vanskelig å sammenligne kunders valg i denne kategorien, da kundene kan søke en eksponering mot et spesielt marked.

Passive:

Det finnes 3 passive fond i kategorien. 2 av disse, KLP AksjeAsia Indeks I og KLP AksjeAsia Indeks II er fra KLP Fondsforvaltning, mens Storebrand Fondene til byr 1 fond, Storebrand Asia Pacific Indeks I. Alle disse fondene har et minsteinnskudd på 10 000 000 kr og dette er kanskje grunnen til at de totalt sett deler 4 kunder. Allikevel er det relativt store forskjeller i prisstruktur. KLP AksjeAsia Indeks I har tegningsprovisjon på 0,5 %, innløsningshonorar på 0,25 % og et forvaltningshonorar på 0,10 %. KLP AksjeAsia Indeks II har tegningsprovisjon på 0,25 %, innløsningshonorar på 0,25 % og et forvaltningshonorar på 0,13 %. Storebrand Asia Pacific Indeks I har tegningsprovisjon på 0,2 %, innløsningshonorar på 0,22 % og et forvaltningshonorar på 0,20 %. Storebrand Asia Pacific Indeks I belaster med andro ord noe lavere transaksjonsgebyrer, men et høyere forvaltningsgebyr. KLP varierer også i prissettingen sin blant fondene. I og med at fondene har det samme minsteinnskuddet, så er det ikke rabatt for store kunder som er begrunnelsen for prissettingen.

Som forventet så ser vi at de passive fondene er billigere enn de aktive fondene. Dette er slik det skal være i forhold til kostnadsnivå knyttet til forvaltningen.

8.5.15 Nye Markeder

Det er bare to fond i denne kategorien, men de er totalt ulike i sin prisstruktur. Handelsbanken Vekstmarkeder har et minsteinnskudd på 10 000 kr, ingen tegningsprovisjon, 1 % i innløsning og ett forvaltningshonorar på 1,60 % og ikke suksesshonorar. Skagen Kon Tiki har valgt en annen tilnærming. Fondet har et minsteinnskudd på 1 000 kr, differensiert tegningsprovisjon (0,7 % gitt minsteinnskuddet), ingen innløsningsprovisjon og 2,50 % i forvaltningshonorar, samt suksesshonorar. Skagen Kon Tiki er derfor relativt sett mye ”dyrere” enn Handelsbanken Vekstmarkeder, men Skagen Kon Tiki har 283 ganger mer i forvaltningskapital. Utover at fondene bruker meget forskjellige prisstrukturer og at kunder som skal velge seg vekstmarkedsfond ikke er særlig prissensitive, så er det vanskelig å trekke noen konklusjoner på bakgrunn av to fond.

8.6 Analyse Hedgefond/Andre verdipapirfond

Det er kun 1 aktør, WarrenWicklund Fondsforvaltning, som velger å tilby egne hedgefond. Dette er interessant når vi vet at hedgefond globalt er en aktivaklasse som vokser stort. Fondene har lik struktur på transaksjonsgebyrene, men varierer på minsteinnskudd og forvaltningshonorar.

WarrenWicklund Nordic Hedge I har et minsteinnskudd på 100 000 kr, et tegningsgebyr på 5 %, innløsningshonorar på 1 % og et fast forvaltningshonorar på 2,25 %. WarrenWicklund Nordic Hedge II har et minsteinnskudd på 5 000 000 kr, et tegningsgebyr på 5 %, innløsningshonorar på 1 % og et fast forvaltningshonorar på 1,5 %. I tillegg opererer WarrenWicklund Nordic Hedge II med et suksesshonorar. I tillegg til det faste forvaltningshonoraret, så belaster fondet 20 % av meravkastningen utover ST1X. Det er vanskelig å si om forvaltningshonoraret i WarrenWicklund Nordic Hedge I er høyere sammenlignet med II'er fondet, da dette er avhengig av avkastningen i II'er fondet. WarrenWicklund Nordic Hedge I har høyere forvaltningskapital og et større antall kunder enn WarrenWicklund Nordic Hedge II.

Prisstrukturen i hedgefond/andre verdipapirfond kategorien er mye høyere enn i andre aktivaklasser. Dette kan skyldes at det er høyere kostnader for forvalter å tilby slike fond. Et hedgefond har gjerne færre begrensninger på strategien og kan bruke flere instrumenter sammenlignet med andre typer fond. Dette kan føre til at for eksempel analysekostnadene blir høyere.

8.7 Sammenheng mellom pris og kvalitet i fondsforvaltning

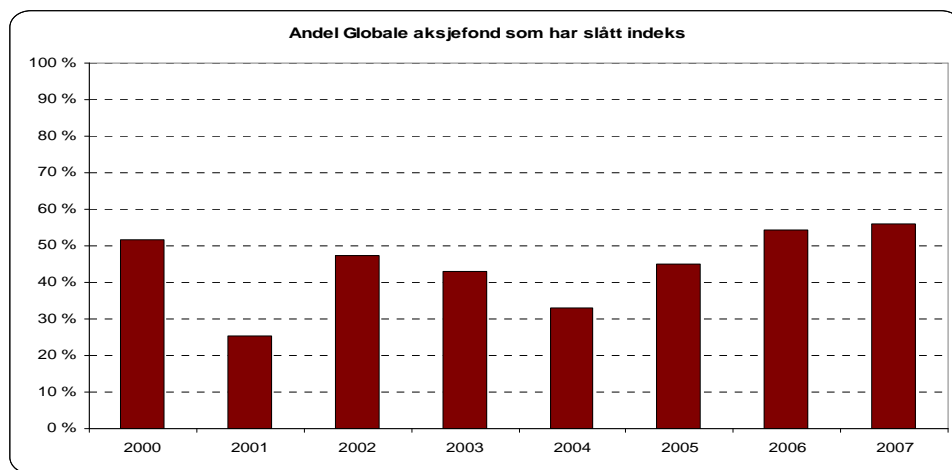
Jeg har sammen med Grieg Investor ASA sett på om det er en sammenheng mellom forvaltningshonoraret og kvalitetene på verdipapirfond. Det er ingenting som tilsier at fondsforvaltning skal være noe annerledes enn andre bransjer og at kvalitet bør koste. Analysen så også på om det var noen sammenheng mellom hvor aktive fondene er og prisstrukturen. Tallmaterialet som ble brukt i analysen er basert på månedlige avkastningstall (kilde: Morningsstars europeiske database), etter forvaltningskostnader og omregnet til norske kroner. Analysen tok for seg to problemstillinger:

- Er det en sammenheng mellom kostnad og avkastning?
- Er det en sammenheng mellom kostnad og hvor aktive forvalterne er?

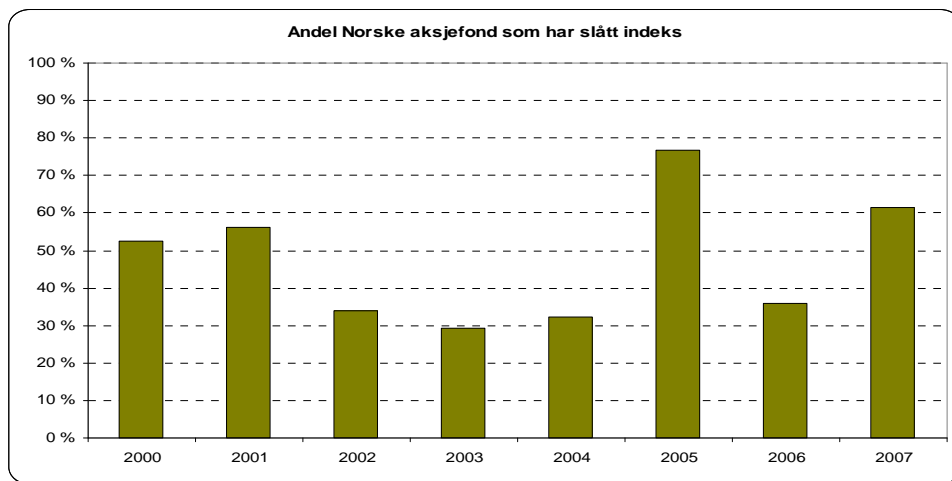
Problemstilling 1:

- Er det en sammenheng mellom kostnad og avkastning?

Det er en vanlig misoppfatning blant fondsforvalterne og i markedet generelt at samtlige, for eksempel norske aksjefond, ikke kan slå markedet, fordi ”de er markedet”. Følgelig må forvalternes resultater per definisjon i gjennomsnitt være lavere enn referanseindeksen når kostnader er trukket fra. Dette blir litt for enkelt. I august 2007 var markedsverdien på verdipapirfond som investerer i norske aksjer på 55 milliarder kr. Samtidig var markedsverdien på Oslo Børs 2000 milliarder kroner. En tolkning av dette er at man burde kunne forvente at samtlige av aksjefondene gjør det bedre enn markedet, ettersom dette er den delen av markedet som presumptivt er forvaltet av de mest profesjonelle aktørene. Analysen viste at ikke alle forvalterne klarte å slå referanseindeksen. Vi så på tall fra 2000 og frem til 2007. Under vises hvor mange av fondene som klarte å slå referanseindeksen:



Figur 28: Andel globale aksjefond som har slått indeks



Figur 30: Andel norske aksjefond som har slått indeks

Videre sammenlignet vi forvaltningshonoraret mot differanseavkastningen til fondsgruppen. Vi delte inn forvaltningshonoraret i grupper og målte differanseavkastningen til denne. Denne analysen gjorde vi for:

- Globale aksjefond på 3 og 5 års historikk (tabell med 3 års historikk i vedlegget)
- Norske aksjefond på 3 og 5 års historikk (tabell med 3 års historikk i vedlegget)
- Norske obligasjonsfond på 3 og 5 års historikk (tabell med 3 års historikk i vedlegget)
- Norske pengemarkedsfond på 3 og 5 års historikk (tabell med 3 års historikk i vedlegget)

Globale aksjefond med 5 års historikk

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.5	1.17 %	5.8 %
0.5 - 1	0.70 %	17.9 %
1 - 1.5	0.38 %	46.9 %
1.5 - 2	-0.48 %	22.1 %
2 - 2.5	-0.64 %	6.0 %
> 2.5	-1.25 %	1.3 %
Alle Fond	0.21 %	100 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 1.372 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Tabell 5: Differanseavkastning: globale aksjefond

Ser man på denne tabellen (tabellen med 3 års historikk viser identisk bilde), så ser man at økte kostnader gir en lavere differanseavkastning. Med andre ord, det å betale dyrt for

forvaltningen, spiser direkte av meravkastningen til investoren. Tabellen viser også at jo høyere forvaltningshonorar, jo mer spiser dette av meravkastningen.

Norske aksjefond med 5 års historikk

Tabellen for norske aksjefond med 5 års historikk viser det samme resultatet som over, men enda tydeligere. Høyere kostnad innebærer lavere differanseavkastning. Dette viser seg både med 3 og 5 års historikk. Tabellen for 5 års historikk:

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.5	3.43 %	3.5 %
0.5 - 1	1.14 %	28.1 %
1 - 1.5	-0.39 %	24.6 %
1.5 - 2	-0.71 %	43.9 %
Alle Fond	0.03 %	100 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 58 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Tabell 6: Differanseavkastning: norske aksjefond

Norske obligasjonsfond med 5 års historikk

Analysen viste seg at for aksjefond, så er det ingen sammenheng mellom høye kostnader og evnen til å skape meravkastning. Dette bildet vises igjen for norske obligasjonsfond, basert på 5 års historikk:

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.20	-0.21 %	30.0 %
0.20 - 0.35	-0.47 %	13.3 %
0.35 - 0.50	-0.50 %	40.0 %
> 0.50	-0.52 %	16.7 %
Alle Fond	-0.41 %	100 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 30 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Tabell 7: Differanseavkastning: norske obligasjonsfond

Som tabellen viser, så var det i snitt mindreavkastning for norske obligasjonsfond. De fondene med lavere forvaltningshonorar er de som har hatt den laveste mindreavkastning. Dette viser at det ikke er noe å tjene på å velge dyr forvaltning for norske obligasjonsfond.

Norske pengemarkedsfond med 5 års historikk

Også for norske pengemarkedsfond, så er det ingen sammenheng mellom forvaltningshonoraret og kvaliteten på forvaltningen. Igjen ser vi at det er de ”billigste” forvalterne som har generert den høyeste meravkastningen.

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.15	0.07 %	28.6 %
0.15 - 0.3	-0.02 %	31.4 %
0.3 - 0.45	-0.19 %	20.0 %
> 0.45	-0.36 %	20.0 %
Alle Fond	-0.10 %	100 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 35 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Tabell 8: Differanseavkastning: norske pengemarkedsfond

Disse tabellene viser at det er en sterk negativ samvariasjon mellom avkastning og kostnader. Jo høyere kostnader, jo lavere forventet avkastning. Vi testet aksjefondene for statistisk signifikans, basert på 5 års historikk. For de globale aksjefondene fant vi at det var svært signifikant, men for de norske aksjefondene var det en sterk sammenheng, men den var ikke statistisk signifikant (T verdi = 1,7). Dette innebærer at dersom en investor ikke har annen informasjon om fondet enn dets kostnader, så vil forventet avkastning være høyest for de billigste fondene.

Det er viktig å påpeke at dette er gjennomsnittsbetraktninger. Det finnes viktige innbyrdes blant fondene og noen er flinkere til å generere meravkastning enn andre. Kostnader er kun en av flere forklaringsvariabler i forhold til forventet avkastning.

Problemstilling 2:

- Er det en sammenheng mellom kostnad og hvor aktive forvalterne er?

I denne analysen har jeg delt inn fondene i 4 kvartiler etter tracking erroren de har. Disse kvartilene blir videre sammenlignet mot snittet av forvaltningshonoraret i samme kvartil. Tabellene viser det kvartilet med lavest tracking error øverst og det med det høyeste tracking erroren nederst. Tracking error er et mål på hvor aktive fondene er. Tracking error er et mål på hvor nært et verdipapirfond følger referanseindeksen. Jo høyere indeksavviket er, desto større er sannsynligheten for at fondets avkastning vil avvike fra referanseindeks. På bakgrunn av tidligere diskusjoner er det naturlig å tro at de fondene som er veldig aktive har en høyere prisstruktur. Dette er fordi det påløper flere kostnader ved å forvalte et aktivt fond sammenlignet med mer passive fond.

Globale aksjefond med 5 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	1.46 %	25 %
2	1.41 %	25 %
3	1.36 %	25 %
4 H	1.44 %	25 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 1.372 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Snitt Tracking Error Alle Fond: 5.2%

Tabell 9: Tracking error: globale aksjefond

De fondene som er mest aktive har ikke et forvaltningshonorar som i snitt er høyere enn de fondene som er mer passive. Denne tabellen viser at tracking erroren er uavhengig av prisen. Med andre ord, hvor aktive fondene virker ikke å ha noen innvirkning på forvaltningshonoraret.

Norske aksjefond med 5 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	1.20 %	25 %
2	1.31 %	25 %
3	1.71 %	25 %
4 H	1.61 %	25 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 58 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Snitt Tracking Error Alle Fond: 4.8

Tabell 10: Tracking error: norske aksjefond

For de norske fondene så er snittet av forvaltningshonoraret noe høyere for de mest aktive fondene. Men, det høyeste snittet finner vi i 3 kvartil og ikke 4 kvartil der de mest aktive fondene ligger.

Norske obligasjonsfond med 5 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	0.41 %	25 %
2	0.33 %	25 %
3	0.50 %	25 %
4 H	0.39 %	25 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 30 (inkl. flere andelsklasser for enkelte

Snitt Tracking Error Alle Fond: 0.65%

Tabell 11: Tracking error: norske obligasjonsfond

Også for norske obligasjonsfond så er kostnadene uavhengig av tracking erroren, Tabellen at dette ikke er noe forhold mellom de forskjellige kvartilene og snittet på kostnadene.

Norske pengemarkedsfond med 5 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	0.25 %	25 %
2	0.26 %	25 %
3	0.44 %	25 %
4 H	0.36 %	25 %

Basert på 5 års historisk data

Antall fond: 35 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Snitt Tracking Error Alle Fond: 0.22%

Tabell 12: Tracking error: norske pengemarkedsfond

Det samme bildet viser seg for norske pengemarkedsfond. Igjen ser vi at det ikke er noen sammenheng mellom kostnadsnivå og hvor aktive fondene er.

At denne analysen ikke viser noen prisforskjeller på fond med så store forskjeller på hvor aktive eller passive de er, er overraskende. Det er billigere å forvalte indekxnære produkter, da disse ikke krever de samme ressursene som aktive fond.

Igjen er det viktig å presisere at det er individuelle forskjeller blant fondene og at denne analysen derfor blir på generelt grunnlag. Å analysere på bakgrunn av snittall, innebærer at mange av de individuelle forskjellene gjemmer seg.

9.0 Hovedfunn

Denne oppgaven starter med å se på teori knyttet til forvaltningen av verdipapirfond. Den definerer hva en investeringsstrategi innebærer og hvordan denne påvirker forvaltningen. Verdipapirfondets investeringsstrategi skal påvirke prisstrukturen på fondet. Teori og empiri tilsier at egenskapene fondene besitter i form av aktivaallokering, hvor aktive/passive de er, om de investerer internasjonalt eller lokalt og om de har brede eller smale mandat skal påvirke prisstrukturen.

Kapittel 4 tar for seg markedsaktører. I de seneste årene har det blitt mer vanlig for store investorer i markedet å benytte seg av uavhengige mellommenn. Disse mellommennene presser forvalterne på pris og tar en del av kaken som ellers hadde tilfalt forvalterne. Kapittelet ser også hvilke lover og tilsyn verdipapirfond reguleres av.

Oppgaven ser videre på trender i markedet for verdipapirfondet. Bruken av verdipapirfond har økt dramatisk siden 2002. Forvaltningskapitalen i norske verdipapirfondet har steget 133 % fra utgangen av 2002. Mye av denne veksten skyldes gode markeder i perioden, men det har allikevel vært en stor tilførsel til norske verdipapirer. For rentepapirer har det vært en høy tilførsel til verdipapirfond som investerer i norske papirer, mens for aksjefond har det vært en økt allokering til internasjonale aksjefond. Også for kombinasjonsfondene har det vært tilført mer midler til internasjonale kombinasjonsfond. Forvaltningskapitalen i hedgefond/andre verdipapirfond har kommet sterkt de siste årene, men utgjør fortsatt en veldig liten del av den totale forvaltningskapitalen i verdipapirfond.

Kostnadsforhold knyttet til verdipapirfond blir diskutert i kapittel 6. Empiri viser at økt forvaltningskapital i et verdipapirfond fører til marginalt lavere kostnader på grunn av stordriftsfordeler. Dette burde innebære at store verdipapirfond eller store forvaltere med høy forvaltningskapital skal kunne ha en lavere prisstruktur sammenlignet med verdipapirfond eller forvaltere med lav forvaltningskapital. Samtidig hevder empiri at det ikke nødvendigvis er en sammenheng mellom størrelsen på størrelsen på fondsselskapet og forventet avkastning. Teori hevder også at aktive fond krever mer ressurser i forvaltningen og at prisstrukturen for disse burde være høyere sammenlignet med passive fond.

9.1 Hovedfunn Pengemarkedsfond

Forvaltningen av pengemarkedsfond er klart dominert av DnB NOR Kapitalforvaltning, men også Nordea Fondene er en stor aktør. DnB NOR Kapitalforvaltning er også største aktør innen forvaltningen innen obligasjonsfond. Også Nordea Fondene er en stor aktør innen obligasjonsfond og dette burde innebære stordriftsfordeler.

Prisstrukturen på pengemarkedsfond er relativt likt bygget opp. Det er liten bruk av transaksjonsgebyrer for alle typer pengemarkedsfond. Kun Danske Capital Norge benytter transaksjonsgebyrer på sine fond. Alle fondene benytter faste forvaltningshonorarer og ingen benytter sukseshonorarer. Denne oppbyggingen av prisstrukturen er gjeldende for alle 4 typer pengemarkedsfond.

Det er generelt en sammenheng mellom størrelsen på minsteinnskuddet i pengemarkedsfondene og størrelsen på forvaltningshonoraret. Da gebyrene er prosentsatser av beløpene, så burde det også være en sammenheng. Det som er spesielt er at det er noen unntak. For korte pengemarkedsfond med lav kredittrisiko så stopper denne sammenheng med fond med minsteinnskudd over 5 000 000 kr. Fond som har høyere minsteinnskudd enn dette gir ikke videre rabatter på forvaltningshonoraret. Sammenhengen mellom minsteinnskudd og forvaltningshonorar er heller ikke gjeldende for kategorien øvrige lange pengemarkedsfond.

De store renteforvalterne slik som DnB NOR Kapitalforvaltning, Nordea Fondene og Storebrand Kapitalforvaltning er de forvalterne som har det største potensialet for stordriftsfordeler. Verken DnB NOR Kapitalforvaltning eller Nordea Fondene sin prisstruktur bærer preg av stordriftsfordeler. Sammenligner man disse forvalternes prisstruktur mot andre fond i samme kategori og med tilsvarende minsteinnskudd, så er disse ikke billigere. Storebrand Kapitalforvaltning sine fond derimot er tydelig at de tilbyr lavere forvaltningshonorar på sine fond med høye minsteinnskudd.

Prisstrukturen på internasjonale pengemarkedsfond varierer også. Nordea Fondene mener at forvaltning av internasjonale papirer er ikke dyrere enn forvaltningen av pengemarkedsfond som investerer i Norge. Handelsbanken Kapitalforvaltning derimot, har en høyere prisstruktur på sine internasjonale pengemarkedsfond.

Investorene i pengemarkedsfond er ikke veldig prissensitive. De velger ikke å plassere pengene sine i de fondene med lavest prisstruktur. Dette gjelder også når man skiller fondene inn i ulike minsteinskudd. Den eneste kategorien der investorene kan virke noe prissensitive er for korte pengemarkedsfond med lav kredittrisiko.

9.2 Hovedfunn Obligasjonsfond

Forvaltningen av obligasjonsfond er dominert av noen forvaltere. Hele 16 forvaltere tilbyr obligasjonsfond, men 7 av disse har 94,7 % av den totale forvaltningskapitalen. DnB NOR Kapitalforvaltning, Storebrand Fondene og Nordea Fondene er blant de største. Dette er de samme forvalterne som er størst på forvaltningen av pengemarkedsfond. Dette kan tilsi at disse bruker mye ressurser på renteforvaltningen og burde potensielt kunne utnytte stordriftsfordeler.

Prisstrukturen i obligasjonsfond kjennetegnes av faste honorarer. De fondene som belaster transaksjonsgebyrer belaster faste honorarer og også alle forvaltningshonorarene er faste. 1 obligasjonsfond belaster suksesshonorarer. Pareto Kreditt er det eneste rentefondet med suksesshonorar.

Det er mye bruk av transaksjonsgebyrer i obligasjonsfond, men dette varierer fondene i mellom. Noen fond velger å ikke belaste transaksjonsgebyrer. Nivået på transaksjonsgebyrene er betydelige, spesielt når noen fond ikke belaster slike gebyrer. Det er vanligere å belaste transaksjonsgebyrer for fond med lavt minsteinskudd. Allikevel er det noen obligasjonsfond med lavt minsteinskudd som altså ikke belaster transaksjonsgebyrer. For fond med høyere minsteinskudd er det mindre vanlig å belaste transaksjonsgebyrer og prosentsatsen for disse blir lavere med høyere minsteinskudd. For kategorien obligasjonsfond 0-2 er det ingen sammenheng mellom transaksjonsgebyrene og forvaltningshonoraret. De fondene som opererer med transaksjonsgebyrer har ikke lavere forvaltningshonorar sammenlignet med fond uten transaksjonsgebyrer. For kategorien internasjonale obligasjonsfond er det en sammenheng. De internasjonale obligasjonsfondene som har transaksjonsgebyrer har gjerne noe lavere forvaltningshonorar, men forskjellen i forvaltningshonoraret er for liten til at prisen på forvaltningen blir lik.

Jeg klarer ikke å finne 1 faktor som kan forklare prisstrukturen i fondene. Størrelsen på minsteinnskuddet ser allikevel ut til å være den største påvirkningskraften for prisstrukturen. Som avsnittet over beskrev er det liten bruk av transaksjonsgebyrer for fond med høyt minsteinnskudd, selv om det forekommer. Men det finnes unntak, det tilbys fond med betydelige transaksjonsgebyrer og som har høyere forvaltningshonorar sammenlignet med andre obligasjonsfond med lavere minsteinnskudd. Det er en sammenheng mellom størrelsen på minsteinnskuddet og størrelsen på forvaltningshonoraret. Satsen for forvaltningshonoraret faller når minsteinnskuddet blir høyere. Sammenligner man fond med tilnærmet like minsteinnskudd, ser man at de interne sprikene på forvaltningshonoraret blir mindre for fond med høyere minsteinnskudd. Men, det finnes igjen obligasjonsfond der sammenhengen mellom minsteinnskuddet og forvaltningshonoraret ikke gjelder.

Prisstrukturen i obligasjonsfond varierer mye og den varierer fra forvalter til forvalter. Dette skyldes primært at noen obligasjonsfond belaster transaksjonsgebyrer, mens andre fond ikke belaster disse. Men også forvaltningshonorarene varierer. Disse variasjonene er gjeldende for alle kategorier obligasjonsfond og også innenfor kategoriene. Store forvaltere er ikke billigere sammenlignet med mindre forvaltere. Det er ikke unisont at store organisasjoner utnytter stordriftsfordeler. Det er de store forvalterne som tilbyr institusjonelle fond med høyt minsteinnskudd. Analysen viser at noen av disse er flinkere til å gi rabatter på disse fondene enn andre. Det viser seg at Storebrand Kapitalforvaltning og Nordea Fondene er flinke til å tilby lavere forvaltningshonorar på sine obligasjonsfond med høyere minsteinnskudd. DnB NOR Kapitalforvaltning og ABN AMRO Kapitalforvaltning gir også ”rabatter” på sine fond med høye minsteinnskudd, men disse ”rabattene” er lavere enn for fond fra Storebrand Kapitalforvaltning og Nordea Fondene.

Resultatene fra analysen viser at investorene er noe prissensitive for fond med høyt minsteinnskudd. For fond med lavt minsteinnskudd er investorene ikke prissensitive. Dette viser seg i at de fondene med den høyeste forvaltningskapitalen og flest kundeforhold er de samme fondene med den ”dyreste” prisstrukturen. Når minsteinnskuddene i obligasjonsfondene stiger, velger kundene fond med en ”billigere” prisstruktur. Men dette er ikke noe veldig tydelig bilde.

For rentefond sammen ser vi at det er mye vanligere med bruk av transaksjonsgebyrer i obligasjonsfond enn i pengemarkedsfond. Dette er i tråd med teori og tidligere empiri knyttet

til fondsforvaltning. Forvaltningshonoraret ligger også noe høyere for obligasjonsfond. Prisstrukturen er generelt mer unison blant pengemarkedsfondene enn blant obligasjonsfondene.

Analysen av rentefondene viser også at det å investere i internasjonale papirer ikke er dyrere sammenlignet med investeringer i norske papirer. Analysen for rentefond viser at det er de samme forvalterne (KLP Fondsforvaltning og Storebrand Kapitalforvaltning) som gir de største "rabattene" på fond med høye minsteinnskudd. DnB NOR Kapitalforvaltning og ABN AMRO Kapitalforvaltning derimot gir ikke tilsvarende rabatter på forvaltningshonorar.

9.3 Hovedfunn Kombinasjonsfond

Igjen er DnB NOR Kapitalforvaltning den dominerende aktøren med en markedsandel av forvaltningskapitalen på 62 %. Også Pareto Fondsforvaltning og Storebrand Kapitalforvaltning er store forvaltere av kombinasjonsfond.

Alle kombinasjonsfondene belaster transaksjonsgebyrer og disse er vanligvis faste satser. Satsene på transaksjonsgebyrene blir ikke lavere ved kombinasjonsfond som har høyere minsteinnskudd. Noen få kombinasjonsfond benytter differensierte kjøpsgebyrer. Transaksjonsgebyrene ligger hovedsaklig på lik linje som de for aksjefond, selv om kombinasjonsfond kan plassere midlene i "billigere" renteforvaltning. Det viser seg at de fondene som har høye kjøpsgebyrer også har høyt salgsgesbyr. DnB NOR Kapitalforvaltning er den eneste tilbyderen som opererer med lavere transaksjonsgebyrer sammenlignet med aksjefond. Da DnB NOR Kapitalforvaltning er en stor aktør innen både rentefond og aksjefond, kan disse lavere transaksjonsgebyrene indikere stordriftsfordeler.

Kombinasjonsfondene belaster faste forvaltningshonorarer. Forvaltningshonoraret ligger generelt noe lavere sammenlignet med aksjefond. Kun 2 fond opererer med suksesshonorar i tillegg til det faste forvaltningshonoraret. Allikevel har ikke disse fondene et fast forvaltningshonorar som er lavere enn de andre fondene.

For norske kombinasjonsfond så synker ikke transaksjonsgebyrene eller forvaltningshonoraret for fond med høyere minsteinnskudd. Det er stor variasjon i transaksjonsgebyrene, mens forvaltningshonorarene er mer homogene mellom fondene. Dette innebærer at det er en stor

variasjon i prisstrukturen, der transaksjonsgebyrene utgjør den største forskjellen. For internasjonale kombinasjonsfond påvirker størrelsen på minsteinskuddet ikke transaksjonsgebyrene, men de påvirker forvaltningshonoraret. Et høyere minsteinskudd gir et lavere forvaltningshonorar. Prisstrukturen på internasjonale kombinasjonsfond er dermed ikke høyere enn for norske kombinasjonsfond. For kategoriene livssyklusfond og andre kombinasjonsfond er det kun 1 tilbyder og prisstrukturene avviker ikke fra de beskrevet over.

Investorene i kombinasjonsfond er ikke prissensitive. Det er andre faktorer som påvirker fondsvalget. For eksempel, Pareto Aktiv er det kombinasjonsfondet med den klart høyeste prisstrukturen, men også det fondet med størst forvaltningskapital og flest kundeforhold. At kundene ikke er prissensitive viser seg for alle kategorier kombinasjonsfond.

9.4 Hovedfunn Aksjefond

Aksjefond er den aktivaklassen med flest antall fond. Alle 19 fondstilbydere tilbyr 1 eller flere aksjefond. Allikevel er aktivaklassen dominert av 4 aktører. DnB NOR Kapitalforvaltning, Stavanger Fondsforvaltning, Odin Forvaltning og Storebrand Kapitalforvaltning har til sammen 71,05 % av forvaltningskapitalen. 190 av 311 fond i denne analysen er aksjefond. Dette indikerer at norske tilbydere av verdipapirfond bruker mest ressurser på aksjefond.

Analysen skilte på aktive og passive fond. Prisstrukturen på passive aksjefond er bygget opp av transaksjonsgebyrer og faste forvaltningshonorarer. Få passive fond belaster differensierte tegningsprovisjon og det er kun fond med lavt minsteinskudd som opererer med dette. De fondene som har innløsningsgebyr belaster faste proSENTSATSER. Handelsbanken XACT OBX er det eneste passive fondet som ikke belaster transaksjonsgebyrer.

Det er en klar sammenheng mellom størrelsen på minsteinskuddet og størrelsen på forvaltningshonoraret. Forvaltningshonoraret blir lavere ved passive aksjefond med høyt minsteinskudd. De passive fondene har en lavere prisstruktur sammenlignet med aktive aksjefond. Dette gjelder spesielt forvaltningshonoraret. For passive fond med lavt minsteinskudd er det ikke store forskjeller på transaksjonsgebyrene fra aktive fond. Også for passive fond med veldig høyt minsteinskudd er det ikke store forskjeller i

transaksjonsgebyrer. Mellom disse ytterpunktene ser man at transaksjonsgebyrene for passive fond er lavere enn for aktive fond.

Minsteinskuddet er den faktoren som påvirker forvaltningshonoraret, og dermed prisstrukturen i passive fond, mest. Analysen viser at KLP Fondsforvaltning opererer med markant lavere forvaltningshonorar for de av sine fond som har høyere minsteinskudd. Denne sammenhengen er mer tydelig hos KLP Fondsforvaltning enn hos andre tilbydere. Dette indikerer at KLP Fondsforvaltning utnytter stordriftsfordeler. Det som er noe overraskende er at KLP Kapitalforvaltning ikke gir noe særlig "rabatt" på transaksjonsgebyrene i fond med høyt minsteinskudd. DnB NOR Kapitalforvaltning opererer også med noe lavere forvaltningshonorar for sine passive fond med høyt minsteinskudd, men denne rabatten er mye mindre sammenlignet med den KLP Fondsforvaltning gir. Heller ikke DnB NOR Kapitalforvaltning gir særlig rabatt på transaksjonsgebyrene for større minsteinskudd.

Igjen ser vi at investeringer i internasjonale markeder ikke påvirker prisstrukturen. Det er ikke slik at passive aksjefond med en internasjonal eksponering har en høyere prisstruktur enn mer lokal eksponering.

Investorene blir mer prissensitive jo høyere beløp de velger. Dette vises i at for passive fond med lavt minsteinskudd så påvirker ikke fondenes prisstruktur fondsvalget. Ser man derimot på fond med høyere minsteinskudd, så allokterer investorene mer midler til de fondene som har lavere prisstruktur.

Prisstrukturen på aktive aksjefond varierer veldig. Den varierer veldig i hvordan prisstrukturen er bygget opp, størrelsen på transaksjonsgebyrer, størrelsen på forvaltningshonoraret og bruken av sukseshonorar. Det er på aktive aksjefond at vi også ser de største forskjellene mellom fondstilbyderne.

Prisstrukturen er for de fleste fond bygget opp med kjøpsgebyrer, innløsningsgebyrer og forvaltningshonorar. Veldig få fond avviker ved ikke å belaste alle disse gebyrene. I tillegg til et forvaltningshonorar belaster noen fond også sukseshonorar. Det er blant de fondene med lavt minsteinskudd vi ser de største variasjonene i prisstruktur. For fond med lavt minsteinskudd så er det en sammenheng mellom kjøpsgebyret og innløsningsgebyret, men

ingen sammenheng mellom transaksjonsgebyrene og forvaltningshonoraret. Fond som har høyt/lavt kjøpsgebyr har tilsvarende lavt/høyt salgsgebyr. Men, de fondene som har høye transaksjonskostnader har ikke lavere forvaltningshonorar. Fond med "middels" minsteinskudd gir ikke mye rabatt på transaksjonsgebyrene, men de gir en viss rabatt på forvaltningshonoraret. Også for fond med "høyt" minsteinskudd varierer prisstrukturen og da spesielt i oppbygningen. Allikevel er det totale prisnivået på fondene ikke veldig forskjellig.

Mange av de aktive aksjefondene belaster differensierte kjøpsgebyrer. Gitt minsteinskuddet, så er disse som oftest på linje med de fondene med faste kjøpsgebyrer. Mange av de aktive fondene belaster også et differensiert forvaltningshonorar, der satsen synker ved høyere tegninger. Bruken av differensiert forvaltningshonorar varierer veldig fra forvalter til forvalter. Bruken av suksesshonorar er liten. Kun Stavanger Fondsforvaltning benytter suksesshonorarer på alle sine aksjefond. Andre forvaltere belaster suksesshonorarer på enkelte fond, mens de belaster faste forvaltningshonorarer på andre av sine fond. Av 190 aksjefond er det kun 12 stykker som benytter suksesshonorarer. Disse suksesshonorarene kommer i tillegg til et fast forvaltningshonorar.

Analysen viser også at det ikke er dyrere å investere i internasjonale aksjefond. Prisstrukturen blant disse varierer like mye som for norske aksjefond. Dette er noe overraskende da teori hevder at analysekostnadene går opp ved internasjonal forvaltning.

Det klart fra analysen at det er store variasjoner i prisstruktur fra forvalter til forvalter. Noen forvaltere gir markante rabatter både på transaksjonsgebyrer og forvaltningshonorar når enten minsteinskuddet eller det faktiske tegningsbeløpet i fondet blir høyere. Andre forvaltere gir ikke denne rabatten og prisstrukturen på deres fond blir dermed høyere. Det er de samme forvalterne som gir eller ikke gir rabatt på gebyrene, uavhengig av aksjefondets mandat eller investeringsstrategi.

Prisstrukturen i aksjefond er preget av transaksjonsgebyrer og forvaltningsgebyrer. Investeringer i aksjefond er dyrere enn pengemarkedsfond, obligasjonsfond og kombinasjonsfond. Dette er å forvente. Det gebyret som varierer minst blant fondene med likt minsteinskudd og likt mandat er innløsningsgebyret. Forskjellene i dette er ikke store. Forskjellene i kjøpsgebyrene er derimot meget store. DnB NOR Kapitalforvaltning er den

eneste forvalteren som har lik prisstruktur på transaksjonsgebyrene på alle sine aktive aksjefond. Blant alle forvalterne er variasjonen i størrelsen på forvaltningshonoraret overraskende stor. Generelt er det slik at fond med lavt minsteinnskudd har de høyeste transaksjons- og forvaltningshonorarene. Det er også blant disse at vi finner de største variasjonene blant fondene. Når minsteinnskuddet i fondet øker, blir transaksjonsgebyrene på noen fond lavere, mens for andre holder de samme nivå som for fond med lavt minsteinnskudd. Forvaltningshonorarene blir lavere når minsteinnskuddene øker. Det totale prisnivået blant fondene blir mer homogent når minsteinnskuddene blir større, men oppbygningen av prisstrukturen fortsetter å variere. Analysen viser at prisstrukturen for aksjefond er den som varierer mest. Innenfor alle kategorier aktive aksjefond finnes det prisstrukturer som avviker kraftig fra det andre fond opererer med. Utover minsteinnskudd er det vanskelig å finne faktorer som forklarer forskjellene i prisstrukturen. Det kan virke som prisstrukturen er subjektivt bestemt av forvalteren og ikke hensyntar forskjeller i investeringsstrategi. De store forvalterne, kan ha stordriftsfordeler, men det virker ikke som om disse tilfaller investorene.

På fond med lavt minsteinnskudd er investorene ikke prissensitive. Blant disse fondene finnes det ingen bevis for at fond med lavere prisstruktur tiltrekker seg mer forvaltningskapital. Institusjonelle investorer derimot kan virke noe mer prissensitive. Når minsteinnskuddene blir høye, indikerer analysen at mer kapital går til fond med lav prisstruktur. Men, dette er igjen ikke veldig tydelig.

9.5 Hovedfunn Hedgefond/andre verdipapirfond

Denne aktivaklassen er den klart minste og dette viser seg i at det tilbys kun 2 slike fond. Warren Wicklund Fondsforvaltning er eneste tilbyder. Prisstrukturen for disse fondene skiller seg ut fra andre aktivaklasser. Begge fondene belaster veldig høye kjøpsgebyrer, innløsningsgebyr og relativt høyt forvaltningshonorar. Forvaltningshonorarene varierer i struktur. Warren Wicklund Nordic Hedge I har et fast forvaltningshonorar. Dette ligger høyt og kan sammenlignes med de ”dyreste” aksjefondene. Warren Wicklund Nordic Hedge II belaster suksesshonorar i tillegg til et fast forvaltningshonorar. Den totale prisstrukturen på hedgefond/andre verdipapirfond er den klart høyeste blant alle verdipapirfond. Allikevel har dette som aktivaklasse vokst markant de seneste årene.

9.6 Hovedfunn: Sammenheng pris og kvalitet.

I avsnitt 8.7 analyserte jeg om det var en sammenheng mellom forvaltningshonoraret og kvaliteten på forvaltningen. Målt på 5 års historikk viste analysen tydelig at fond med et lavt forvaltningshonorar hadde et høyere snitt på meravkastningen sammenlignet med fond med høyere forvaltningshonorar. Faktisk viste det seg at det var et klart forhold mellom forvaltningshonoraret og differanseavkastningen. Fondene med høyere forvaltningshonorar hadde lavere differanseavkastning sammenlignet med fond med lavere forvaltningshonorar. Dette forholdet gjaldt for alle de aktivaklassene jeg målte.

Videre analyserte jeg om det var et forhold mellom hvor aktivt et fond er og forvaltningshonoraret. Analysen ble utført ved å dele inn fondene i kvartiler på bakgrunn av tracking error og så sammenligne mot snittet på forvaltningshonoraret til fondet. Faktisk viste det seg at fond som var mer aktive målt på tracking error, ikke hadde et høyere snitt på kostnaden i fondet. Dette er overraskende da passiv forvaltning innebærer mindre kostnader for forvalteren.

10. Konklusjon

Problemstillingen i denne oppgaven var å gjøre en deskriptiv analyse av prisstrukturen i norske verdipapirfond. Gjennom å analysere prisstrukturen til de verdipapirfondene registrert i Verdipapirfondsforeningen, er jeg nå i stand til å trekke konklusjoner

Prisstrukturen i norske fond varierer veldig og det er vanskelig å finne gode forklaringer på hvordan forvalteren bestemmer prisstrukturen på verdipapirfondene de tilbyr.

Analysen viste at minsteinnskuddet og aktivaklassen fondene tilhører forklarer noe av forskjellene i prisstruktur. Det er et klart kostnadshierarki blant de ulike aktivaklassene der pengemarkedsfond generelt er de billigste og hedgefond er de dyreste. Internt blant aktivaklassene varierer fondene seg imellom. Verdipapirfond med høyere minsteinnskudd belaster generelt lavere transaksjonsgebyrer og forvaltningshonorar sammenlignet med fond med lavere minsteinnskudd. Dette gjaldt for verdipapirfond innen alle aktivaklasser.

For rentefond varierer fondene mest på bruken av transaksjonsgebyrer. Blant pengemarkedsfondene er det veldig få som belaster transaksjonsgebyrer. Blant obligasjonsfondene er det stor variasjon i bruken av transaksjonsgebyrer og få obligasjonsfond med høye minsteinnskudd belaster slike gebyrer. Forvaltningshonorarene blant fondene innen samme investeringsstrategi og minsteinnskudd varierer også, men generelt er disse mer homogene. Fondene varierer i om det er noen sammenheng mellom transaksjonsgebyrer og forvaltningshonoraret. For rentefond er det veldig liten bruk av differensierte gebyrer og ingen rentefond belaster suksesshonorar.

Prisstrukturen for kombinasjonsfond er oppbygd ganske likt seg imellom. Alle fondene opererer med transaksjonsgebyrer og faste forvaltningshonorarer. Transaksjonsgebyrene er de som gir det største utslaget på prisstruktur blant fondene. Transaksjonsgebyrene ligger på linje med aksjefond, mens nivået på forvaltningshonoraret er noe lavere sammenlignet med aksjefond. Prisstrukturene på kombinasjonsfond endrer seg lite med minsteinnskuddet. Kun 2 av 23 kombinasjonsfond benytter suksesshonorar.

Innenfor aksjefond er variasjonene i prisstrukturen størst. Prisstrukturen kjennetegnes generelt av transaksjonsgebyrer og forvaltningshonorar.

For passive fond påvirkes prisstrukturen mest av minsteinskuddet. Det er en klar sammenheng mellom størrelsen på minsteinskuddet og størrelsen på forvaltningshonoraret. Allikevel varierer prisstrukturene veldig i hvor mye forvaltningshonoraret faller når minsteinskuddene går opp. Nivået på transaksjonsgebyrene blir mindre påvirket av minsteinskuddet.

De aktive fondene er også bygget opp av mye transaksjonsgebyrer og forvaltningshonorarer. I tillegg operer noen få fond med suksesshonorar. Det er størst variasjon i prisstruktur blant fondene med lavt minsteinskudd. For disse fondene er det heller ingen sammenheng mellom transaksjonsgebyrer og forvaltningshonorar. Blant fondene med høyere minsteinskudd varierer også prisstrukturen, men den varierer mest i hvordan den er oppbygd og ikke i det totale prisnivået. Igjen ser vi at minsteinskuddet påvirker prisstrukturen. Generelt belaster aktive aksjefond med høyt minsteinskudd lavere gebyrer enn fond med lavt minsteinskudd. Men, analysen viser at det finnes store avvik fra den generelle trenden og at flere fond differensierer seg fra den ”normale” prisstrukturen. For aktive aksjefond er det en sammenheng mellom tilbyder og prisstruktur. Det er forvaltere som alltid opererer med høye gebyrer gitt minsteinskudd og mandat, mens det finnes andre forvaltere som har klart ”billigere” prisstrukturer når minsteinskuddene blir høyere.

Det tilbys kun 2 hedgefond/andre verdipapirfond. Prisstrukturen til disse er preget av høyere transaksjonsgebyrer enn i de andre aktivaklassene. Spesielt tegningsgebyret er høyt. 1 fond har et fast forvaltningshonorar, mens det andre fondet opererer med suksesshonorar i tillegg til det faste forvaltningshonoraret. Den totale prisstrukturen for hedgefond/andre verdipapirfond er den høyeste blant alle verdipapirfond analysert.

Det er veldig få verdipapirfond som benytter suksesshonorar. Kun 15 av 311 fond belaster suksesshonorarer. Stavanger Fondsforvaltning er den eneste tilbyderen som benytter suksesshonorarer på alle sine aksjefond. Andre forvaltere belaster kun suksesshonorarer på utvalgte produkter. Dette illustrerer et annet punkt. Analysen viser at det er store forskjeller i prisstruktur blant tilbyderne og også internt blant de fondene forvalteren tilbyr.

For verdipapirfond generelt er det ingen sammenheng mellom prisstruktur og mandat. Prisstrukturen er avhengig av aktivaklasse, men innenfor aktivaklassene er det ikke store forskjeller i prisstruktur på de forskjellige investeringsstrategiene. Analysen viser at

prisstrukturen på verdipapirer med en internasjonal eksponering ikke avviker fra prisstrukturen på verdipapirfond med en lokal investeringsstrategi.

Det finnes få eller ingen bevis i analysen på at prisstrukturen til de store tilbyderne utnytter stordriftsfordeler. Noen av de store forvalterne belaster markant lavere forvaltningshonorar på sine fond med høye minsteinskudd. Andre store forvaltere lar ikke sine prisstrukturer påvirkes av minsteinskuddet.

En av grunnene til at prisstrukturen til norske verdipapirfond er så forskjellig er at kundene ikke ser ut til å være veldig prissensitive. Investorene velger ikke verdipapirfond ut i fra om fondet opererer med høye eller lave honorarer. For institusjonelle investorer viser analysen at prisstruktur har en større innvirkning på fondsvalget, men dette bildet er ikke veldig tydelig. Analyser gjort viser at fond med et høyere forvaltningshonorar har i snitt lavere meravkastning sammenlignet med fond som har lavere forvaltningshonorar. Dette tilsier at prisstrukturen i fondet burde ha en innvirkning på fondsvalget. Allikevel fant denne analysen få beviser på dette. Analyse har også vist at tracking erroren til fondet ikke påvirker prisstrukturen i særlig grad. Analyse viste at fond med lav tracking error ikke hadde i snitt høyere forvaltningshonorar sammenlignet med fond med lav tracking error.

Denne analysen har vist at det er meget store variasjoner i prisstrukturen i norske verdipapirfond. Variasjonene er så store at de ikke kan forklares av forskjeller i forvaltningen. Analysen sammenlignet fond med tilsvarende minsteinskudd og mandat og de store forskjellene i prisstruktur blant fondene kan ikke forklares ut i fra dette. Analysen har samtidig vist at prisstrukturen i verdipapirfond påvirkes av aktivaklasse og minsteinskudd.

Litteraturliste

BØKER

Meholm L. ”investeringsguiden En praktisk innføring i investeringsalternativer”. Hegnar Media AS, Oslo 2004.

Solnik, B., International Investments, 4th edition, Reading, Mass: Addison-Wesley 2000.

Bodie, Kane, Marcus, 2002, “Investments”

Smith A.. 1776. "The Wealth of Nations"

ARTIKLER

Aamo B.S. 2000. "Utfordringer for Kredittilsynet ved internasjonalisering og filialisering, herunder ny internasjonal norm for kapitaldekning". *Foredrag ved Sosialøkonomenes valutaseminar 2000*.

Akerloff G. 1970. "The Markets For Lemons", *Quarterly Journal of Economics* 84, vol. 3 (s. 488-500).

Bae, K-H., Ito, K. and Yamada, T., 2001, “How do foreigners profit from local investors? Evidence from trades in the Japanese stock market”, *upublisert arbeidsdokument, Hong Kong University of Science and Technology*.

Bekaert, G., Campbell H., and Lumsdaine, R., 1999, “Structural Breaks in Emerging Market Capital Flows”, *NBER Working Paper 7219*

Bodnaruk, A., 2003, “Proximity Always Matters: Evidence from Swedish Data,” *arbeidsdokument, Stockholm School of Economics*.

Brinson, G.P. Hood L.R. og Beebower G. L. 1995. "Determinants of Portfolio Performance," *Financial Analyst Journal* vol. 2, no 4 (Juli-August) 1995 s. 39 – 44.

Brinson G.P. Singer B.D. og Beebower G.L 1991. "Determinants of Portfolio Performance II: An Update," *Financial Analysts Journal* vol 47 no. 3/ (Mai-Juni) 1991. S. 40-48.

Carhart M.M. 1997. ”On Persistence on Mutual Fund Performance”. *Journal of Finance*. Vol. 52, issue 1. Mars 1997 s. 57-82

Choe, H., Bong-Chan Kho, and Stulz, R., 2001, “Do Domestic Investors Have More Valuable Information about Individual Stocks Than Foreign Investors?” *NBER Working Paper 8073*

Coval, J. D. og Maskowitz, T., Dec. 1999 “Home Bias at Home: Local Equity Preferences in Domestic Portfolios”, *Journal of Finance*, Vol. 6,

Coval, J., Moskowitz, T., 2001, "The geography of investment: Informed trading and asset prices", *Journal of Political Economy* 109(4): 811 - 841.

Feng, L. and Seasholes, M.S. 2004, "Location effect and portfolio tilting", *arbeidsdokument, UC Berkley*

Finansnæringens Hoverdorganisasjon 2003. "Kostnader knyttet til forvaltning av fonderte folketrygdmidler". *En rapport til Pensjonskommisjonen og Pensjonskommisjonens råd 2003.*

French, K. og Poterba, J.M., 1991. "Investor diversification and international equity markets." *American Economic Review*, Vol. 81, (Ma1 1991), s.222-226.

Froot, K., O'Connell, P. and Seasholes, M., 2001, "The Portfolio Flows of International Investors," *Journal of Financial Economics* 59, 151-193

Gehrig, T. (1993), "An information based explanation of domestic bias in international equity investment", *Scandinavian Journal of Economics* 95(1): 97 – 109.

Goetzmann, W.N. og Ibbotson R.C. 1994. "Do Winners Repeat". *Journal of Portfolio Management*, vol. 20, no. 2 (Winter) s. 9-18

Grinblatt, M. and Keloharju, M., 2000, "The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set," *Journal of Financial Economics* 55, 43-67

Halvorsen, K (2003): "Å forske på samfunnet: en innføring i samfunnsvitenskaplige metode", 3. utg, Oslo; Cappelen akademiske forlag.

Hasan, I., and Simaan, Y. (2000). "A rational explanation for home country bias." *Journal of International Money and Finance* 19:331 – 361.

Hendricks D. Patel J. og Zeckhauser 1993. "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988". *Journal of Finance*, vol. 48, issue 1. Mars 1993. s. 93-130

Høegh-Krohn N.E.J. 2004. "Viktige Problemstillinger og utviklingstrekk I moderne kapitalforvaltning". *Praktisk Økonomi og Finans – 3/2004*

Høegh-Krohn N.E.J.. 2005. Forvaltning i praksis. *Forelesningsnotater i Kapitalforvaltning 19.a1.2005. Norges Handelshøyskole.*

Ibbotson R.G. Kaplan P.D. 2000. "Does Asset Allocation Policy Explain 20, 90 or 100 Percent of Performance?" *Association for Investment Management and Research 2000.*

Isachsen A.J. 2002. "Høyest mulig avkastning for Petroleumsfondet". *Hentet fra boken "Hva gjør Oljepengene med oss?". Cappelen Forlag 2002. Kap. 6.*

Johannessen, Asbjørn, Kristoffersen, Line, Tufte, Per Arne, (2004), "Forskningsmetode for økonomiske – administrative fag". Oslo, Abstrakt forlag.

Kjær K.N. 1999. "Strategi for kostnadseffektiv meravkastning". *Festskrift til Kjell Storvik. Jaunuar 1999*

Lewis, K., 1995, "Puzzles in International Financial Markets," *Handbook of International Economics, Grossman and Rogoff ed. Amsterdam: North Holland, 1913-1917.*

Lewis, K., 1999, "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption", *Journal of Economic Literature* Vol.37, s. 571-608,

Norges Bank 1999, "Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?," *Forvaltning av Statens Petroleumsfond Årsrapport 1999, Temaartikkel 3*

Norges Bank 2000, "Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen," *Forvaltning av Statens Petroleumsfond Årsrapport 2000, Temaartikkel 2*

Norges Bank 2001, "Fra Passiv til aktiv indeksforvaltning," *Forvaltning av Statens Petroleumsfond Årsrapport 2001, Temaartikkel 2*

Norges Bank 2001, "Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning," *Forvaltning av Statens Petroleumsfond Årsrapport 2001, Temaartikkel 3*

Norges Bank 2003, "Resultater fra seks år med aktiv forvaltning," *Forvaltning av Statens Petroleumsfond Årsrapport 2003, Temaartikkel 1*

Norges Bank 2003, "Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko," *Forvaltning av Statens Petroleumsfond Årsrapport 2003, Temaartikkel 2*

Seasholes, M., 2000, "Smart Foreign Traders in Emerging Markets,"

Solnik, B.H. 1974. "Why not diversify internationally?" *Financial Analyst Journal* 30(4) s. 48 – 54.

Vedlegg

- 1) Tabeller som viser prisstrukturen i fondene. Tall på forvaltningskapital i 1 000 kr.
- 2) Oversikt over differensierte tegningsgebyrer
- 3) Oversikt differensierte forvaltningshonorarer
- 4) Oversikt suksesshonorarer
- 5) Oversikt over ikke analyserte verdipapirfond
- 6) Kostnader målt mot differanseavkastning – 3 års historikk
- 7) Kostnader målt mot tracking error – 3 års historikk

Pengemarkedsfond - Korte pmfond - lav kred.risk

Fond	Forvaltningsselskap	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	forvaltnings- honorar
Handelsbanken Likviditet	Handelsbanken	368 800	871	1 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.35 %
Sparebank 1 Pengemarked	Odin	311 370	844	10 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
Carnegie Pengemarked	Carnegie	766 067	2 248	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
KLP Pengemarked	KLP	772 455	108	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
ABN AMRO Kort Pengemarked	ABN AMRO	83 489	140	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Pluss Pengemarked	Fondsforvaltning	138 174	76	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
ABN AMRO Likviditet	ABN AMRO	2 663 113	116	1 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	differensiert
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	Danske Fund	928 326	99	3 000 000	nei	nei	0.25 %	0.10 %	differensiert
SKAGEN Høyrente Institusjon	Skagen	352 418	38	5 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Storebrand Likviditet	Storebrand	4 080 544	116	5 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.10 %
Pluss Likviditet	Fondsforvaltning	546 028	30	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.30 %
Holberg Likviditet II	Holberg	427 203	17	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Nordea Likviditet 20	Nordea	750 560	31	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
DnB NOR Likviditet 20 (IV)	DnB NOR	2 821 927	94	25 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Pluss Likviditet II	Fondsforvaltning	725 517	12	50 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Storebrand Futura 1	Storebrand	737 010	2 741	1 andel	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %

Pengemarkedsfond - Lange pmfond - lav kred.risk

Fond	Forvaltnings- selskap	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Carnegie Likviditet	Carnegie	309 129	46	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.30 %
DnB NOR Lang Likviditet 20	DnB NOR	247 545	194	1 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.25 %

Pengemarkedsfond - Øvrige korte pmfond

Fond	Forvaltnings-selskap	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Rente+	Storebrand	3 385 439	1 629	100	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
Landkredit Høyrente	Landkredit	204 688	1 390	300	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.25 %
Postbanken Rentespar	DnB NOR	5 396 422	91 586	5 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Danske Fund Norsk Likviditet I	Danske Fund	2 166 735	4 114	10 000	nei	nei	0.25 %	0.00 %	0.50 %
Nordea Pengemarked	Nordea	1 048 298	9 148	10 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.60 %
ODIN Pengemarked	Odin	144 714	1 358	10 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
Holberg Likviditet	Holberg	2 736 049	447	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.25 %
Orkla Finans Likviditet	Orkla Finans	594 808	305	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	differensiert
DnB NOR Pengemarked (II)	DnB NOR	3 346 610	16 536	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Nordea Likviditet	Nordea	2 445 928	2 283	500 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.35 %
Terra Pengemarked II	Terra	209 655	87	1 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
Terra Rente	Terra	41 405	8	1 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.30 %
Nordea Likviditet 2	Nordea	1 345 849	115	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.25 %
DnB NOR Likviditet (IV)	DnB NOR	1 528 073	497	25 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
Nordea Likviditet III	Nordea	4 346 789	29	50 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Nordea Likviditet Pluss	Nordea	876 690	11	50 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.10 %
DnB NOR Likviditet 20 (V)	DnB NOR	9 274 271	70	100 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.10 %
Terra Pengemarked	Terra	157 579	10 737	1 andel	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.80 %
Terra Sparebank	Terra	363 436	22	1 andel	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %

Pengemarkedsfond - Øvrige lange pmfond

Fond	Forvaltningsselskab	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
SKAGEN Høyrente	Skagen	2 235 031	7 542	1 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.25 %
ABN AMRO Pengemarked	ABN AMRO	2 254 717	1 658	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
DnB NOR Lang Likviditet	DnB NOR	2 311 444	3 063	500 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.30 %
NB og RF Pengemarkedsfond	WarrenWicklund	14 128	85	1 andel	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.35 %
WarrenWicklund Likviditet	WarrenWicklund	420 391	164	1 andel	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %

Pengemarkedsfond - Internasjonale

Fond	Forvaltnings-selskap	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Handelsbanken Euro Rente	Handelsbanken	847	7	10 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.60 %
Nordea USD Likviditet	Nordea	958 424	16	1 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.18 %

Obligasjonsfond - Obligasjonsfond 0-2

Fond	Forvaltningsselskap	Forvaltningsk apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	forvaltnings- honorar
ODIN Kort Obligasjon	Odin	354 799	232	10 000	nei	nei	differensiert	0.10 %	0.50 %
Carnegie Forvaltning	Carnegie	141 567	51	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.35 %
KLP Aktiv Rente	KLP	128 898	36	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
KLP Rentefond II	KLP	194 804	20	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
ABN AMRO Kort Obligasjon	ABN AMRO	386 274	67	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
ABN AMRO Kort Stat	ABN AMRO	255 845	31	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.55 %
ABN AMRO Obligasjon 1-3	ABN AMRO	1 174 636	95	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Pluss Rente	Fondsforvaltning	63 115	45	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Pareto Høyrente	Pareto	3 684 821	388	100 000	nei	nei	max 0.5%	max 0.5%	differensiert
Pareto Kredit	Pareto	409 255	69	100 000	ja	nei	max 0,5%	max 0,5%	0,75%

Obligasjonsfond - Obligasjonsfond 2-4

Fond	Forvaltningsselskap	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Obligasjon+	Storebrand	609 299	32	100	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Storebrand Stat	Storebrand	37 583	159	100	nei	nei	0.50 %	0.05 %	0.50 %
SKAGEN Avkastning	Skagen	3 004 688	12 541	1 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Danske Fund Norsk Obligasjon	Danske Fund	258 238	150	10 000	nei	nei	0.25 %	0.10 %	0.50 %
ODIN Obligasjon	Odin	547 297	416	10 000	nei	nei	differensiert	0.10 %	0.50 %
NB og RF Obligasjonsfond	WarrenWicklund	9 295	145	10 000	nei	nei	0.30 %	0.10 %	0.60 %
Carnegie Obligasjon	Carnegie	300 387	78	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.35 %
KLP Pensjon	KLP	183 446	21	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
Orkla Finans Pensjon	Orkla Finans	89 436	25	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	differensiert
ABN AMRO Obligasjon 3-5	ABN AMRO	101 963	47	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
ABN AMRO Stat+	ABN AMRO	206 360	40	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
Pluss Pensjon	Fondsforvaltning	17 319	14	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.50 %
Pareto Obligasjon	Pareto	484 198	41	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	differensiert
ABN AMRO Obligasjon	ABN AMRO	908 986	857	250 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.60 %
Storebrand Obligasjon	Storebrand	1 151 934	388	1 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
Nordea Obligasjon 2	Nordea	665 952	47	2 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
ABN AMRO Obligasjon 3-5+	ABN AMRO	454 937	28	5 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.35 %
Danske Fund Norsk Obligasjon Institusjon	Danske Fund	29 491	4	5 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
DnB NOR Kredittobligasjon	DnB NOR	172 178	9	5 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
DnB NOR Obligasjon (III)	DnB NOR	823 170	40	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
DnB NOR Statsobligasjon (III)	DnB NOR	131 350	8	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Pluss Obligasjon	Fondsforvaltning	193 536	10	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.25 %
Nordea Obligasjon III	Nordea	389 442	7	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Nordea Statsobligasjon II	Nordea	1 092 474	2	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
Terra Obligasjon Inc	Terra	49 924	1	10 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.20 %
DnB NOR Obligasjon 20 (IV)	DnB NOR	1 700 346	35	25 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %
WarrenWicklund Obligasjon	WarrenWicklund	10 155	4	1 andel	nei	nei	0.05 %	0.05 %	0.30 %

Obligasjonsfond - Obligasjonsfond 4+

Fond	Forvaltningselskap	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Handelsbanken Obligasjon	Handelsbanken	93 064	57	1 000	nei	nei	0.10 %	0.10 %	0.45 %
KLP Pensjon II	KLP	37 238	19	50 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
ABN AMRO Lang Obligasjon	ABN AMRO	147 225	22	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.60 %
DnB NOR Lang Obligasjon 20	DnB NOR	494 998	25	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
Storebrand Stat A	Storebrand	197 262	6	25 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.15 %

Obligasjonsfond - Internasjonale Obligasjonsfond

Fond	Forvaltnings-selskap	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste-innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	forvaltnings-honorar
Skagen Tellus	Skagen	575 722	2 596	1 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.80 %
Handelsbanken Euro Obligasjon	Handelsbanken	2 577	11	10 000	nei	nei	0.25 %	0.25 %	0.60 %
Nordea Xtra rente	Nordea	1 085 155	3 379	10 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.60 %
Nordea Global High Yield	Nordea	125 837	79	100 000	nei	nei	differensiert	0.00 %	0.60 %
Nordea Pro Corporate Bond	Nordea	5 996	3	100 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.40 %
ABN AMRO OECD +	ABN AMRO	1 096 855	33	1 000 000	nei	nei	0.10 %	0.00 %	differensiert
Nordea Kredittobligasjon	Nordea	449 332	20	2 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
KLP Obligasjon Global I	KLP	7 227 008	4	10 000 000	nei	nei	0.05 %	0.05 %	0.12 %
Nordea Global Statsobligasjon	Nordea	1 074 889	15	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.25 %
Storebrand Global Obligasjon A	Storebrand	2 191 434	35	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.20 %
WarrenWicklund OECD II	WarrenWicklund	75 558	1	1 andel	nei	nei	0.05 %	0.05 %	0.25 %

Kombinasjonsfond - Norske kombinasjonsfond

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Carnegie Multifond	Carnegie	Aktivt	39 216	145	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	1.20 %
Nordea Aktiv	Nordea	Aktivt	180 671	1 712	10 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.20 %
ABN AMRO Kombi	ABN AMRO	Aktivt	107 949	209	25 000	nei	nei	1.50 %	0.30 %	1.50 %
Orkla Finans Kombi	Orkla Finans	Aktivt	62 290	144	25 000	nei	nei	max 3.5%	0.15 %	1.20 %
Fondsfinans Aktiv	Fondsfinans	Aktivt	177 159	34	100 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	differensiert
Handelsbanken Klick Norge 90	Handelsbanken	Aktivt	53 376	10	100 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.30 %
Pareto Aktiv	Pareto	Aktivt	2 097 882	547	500 000	ja	nei	max 3%	max 0.5%	1.50 %
Warren Wicklund Utbytte	WarrenWicklund	Aktivt	207 152	188	1 andel	nei	nei	3.00 %	1.00 %	1.50 %

Kombinasjonsfond - Internasjonale kombinasjonsfond

Fond	Forvaltings-selskap	Aktiv/passivt	Forvaltingskapital	Antall Kundeforhold	Minste-innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltings-honorar
DnB NOR Kombi Vekst	DnB NOR	Aktivt	78 159	1 796	100	nei	nei	1.00 %	0.10 %	1.70 %
Storebrand Futura 2	Storebrand	Aktivt	12 876	243	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
Danske Fund Aktiv Formuesforvalt	Danske Fund	Aktivt	259 997	2 053	1 000	nei	nei	2.00 %	0.30 %	1.75 %
Postbanken Kombispar	DnB NOR	Aktivt	619 052	16 202	1 000	nei	nei	1.00 %	0.10 %	1.50 %
Delphi Kombinasjon	Storebrand	Aktivt	281 834	950	1 000	nei	nei	1.50 %	1.00 %	1.50 %
Handelsbanken Europa Protect	Handelsbanken	Aktivt	691	15	10 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.85 %
ABN AMRO Optimal	ABN AMRO	Aktivt	34 688	78	100 000	nei	nei	differensiert	0.50 %	1.20 %
Handelsbanken Klick Europa 90	Handelsbanken	Aktivt	34 759	19	100 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.30 %
DnB NOR Kombi Bedrift	DnB NOR	Aktivt	35 210	78	200 000	nei	nei	1.00 %	0.10 %	1.00 %
Kaupthing Absolutt	Kaupthing	Aktivt	60 108	180	1 andel	nei	nei	2.00 %	0.50 %	2.00 %
Terra Total	Terra	Aktivt	558 632	15 098	1 andel	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %

Kombinasjonsfond - Livssyklusfond

Fond	Forvaltnings-selskap	Aktiv/passiv	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
DnB NOR 2010	DnB NOR	Aktivt	255 513	3 748	300	nei	nei	1.00 %	0.10 %	1.00 %
DnB NOR 2020	DnB NOR	Aktivt	293 020	5 806	300	nei	nei	1.00 %	0.10 %	1.50 %

Kombinasjonsfond - Andre kombinasjonsfond

Fond	Forvaltnings-selskap	Aktiv/passiv	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Fondsfinans Farmasi-Biotekno.	Fondsfinans	Aktivt	94 887	54	100 000	ja	nei	differensiert	0.30 %	1.00 %
Fondsfinans IT-Telecom	Fondsfinans	Aktivt	21 004	6	100 000	ja	nei	differensiert	0.30 %	1.00 %

Aksjefond - Norsk (aktivt)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minsteinnskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltningshonorar
DnB NOR Norge (IV)	DnB NOR	Aktivt	138 667	12	0	nei	nei	differensiert	0.20 %	0.75 %
DnB NOR Norge Selektiv (III)	DnB NOR	Aktivt	579 911	34	0	nei	nei	differensiert	0.20 %	0.80 %
Nordea Avkastning	Nordea	Aktivt	2 119 233	45 959	100	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Avanse Norge (II)	DnB NOR	Aktivt	148 414	566	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.20 %
DnB NOR SMB	DnB NOR	Aktivt	1 228 988	8 716	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Landkreditt Norge	Landkreditt	Aktivt	2 780	35	300	nei	nei	1,75%	0.25 %	differensiert
Carnegie Aksje Norge	Carnegie	Aktivt	646 161	3 249	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	1.20 %
Danske Fund Norge I	Danske Fund	Aktivt	507 838	12 038	1 000	nei	nei	3.00 %	0.30 %	2.00 %
Danske Fund Norge Vekst	Danske Fund	Aktivt	579 794	13 748	1 000	nei	nei	3.00 %	0.30 %	1.75 %
Handelsbanken Norge	Handelsbanken	Aktivt	813 317	3 610	1 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
Banco Humanfond	ABN AMRO	Aktivt	109 293	1 110	2 000	nei	nei	2.00 %	0.50 %	1.80 %
Holberg Norge	Holberg	Aktivt	852 576	2 188	3 000	nei	nei	differensiert	0.00 %	1.50 %
KLP AksjeNorge	KLP	Aktivt	4 111 637	177	3 000	nei	nei	1.00 %	0.20 %	1.20 %
Banco Norge	ABN AMRO	Aktivt	70 929	72	5 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.70 %
Nordea Norge Verdi	Nordea	Aktivt	401 284	815	10 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
ABN AMRO Aktiv	ABN AMRO	Aktivt	524 824	2 656	25 000	nei	nei	3.00 %	0.30 %	1.50 %
ABN AMRO Norge	ABN AMRO	Aktivt	908 146	368	25 000	nei	nei	3.00 %	0.30 %	1.20 %
Gambak	ABN AMRO	Aktivt	533 922	1 076	25 000	nei	nei	differensiert	0.30 %	1.80 %
ABN AMRO Kapital	ABN AMRO	Aktivt	69 232	194	50 000	nei	nei	differensiert	0.30 %	2.00 %
Danske Fund Norge II	Danske Fund	Aktivt	100 264	459	50 000	nei	nei	1.50 %	0.30 %	1.25 %
Pluss Aksje	Fondsforvaltning	Aktivt	132 759	102	50 000	nei	nei	0.50 %	0.50 %	1.20 %
Pluss Markedsverdi	Fondsforvaltning	Aktivt	129 841	53	50 000	nei	nei	0.50 %	0.50 %	0.90 %
Fondsfinans Spar	Fondsfinans	Aktivt	75 910	19	100 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	differensiert
Nordea Kapital	Nordea	Aktivt	370 584	89	1 000 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.00 %
Danske Fund Norge Aksjer Institusjon I	Danske Fund	Aktivt	143 572	16	3 000 000	nei	nei	0.30 %	0.30 %	0.90 %

Aksjefond - Norsk (aktivt)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Nordea SMB	Nordea	Aktivt	625 973	9 642	100	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Nordea Vekst	Nordea	Aktivt	1 319 960	25 301	100	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Storebrand Norge	Storebrand	Aktivt	361 728	1 219	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
Storebrand Vekst	Storebrand	Aktivt	194 832	5 046	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
Storebrand Verdi	Storebrand	Aktivt	831 604	2 688	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
Delphi Norge	Storebrand	Aktivt	439 886	1 215	1 000	nei	nei	2.00 %	1.50 %	2.00 %
Delphi Vekst	Storebrand	Aktivt	146 528	387	1 000	ja	nei	2.00 %	1.50 %	1.00 %
Orkla Finans Investment Fund	Orkla Finans	Aktivt	523 779	1 774	2 000	nei	nei	max 3%	0.50 %	differensiert
ODIN Norge	Odin	Aktivt	6 001 981	101 220	3 000	nei	nei	differensiert	0.50 %	2.00 %
Pareto Verdi	Pareto	Aktivt	149 018	39	200 000	nei	nei	max 3%	max 1%	2.00 %
ODIN Norge II	Odin	Aktivt	498 836	12	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.90 %
Storebrand Aksje Innland	Storebrand	Aktivt	450 702	17	10 000 000	nei	nei	0.30 %	0.30 %	0.60 %
Storebrand Optima Norge A	Storebrand	Aktivt	140 373	7	10 000 000	nei	nei	0.30 %	0.20 %	1.00 %
Pareto Aksje Norge	Pareto	Aktivt	4 723 406	31	100 000 000	nei	nei	max 1%	max 0.5%	0.50 %
Storebrand Norge I	Storebrand	Aktivt	394 833	3	100 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.28 %
Terra Norge	Terra	Aktivt	471 291	16 942	1 andel	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
NB Plusfond	WarrenWicklund	Aktivt	50 921	2 833	1 andel	nei	nei	3.00 %	2.00 %	1.00 %
WarrenWicklund Alpha	WarrenWicklund	Aktivt	33 244	52	1 andel	nei	nei	3.00 %	1.00 %	1.50 %
WarrenWicklund Norge	WarrenWicklund	Aktivt	43 764	626	1 andel	nei	nei	4.00 %	1.00 %	2.00 %

Aksjefond - Norsk (aktivt)

Fond	Forvaltningselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningsk apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
ABN AMRO Norge +	ABN AMRO	Aktivt	1 152 607	21	10 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	differensiert
Nordea Norwegian Equity Market	Nordea	Aktivt	204 874	1	10 000 000	nei	nei	2.90 %	0.20 %	0.25 %
Kaupthing Norge	Kaupthing	Aktivt	19 274	144	1 andel	nei	nei	2.00 %	1.50 %	2.00 %

Aksjefond - Norsk (passivt)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Carnegie Norge Indeks	Carnegie	Passivt	14 010	55	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	0.80 %
RF Aksjefond	WarrenWicklund	Passivt	35 315	1 123	1 000	nei	nei	2.00 %	0.50 %	2.00 %
ABN AMRO Indeks	ABN AMRO	Passivt	59 999	117	25 000	nei	nei	differensiert	0.30 %	0.45 %
ABN AMRO Indeks+	ABN AMRO	Passivt	384 428	3	25 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	differensiert
Pluss Indeks	Fondsforvaltning	Passivt	45 015	29	50 000	nei	nei	0.50 %	0.50 %	0.70 %
DnB NOR OBX	DnB NOR	Passivt	175 230	1	10 000 000	nei	nei	2.00 %	0.20 %	0.30 %
KLP AksjeNorge Indeks	KLP	Passivt	1 191 659	4	10 000 000	nei	nei	0.10 %	0.10 %	0.10 %
NB Aksjefond	WarrenWicklund	Passivt	177 476	4 327	1 andel	nei	nei	3.00 %	1.00 %	2.00 %
XACT OBX	Handelsbanken	Passivt	189 001	41	100 andel	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.30 %

Aksjefond - Globale (aktive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
DnB NOR Global (V)	DnB NOR	Aktivt	179 741	1	0	nei	nei	differensiert	0.20 %	0.50 %
DnB NOR Global Etisk (IV)	DnB NOR	Aktivt	105 019	9	0	nei	nei	differensiert	0.20 %	0.60 %
DnB NOR Global Etisk (V)	DnB NOR	Aktivt	452 311	6	0	nei	nei	differensiert	0.20 %	0.50 %
Storebrand Futura 3	Storebrand	Aktivt	985 059	34 592	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
Storebrand Global	Storebrand	Aktivt	754 614	7 182	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
Storebrand Global med Sikring	Storebrand	Aktivt	96 560	662	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.75 %
Storebrand Global Miljø	Storebrand	Aktivt	59 567	553	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
DnB NOR Global Selektiv II	DnB NOR	Aktivt	361 021	30	300	ja	nei	differensiert	0.20 %	2.50 %
Carnegie World Wide	Carnegie	Aktivt	782 088	1 502	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	1.40 %
Carnegie World Wide Em. Growth	Carnegie	Aktivt	6 636	204	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	2.00 %
DnB NOR Globalspar	DnB NOR	Aktivt	2 329 295	137 811	1 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.80 %
SKAGEN Global	Skagen	Aktivt	22 232 065	81 634	1 000	ja	nei	differensiert	0.00 %	1.00 %
Delphi Verden	Storebrand	Aktivt	260 090	1 470	1 000	ja	nei	2.00 %	1.50 %	2.00 %
Holberg Trend	Holberg	Aktivt	113 488	191	3 000	ja	nei	differensiert	0.00 %	1.00 %
Banco Etisk Global	ABN AMRO	Aktivt	18 724	9	4 000	nei	nei	0.00 %	0.25 %	1.70 %
DnB NOR Multi Global 100	DnB NOR	Aktivt	86 658	1 386	10 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Handelsbanken International	Handelsbanken	Aktivt	7 525	302	10 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
Nordea Trend	Nordea	Aktivt	35 024	939	10 000	nei	nei	3.50 %	0.20 %	2.00 %
Pluss Uthand Aksje	Fondsforvaltning	Aktivt	222 120	206	50 000	nei	nei	1.00 %	1.00 %	1.20 %
Pluss Uthand Etisk	Fondsforvaltning	Aktivt	34 213	5	50 000	nei	nei	1.00 %	1.00 %	1.20 %
KLP AksjeGlobal Aktiv	KLP	Aktivt	142 671	23	50 000	nei	nei	0.50 %	0.20 %	0.70 %
Pareto Aktiv Global	Pareto	Aktivt	810 041	150	500 000	ja	nei	max 3%	max 1%	1.75 %
Carnegie World Wide Etisk	Carnegie	Aktivt	346 130	9	4 000 000	nei	nei	1.00 %	1.00 %	1.20 %
Nordea Stabile Aksjer Global	Nordea	Aktivt	545 588	25	5 000 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	0.50 %
Nordea Internasjonale Aksjer 3	Nordea	Aktivt	294 405	8	10 000 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	0.50 %
Storebrand Global Institusjon	Storebrand	Aktivt	377 580	12	10 000 000	nei	nei	0.30 %	0.30 %	0.80 %
Storebrand Global Quant Equity	Storebrand	Aktivt	2 020 500	1	10 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.50 %

Aksjefond - Globale (aktive)

Fond	Forvaltningselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Pareto Aksje Global	Pareto	Aktivt	316 439	3	50 000 000	nei	nei	1 %	1 %	0.75 %
Skagen Global II	Skagen	Aktivt	2 901 320	20	100 000 000	ja	nei	0.30 %	0.30 %	0.60 %
Storebrand Global I	Storebrand	Aktivt	232 397	5	100 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.50 %

Aksjefond - Globale (passive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
KLP AksjeGlobal Indeks IV	KLP	Passivt	20 081	84	50 000	nei	nei	0.50 %	0.10 %	0.35 %
KLP AksjeGlobal Indeks III	KLP	Passivt	281 135	25	1 000 000	nei	nei	0.10 %	0.10 %	0.25 %
KLP AksjeGlobal Indeks I	KLP	Passivt	962 284	6	10 000 000	nei	nei	0.10 %	0.10 %	0.10 %
KLP AksjeGlobal Indeks II	KLP	Passivt	5 226 750	15	10 000 000	nei	nei	0.10 %	0.10 %	0.13 %
Storebrand Global Indeks I	Storebrand	Passivt	1 443 158	8	10 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.10 %

Aksjefond - Nordiske

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Norden	Storebrand	Aktivt	107 680	978	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.75 %
DnB NOR Grønt Norden	DnB NOR	Aktivt	449 872	15 895	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
DnB NOR Norden (III)	DnB NOR	Aktivt	213 535	626	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.20 %
Carnegie Aksje Norden	Carnegie	Aktivt	76 078	650	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	1.40 %
Avanse Norden	DnB NOR	Aktivt	2 052 249	55 086	1 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.80 %
Handelsbanken Norden Selektiv	Handelsbanken	Aktivt	41 340	300	1 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.85 %
Delphi Norden	Storebrand	Aktivt	453 831	889	1 000	nei	nei	2.00 %	1.50 %	2.00 %
Orkla Finans Nordic	Orkla Finans	Aktivt	643 868	1 276	2 000	nei	nei	max 3%	0.50 %	1.80 %
Holberg Norden	Holberg	Aktivt	2 222 385	3 208	3 000	nei	nei	differensiert	0.00 %	1.50 %
KLP AksjeNorden	KLP	Aktivt	1 615 262	231	3 000	nei	nei	1.00 %	0.20 %	1.20 %
ODIN Norden	Odin	Aktivt	12 278 680	164 775	3 000	nei	nei	differensiert	0.50 %	2.00 %
Handelsbanken Nordic	Handelsbanken	Aktivt	94 544	602	10 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
Nordea Norden	Nordea	Aktivt	229 287	1 316	10 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
ABN AMRO Norden	ABN AMRO	Aktivt	286 661	278	25 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
ODIN Norden II	Odin	Aktivt	682 004	16	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.90 %
Orkla Finans Nordic II	Orkla Finans	Aktivt	271 642	1	150 000 000	nei	nei	max 3%	max 0,5%	0.50 %
Terra Alpha	Terra	Aktivt	162 933	4 407	1 andel	nei	nei	1.00 %	0.50 %	1.00 %
Terra Norden	Terra	Aktivt	380 919	14 651	1 andel	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
WarrenWicklund Norden	WarrenWicklund	Aktivt	48 513	112	1 andel	nei	nei	4.00 %	2.00 %	0.50 %

Aksjefond - Europeiske (aktive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Europa	Storebrand	Aktivt	501 873	2 497	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.75 %
Avanse EuroAksje	DnB NOR	Aktivt	42 239	991	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
Carnegie Aksje Europa	Carnegie	Aktivt	307 483	265	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	1.60 %
Handelsbanken Europa Selektiv	Handelsbanken	Aktivt	18 997	170	1 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.85 %
Delphi Europa	Storebrand	Aktivt	171 772	419	1 000	nei	nei	2.00 %	1.50 %	2.00 %
ODIN Europa	Odin	Aktivt	2 792 803	31 682	3 000	nei	nei	differensiert	0.50 %	2.00 %
ODIN Europa SMB	Odin	Aktivt	3 772 731	40 407	3 000	nei	nei	differensiert	0.50 %	2.00 %
DnB NOR European Small Cap	DnB NOR	Aktivt	85 745	2 543	10 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.75 %
Handelsbanken Euro-Active	Handelsbanken	Aktivt	15 939	234	10 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
Handelsbanken Europa	Handelsbanken	Aktivt	24 179	124	10 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.60 %
Handelsbanken Europa Aggressiv	Handelsbanken	Aktivt	25 187	154	10 000	nei	nei	1.00 %	1.00 %	1.85 %
Nordea Europa	Nordea	Aktivt	279 147	1 750	10 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
Pluss EMU Aksje	Fondsforvaltning	Aktivt	106 028	123	50 000	nei	nei	1.00 %	1.00 %	1.20 %
DnB NOR Europa (II)	DnB NOR	Aktivt	196 211	6 139	100 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
ODIN Europa II	Odin	Aktivt	330 976	19	10 000 000	nei	nei	0.00 %	0.00 %	0.90 %
Storebrand Europa I	Storebrand	Aktivt	1 629 137	3	10 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.20 %

Aksjefond - Europeiske (passive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
KLP AksjeEuropa Indeks I	KLP	Passivt	143 898	1	10 000 000	nei	nei	0.25 %	0.25 %	0.13 %
KLP AksjeEuropa Indeks II	KLP	Passivt	1 305 605	2	10 000 000	nei	nei	0.25 %	0.25 %	0.13 %

Aksjefond - Østeuropeisk

Fond	Forvaltningsselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
DnB NOR Øst-Europa	DnB NOR	Aktivt	439 306	10 733	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Carnegie Østeuropa	Carnegie	Aktivt	286 338	640	1 000	nei	nei	differensiert	1.00 %	1.50 %
Handelsbanken Øst-Europa	Handelsbanken	Aktivt	81 371	704	10 000	nei	nei	0.00 %	1.00 %	1.60 %
Nordea Øst-Europa	Nordea	Aktivt	242 050	1 624	10 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.60 %

Aksjefond - Norsk/internasjonalt

Fond	Forvaltningsselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningsk apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
DnB NOR Barnefond	DnB NOR	Aktivt	409 327	25 140	100	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Storebrand Barnespar	Storebrand	Aktivt	149 761	4 282	100	nei	nei	0.00 %	0.50 %	2.00 %
Storebrand Pensjonsspar	Storebrand	Aktivt	284 148	7 096	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
SKAGEN Vekst	Skagen	Aktivt	11 771 094	79 034	1 000	ja	nei	differensiert	0.00 %	1.00 %
Terra Spar	Terra	Aktivt	617 174	35 866	1 andel	nei	nei	0.00 %	3.00 %	2.00 %
Terra Vekst	Terra	Aktivt	376 351	20 053	1 andel	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %

Aksjefond - Livssyklusfond

Fond	Forvaltningsselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Spar 2010	Storebrand	Aktivt	49 795	1 063	100	nei	nei	2.00 %	0.50 %	1.20 %
Storebrand Spar 2020	Storebrand	Aktivt	50 933	1 489	100	nei	nei	2.00 %	0.50 %	1.50 %
Storebrand Spar 2030	Storebrand	Aktivt	36 922	1 125	100	nei	nei	2.00 %	0.50 %	1.50 %
Storebrand Spar 2040	Storebrand	Aktivt	54 852	1 279	100	nei	nei	2.00 %	0.50 %	1.50 %

Aksjefond - Bransjefond Finans

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
DnB NOR Finans	DnB NOR	Aktivt	261 839	553	100 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.20 %
Terra Utbytte	Terra	Aktivt	583 174	2 727	1 andel	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %

Aksjefond - Bransjefond Helse

Fond	Forvaltnings-selskap	Aktivt/passivt	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
DnB NOR Health Care	DnB NOR	Aktivt	125 016	3 478	25 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
Postbanken Helse	DnB NOR	Aktivt	34 481	5 857	300	nei	nei	1.00 %	0.10 %	2.00 %

Aksjefond - Bransjefond Teknologi

Fond	Forvaltningsselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Teknologi	Storebrand	Aktivt	185 446	4 761	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.75 %
Postbanken Teknologi	DnB NOR	Aktivt	36 926	5 614	300	nei	nei	1.00 %	0.10 %	2.00 %
Holberg @	Holberg	Aktivt	41 021	254	3 000	nei	nei	differensiert	0.00 %	1.00 %
DnB NOR Nordic Technology	DnB NOR	Aktivt	376 226	10 103	25 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
DnB NOR Telecom	DnB NOR	Aktivt	32 832	498	25 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.50 %
WarrenW Teknologi	WarrenWicklund	Aktivt	66 550	56 1 andel		nei	nei	4.00 %	2.00 %	0.50 %

Aksjefond - Bransjefond Øvrige

Fond	Forvaltningselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
DnB NOR Miljøinvest	DnB NOR	Aktivt	111 145	3 380	100	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
ODIN Maritim	Odin	Aktivt	788 740	9 598	3 000	nei	nei	differensiert	0.5%	2.00 %
ODIN Offshore	Odin	Aktivt	4 551 924	37 632	3 000	nei	nei	differensiert	0.5%	2.00 %
DnB NOR Navigator	DnB NOR	Aktivt	520 834	685	500 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.00 %
ODIN Eiendom	Odin	Aktivt	327 065	68	1 000 000	nei	nei	2.00 %	0.5%	1.00 %

Aksjefond - Svensk

Fond	Forvaltningselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
ODIN Sverige	Odin	Aktivt	3 512 982	13 507	3 000	nei	nei	differensiert	0,5%	2,00 %
Handelsbanken Sweeden Shares	Handelsbanken	Aktivt	4 140	57	10 000	nei	nei	3,00 %	0,50 %	1,50 %
ODIN Sverige II	Odin	Aktivt	2 589 332	21	10 000 000	nei	nei	0,00 %	0,00 %	0,90 %

Aksjefond - Japanske

Fond	Forvaltnings-selskap	Aktivt/passivt	Forvaltningsk- apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Japan	Storebrand	Aktivt	374 015	1 845	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.75 %
DnB NOR Japan	DnB NOR	Aktivt	190 282	8 371	1 000	nei	nei	differensiert	0.20 %	1.80 %

Aksjefond - Asiatiske fond ekskl. Japan

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minsteinnskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltningshonorar
DnB NOR Asia	DnB NOR	Aktivt	678 997	13 734	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Storebrand Asia	Storebrand	Aktivt	138 752	1 606	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.75 %
Storebrand Asia A	Storebrand	Aktivt	26 713	1	10 000 000	nei	nei	0.30 %	0.20 %	1.00 %
Storebrand Asia B	Storebrand	Aktivt	5 685	2	1 000 000	nei	nei	1.00 %	0.40 %	1.40 %

Aksjefond - Nordamerikanske (aktive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningsk apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
Storebrand Nord-Amerika	Storebrand	Aktivt	250 904	579	100	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.75 %
DnB NOR USA	DnB NOR	Aktivt	44 607	3 253	300	nei	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Handelsbanken America	Handelsbanken	Aktivt	40 343	129	10 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
Storebrand Nord Amerika I	Storebrand	Aktivt	7 589 356	1	10 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.15 %

Aksjefond - Nordamerikanske (passive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningsk apital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
KLP AksjeUSA Indeks II	KLP	Passivt	1 192 542	1	10 000 000	nei	nei	0.25 %	0.25 %	0.13 %
KLP AksjeUSA Indeks USD	KLP	Passivt	856 148	2	15 000 000	nei	nei	0.10 %	0.10 %	0.10 %

Aksjefond - Andre regionale fond (aktive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste-innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltningshonorar
DnB NOR Aktiv Aksje	DnB NOR	Aktivt	577 628	16 514	5 000	ja	nei	differensiert	0.20 %	2.00 %
Handelsbanken Far East	Handelsbanken	Aktivt	54 997	455	10 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	1.50 %
Handelsbanken India	Handelsbanken	Aktivt	14 880	412	1 000	nei	nei	3.00 %	0.50 %	2.00 %
Handelsbanken Latin-Amerika	Handelsbanken	Aktivt	56 502	337	10 000	nei	nei	0.00 %	1.00 %	1.60 %
Landkreditt Kina	Landkreditt	Aktivt	27 405	352	300	nei	nei	differensiert	0.25 %	differensiert
ODIN Finland	Odin	Aktivt	2 179 974	16 726	3 000	nei	nei	differensiert	0.50 %	2.00 %

Aksjefond - Andre regionale fond (passive)

Fond	Forvaltningsselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kunderforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
KLP AksjeAsia Indeks I	KLP	Passivt	72 816	1	10 000 000	nei	nei	0.50 %	0.25 %	0.10 %
KLP AksjeAsia Indeks II	KLP	Passivt	673 066	2	10 000 000	nei	nei	0.25 %	0.25 %	0.13 %
Storebrand Asia Pacific Indeks I	Storebrand	Passivt	352 714	1	10 000 000	nei	nei	0.20 %	0.20 %	0.30 %

Aksjefond - Nye Markeder

Fond	Forvaltningselskap	Aktivt/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minste- innskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltnings- honorar
SKAGEN Kon-Tiki	Skagen	Aktivt	13 934 765	47 345	1 000	ja	nei	differensiert	0.00 %	2.50 %
Handelsbanken Vekstmarked	Handelsbanken	Aktivt	49 207	298	10 000	nei	nei	0.00 %	1.00 %	1.60 %

Hedgefond

Fond	Forvaltningssselskap	Aktiv/passivt	Forvaltningskapital	Antall Kundeforhold	Minsteinnskudd	Performance fee	Fond i fond	tegningsprovisjon	salgsprovisjon	Forvaltningshonorar
WarrenWicklund Nordic Hedge I	WarrenWicklund	Aktivt	618 450	467	100 000	nei	nei	5.00 %	1.00 %	2.25 %
WarrenWicklund Nordic Hedge II	WarrenWicklund	Aktivt	273 393	19	5 000 000	ja	nei	5.00 %	1.00 %	1.50 %

Differensierte tegningshonorarer

ABN AMRO Indeks	avhengig av tegnigsbeløp. Maks 2%
ABN AMRO Indeks+	avhengig av tegnigsbeløp, min 0.3% &, maks 2%
ABN AMRO Kapital	avhengig av tegnigsbeløp, min 1%, maks 3%
Gambak	avhengig av tegnigsbeløp, min 1%, maks 3%
ABN AMRO Optimal	avhengig av tegnigsbeløp, min 0.4%, maks 2%
Carnegie Aksje Norge	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie Aksje Norge	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie Aksje Norge	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie Norge Indeks	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie Norge Indeks	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie Norge Indeks	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie Aksje Norden	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie Aksje Norden	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie Aksje Norden	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie Aksje Europa	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie Aksje Europa	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie Aksje Europa	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie Medical	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie Medical	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie Medical	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie Østeuropa	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie Østeuropa	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie Østeuropa	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie World Wide	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie World Wide	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie World Wide	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie World Wide Em. Growth	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie World Wide Em. Growth	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie World Wide Em. Growth	> NOK 1 000 000 -> 1%
Carnegie Multifond	< NOK 100 000 -> 3%
Carnegie Multifond	NOK 100 000 - 1 000 000 -> 2%
Carnegie Multifond	> NOK 1 000 000 -> 1%
Avanse Norge (II)	NOK 0 - 99 999 -> 3%
Avanse Norge (II)	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
Avanse Norge (II)	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
Avanse Norge (II)	NOK 2 500 000 - 0.75%

Differensierte tegningshonorarer

DnB NOR SMB	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR SMB	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR SMB	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR SMB	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Barnefond	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Barnefond	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Barnefond	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Barnefond	NOK 2 500 000 - 0.75%

Avanse Norden	NOK 0 - 99 999 -> 3%
Avanse Norden	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
Avanse Norden	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
Avanse Norden	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Grønt Norden	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Grønt Norden	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Grønt Norden	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Grønt Norden	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Norden (III)	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Norden (III)	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Norden (III)	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Norden (III)	NOK 2 500 000 - 0.75%

Avanse EuroAksje	NOK 0 - 99 999 -> 3%
Avanse EuroAksje	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
Avanse EuroAksje	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
Avanse EuroAksje	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Europa (II)	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Europa (II)	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Europa (II)	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Europa (II)	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR European Small Cap	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR European Small Cap	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR European Small Cap	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR European Small Cap	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Øst-Europa	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Øst-Europa	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Øst-Europa	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Øst-Europa	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR USA	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR USA	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR USA	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR USA	NOK 2 500 000 - 0.75%

Differensierte tegningshonorarer

DnB NOR Asia	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Asia	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Asia	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Asia	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Japan	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Japan	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Japan	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Japan	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Global (V)	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Global (V)	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Global (V)	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Global (V)	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Global Etisk (IV)	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Global Etisk (IV)	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Global Etisk (IV)	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Global Etisk (IV)	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Global Etisk (V)	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Global Etisk (V)	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Global Etisk (V)	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Global Etisk (V)	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Global Selektiv II	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Global Selektiv II	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Global Selektiv II	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Global Selektiv II	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Globalspar	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Globalspar	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Globalspar	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Globalspar	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Multi Global 103	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Multi Global 104	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Multi Global 105	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Multi Global 106	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Health Care	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Health Care	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Health Care	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Health Care	NOK 2 500 000 - 0.75%

Differensierte tegningshonorarer

DnB NOR Nordic Technology	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Nordic Technology	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Nordic Technology	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Nordic Technology	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Telecom	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Telecom	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Telecom	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Telecom	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Finans	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Finans	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Finans	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Finans	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Miljøinvest	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Miljøinvest	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Miljøinvest	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Miljøinvest	NOK 2 500 000 - 0.75%

DnB NOR Navigator	NOK 0 - 99 999 -> 3%
DnB NOR Navigator	NOK 100 000 - 999 999 -> 2.5%
DnB NOR Navigator	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1.2%
DnB NOR Navigator	NOK 2 500 000 - 0.75%

Fondsfinans Spar	NOK 100 000 - 999 999 -> 1%
Fondsfinans Spar	NOK 1 000 000 - 4 999 999 -> 0.5%
Fondsfinans Spar	NOK 5 000 000 -> 0.2

Fondsfinans Aktiv	NOK 100 000 - 999 999 -> 1%
Fondsfinans Aktiv	NOK 1 000 000 - 4 999 999 -> 0.5%
Fondsfinans Aktiv	NOK 5 000 000 -> 0.2

Fondsfinans Farmasi-Biotekno.	NOK 100 000 - 999 999 -> 1%
Fondsfinans Farmasi-Biotekno.	NOK 1 000 000 - 4 999 999 -> 0.5%
Fondsfinans Farmasi-Biotekno.	NOK 5 000 000 -> 0.3%

Fondsfinans IT-Telecom	NOK 100 000 - 999 999 -> 1%
Fondsfinans IT-Telecom	NOK 1 000 000 - 4 999 999 -> 0.5%
Fondsfinans IT-Telecom	NOK 5 000 000 -> 0.3%

Holberg Norge	NOK 0 - 499 999 -> 3%
Holberg Norge	NOK 500 000 - 999 999 -> 2%
Holberg Norge	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1%
Holberg Norge	NOK 2 500 000 - 4 999 999 -> 0,5%
Holberg Norge	NOK 5 000 000 - 9 999 999 -> 0,3%
Holberg Norge	NOK 10 000 000 - 29 999 999 -> 0,15%
Holberg Norge	NOK 30 000 000 - 49 999 999 -> 0,10%
Holberg Norge	NOK 50 000 000 -> 0%

Differensierte tegningshonorarer

Holberg Trend	NOK 0 - 499 999 -> 3%
Holberg Trend	NOK 500 000 - 999 999 -> 2%
Holberg Trend	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1%
Holberg Trend	NOK 2 500 000 - 4 999 999 -> 0,5%
Holberg Trend	NOK 5 000 000 - 9 999 999 -> 0,3%
Holberg Trend	NOK 10 000 000 - 29 999 999 -> 0,15%
Holberg Trend	NOK 30 000 000 - 49 999 999 -> 0,10%
Holberg Trend	NOK 50 000 000 -> 0%

<u>Holberg@</u>	NOK 0 - 499 999 -> 3%
<u>Holberg@</u>	NOK 500 000 - 999 999 -> 2%
<u>Holberg@</u>	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1%
<u>Holberg@</u>	NOK 2 500 000 - 4 999 999 -> 0,5%
<u>Holberg@</u>	NOK 5 000 000 - 9 999 999 -> 0,3%
<u>Holberg@</u>	NOK 10 000 000 - 29 999 999 -> 0,15%
<u>Holberg@</u>	NOK 30 000 000 - 49 999 999 -> 0,10%
<u>Holberg@</u>	NOK 50 000 000 -> 0%

Holberg Norden	NOK 0 - 499 999 -> 3%
Holberg Norden	NOK 500 000 - 999 999 -> 2%
Holberg Norden	NOK 1 000 000 - 2 499 999 -> 1%
Holberg Norden	NOK 2 500 000 - 4 999 999 -> 0,5%
Holberg Norden	NOK 5 000 000 - 9 999 999 -> 0,3%
Holberg Norden	NOK 10 000 000 - 29 999 999 -> 0,15%
Holberg Norden	NOK 30 000 000 - 49 999 999 -> 0,10%
Holberg Norden	NOK 50 000 000 -> 0%

Landkreditt Kina	NOK 0 - 100 000 -> 2,75%
Landkreditt Kina	NOK 100 001 - 1 000 000 -> 1,75%
Landkreditt Kina	NOK: 1 000 001 -> etter avtale

Odin Norge	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Norge	NOK 1 000 000 - 2%

Odin Sverige	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Sverige	NOK 1 000 000 - 2%

Odin Norden	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Norden	NOK 1 000 000 - 2%

Odin Europa	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Europa	NOK 1 000 000 - 2%

Odin Europa SMB	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Europa SMB	NOK 1 000 000 - 2%

Odin Finland	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Finland	NOK 1 000 000 - 2%

Differensierte tegningshonorarer

Odin Maritime	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Maritime	NOK 1 000 000 - 2%
Odin Offshore	NOK 0 - 999 999 -> 3%
Odin Offshore	NOK 1 000 000 - 2%
Odin Kort Obligasjon	NOK 0 - 99 999 -> 0,9%
Odin Kort Obligasjon	NOK 100 000 - 999 999 -> 0,4%
Odin Kort Obligasjon	NOK 1 000 000 - 0,2%
Odin Obligasjon	NOK 0 - 99 999 -> 0,9%
Odin Obligasjon	NOK 100 000 - 999 999 -> 0,4%
Odin Obligasjon	NOK 1 000 000 - 0,2%
Skagen Vekst	NOK 0 - 500 000 -> 0.7%
Skagen Vekst	NOK 500 000 - 1 000 000 -> 0.5%
Skagen Vekst	NOK 1 000 000 - 5 000 000 -> 0.2%
Skagen Vekst	NOK 5 000 000 - 0%
Skagen Kon Tiki	NOK 0 - 500 000 -> 0.7%
Skagen Kon Tiki	NOK 500 000 - 1 000 000 -> 0.5%
Skagen Kon Tiki	NOK 1 000 000 - 5 000 000 -> 0.2%
Skagen Kon Tiki	NOK 5 000 000 - 0%
Skagen Global	NOK 0 - 500 000 -> 0.7%
Skagen Global	NOK 500 000 - 1 000 000 -> 0.5%
Skagen Global	NOK 1 000 000 - 5 000 000 -> 0.2%
Skagen Global	NOK 5 000 000 - 0%
Nordea avkastning	NOK 0 - 1 000 000 -> 2.9%
Nordea avkastning	NOK 1 000 000 - 1%
Nordea Kapital	NOK 0 - 1 000 000 -> 1%
Nordea Kapital	NOK 1 000 000 - 0%
Nordea Norge Verdi	NOK 0 - 1 000 000 -> 2.9%
Nordea Norge Verdi	NOK 1 000 000 - 1%
Nordea SMB	NOK 0 - 1 000 000 -> 2.9%
Nordea SMB	NOK 1 000 000 - 1%
Nordea Norden	NOK 0 - 1 000 000 -> 2.9%
Nordea Norden	NOK 1 000 000 - 1%
Nordea Vekst	NOK 0 - 1 000 000 -> 2.9%
Nordea Vekst	NOK 1 000 000 - 1%
Nordea Europa	NOK 0 - 1 000 000 -> 2.9%
Nordea Europa	NOK 1 000 000 - 1%

Differensierte tegningshonorarer

Nordea Øst-Europa	NOK 0 - 1 000 000 -> 2.9%
Nordea Øst-Europa	NOK 1 000 000 - 1%
Nordea Internasjonale Aksjer 3	NOK 0 - 1 000 000 -> 1%
Nordea Internasjonale Aksjer 3	NOK 1 000 000 - 0%
Nordea Stabile Aksjer Global	NOK 0 - 1 000 000 -> 1%
Nordea Stabile Aksjer Global	NOK 1 000 000 - 0%
Nordea Global High Yield	NOK 0 - 1 000 000 -> 1%
Nordea Global High Yield	NOK 1 000 000 - 0.5%
Nordea Aktiv	NOK 0 - 200 000 -> 2%
Nordea Aktiv	NOK 200 000 - 1%

Differensierte forvaltningshonorarer

Fond	Andeler	Forvaltningshonorar
ABN AMRO NORGE+	1 - 90 000	0.70 %
ABN AMRO NORGE+	90 001 - 225 000	0.42 %
ABN AMRO NORGE+	225 001 - 450 000	0.35 %
ABN AMRO NORGE+	450 001 -	0.28 %
ABN AMRO INDEKS+	1 - 100 000	1.00 %
ABN AMRO INDEKS+	100 001 - 250 000	0.50 %
ABN AMRO INDEKS+	250 001 - 500 000	0.25 %
ABN AMRO INDEKS+	500001 -	0.10 %
ABN AMRO OECD+	1 - 51 000	0.35 %
ABN AMRO OECD+	51 001 -	0.07 %
ABN AMRO Likviditet	1 -295 600	0.30 %
ABN AMRO Likviditet	295 601 - 591 200	0.15 %
ABN AMRO Likviditet	591 201 - 1 182 400	0.09 %
ABN AMRO Likviditet	1 182 401 -	0.06 %
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	1- 9 999	0.25 %
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	10 000 - 49 999	0.19 %
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	50 000 - 74 999	0.15 %
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	75 000 - 99 999	0.13 %
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	100 000 - 199 999	0.12 %
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	200 000 - 399 999	0.11 %
Danske Fund Norsk Likviditet Institusjon	400 000	0.09 %
Fondsfinans Spar	1 000 000	trinnvis forvaltningshonorar - utgangspunk 1%
Fondsfinans Spar	10 000 000	trinnvis forvaltningshonorar - utgangspunk 1%
Fondsfinans Spar	25 000 000	trinnvis forvaltningshonorar - utgangspunk 1%
Fondsfinans Spar	100 000 000	trinnvis forvaltningshonorar - utgangspunk 1%
Fondsfinans Aktiv	20 000 000	trinnvis forvaltningshonorar - utgangspunk 1%
Landkreditt Norge	andeler: 0 - 10 000	1,75%
Landkreditt Norge	andeler: 10 001 - 50 000	1.00 %
Landkreditt Norge	andeler: 50 001 - 200 000	0,75%
Landkreditt Norge	andeler: 200 001 -	0,5%
Landkreditt Kina	andeler: 0 - 10 000	1,75%
Landkreditt Kina	andeler: 10 001 - 50 000	1.00 %
Landkreditt Kina	andeler: 50 001 - 200 000	0,75%
Landkreditt Kina	andeler: 200 001 -	0,5%
Orkla Finans Investment Funds	andeler: 0 -100	1,8%
Orkla Finans Investment Funds	andeler: 100 -	0,9%
Orkla Finans Pensjon	andeler: 0 - 1 000	0,35%
Orkla Finans Pensjon	andeler: 1 000 -	0,2%
Orkla Finans Likviditet	andeler: 0 - 1 000	0,35%
Orkla Finans Likviditet	andeler: 1 000 -	0,2%
Pareto Høyrente	andeler 0 -20 000	0,65%
Pareto Høyrente	andeler 20 001 -50 000	0,2%
Pareto Høyrente	andeler 50 001 -	0,11%
Pareto Obligasjon	andeler 0 -20 000	0,45%
Pareto Obligasjon	andeler 20 001 -50 000	0,13%
Pareto Obligasjon	andeler 50 001 -	0,1%

FONDSNAVN	FAST	VARIABELT FORV HONNORAR	BENCHMARK	EVT MIN	EVT MAX
DnB NOR Global Selektiv II	-	-	MSCI World	0.50 %	4.50 %
DnB NOR Aktiv Aksje	2.00 %		Egen indeks	1.00 %	3.00 %
Fondsfinans Farmasi-Biotekno.	1.00 %	10% av alpha	2.50 %	1.00 %	-
Fondsfinans IT-Telecom	1.00 %	10% av alpha	2.50 %	1.00 %	-
Pareto Aktiv Global	1.75%	20% av alpha	Oslo Børs Statserfikatindeks	0,5%	3.00 %
Pareto Aktiv	1.5%	20% av alpha	Oslo Børs Statserfikatindeks	0,5%	3.00 %
Pareto Kreditt	0,75%	20% av alpha	ST1X	0.00 %	1.5%
Skagen Vekst	1.00 %	10% av alpha	6 %	1.00 %	-
Skagen Kon Tiki	2.50 %	10% av alpha	Morgan Stanleys utbyttejusterte vekstmarkedsindeks	1.00 %	4.00 %
Skagen Global	1.00 %	10% av alpha	MSCI World	1.00 %	-
Delphi vekst	1.00 %	10 av alpha	5 %	1.00 %	4.00 %
Delphi verden	2.00 %	10% av alpha	MSCI World	0.00 %	4.00 %
WarrenWicklund Nordic Hedge II	1.50 %	20% av alpha	ST1X	-	-
Holberg Trend	1.00 %	10% av alpha	10% avkastning (siste 12 mnd)	1.00 %	-
Skagen Global II	0.60 %	10% av alpha	Morgan Stanley World Index	-	-

Ikke analyserte fond	Arsak
ABN AMRO Asia Pacific Multi Strategy Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Europe Equity Dynamic Fund Class A	Luxembourg registrert
ABN AMRO Europe Equity Dynamic Fund Class I	Luxembourg registrert
ABN AMRO Europe Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Europe Equity Growth Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Small Companies Europe Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Eastern Europe Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO US Equity Growth Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO US Equity Growth Fund Class I	Luxembourg registrert
ABN AMRO US Equity Value Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO China A Shares	Luxembourg registrert
ABN AMRO Asian Tigers Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Latin America Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Japan Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Emerging Markets Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Emerging Markets Equity Fund Class I	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Quant	Luxembourg registrert
ABN AMRO Multi Manager Funds - World Equities	Luxembourg registrert
ABN AMRO Social Responsible Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Brazil Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO China Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO India Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Russia Equity Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Pharma Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Information Technology Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Property Equity Fund A	Luxembourg registrert
ABN AMRO Absolute Return Bond Class I	Luxembourg registrert
ABN AMRO Absolute Return Bond Fund IH	Luxembourg registrert
ABN AMRO Emerging Markets Debt Hedge Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Emerging Markets Bond Fund (EUR)	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Emerging Markets Bond Fund (USD)	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Emerging Markets Bond Fund I Class (USD)	Luxembourg registrert
ABN AMRO High Yield Bond Fund	Luxembourg registrert
ABN AMRO Global Multi Strategy Fund EUR	Fond-i-fond
ABN AMRO Global Multi Strategy Fund USD	Fond-i-fond
ABN AMRO Multi Strategy Fund	Fond-i-fond
Fokus Open	Fond-i-fond
Vekterfond Balansert	Fond-i-fond
Vekterfond Offensiv	Fond-i-fond
Vekterfond Trygg	Fond-i-fond
Avanse Norge (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Norge (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Norge (III)	Fond-i-fond
DnB NOR Norge Selektiv (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Norge Selektiv (II)	Fond-i-fond
DnB NOR Norden (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Norden (II)	Fond-i-fond
DnB NOR Europa (I)	Fond-i-fond
ML UBN European Opportunities	Fond-i-fond
Avanse Nord Amerika	Fond-i-fond
DnB NOR Global Emerging Market	Fond-i-fond
DnB NOR Global (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Global (II)	Fond-i-fond
DnB NOR Global (III)	Fond-i-fond

Ikke analyserte fond	Arsak
DnB NOR Global (IV)	Fond-i-fond
DnB NOR Global Selektiv I	Fond-i-fond
Fidelity UBN International	Fond-i-fond
ML UBN Gobal Small Cap	Fond-i-fond
DnB NOR Global Allokering	Fond-i-fond
DnB NOR Kombinasjonsfond	Fond-i-fond
DnB NOR Kompass	Fond-i-fond
DnB NOR Optimal	Fond-i-fond
DnB NOR Sikring I	Fond-i-fond
DnB NOR Aktiv Likviditet	Fond-i-fond
DnB NOR Aktiv Rente	Fond-i-fond
DnB NOR Obligasjon (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Obligasjon (II)	Fond-i-fond
DnB NOR Obligasjon 20 (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Obligasjon 20 (II)	Fond-i-fond
DnB NOR Obligasjon 20 (III)	Fond-i-fond
DnB NOR Statsobligasjon (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Likviditet 20 (II)	Fond-i-fond
DnB NOR Likviditet (II)	Fond-i-fond
DnB NOR Likviditet 20 (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Likviditet 20 (III)	Fond-i-fond
DnB NOR Pengemarked (I)	Fond-i-fond
DnB NOR Global Hedge	Fond-i-fond
Postbanken Folkefond	Fond-i-fond
Postbanken Fremtid	Fond-i-fond
Postbanken Aksjefokus	Fond-i-fond
Postbanken Norge	Fond-i-fond
Postbanken Europa	Fond-i-fond
Postbanken Global	Fond-i-fond
Handelsbanken Fond i Fond 100	Fond-i-fond
Handelsbanken Fond iFond 100 I	Fond-i-fond
Handelsbanken Fond i Fond 50	Fond-i-fond
Holberg Global Index	Fond-i-fond
Landkreditt Aksje Global	Fond-i-fond
ODIN Robur Øst-Europa	Fond-i-fond
ODIN Franklin USA	Fond-i-fond
ODIN Franklin USA SMB	Fond-i-fond
ODIN Templeton Japan	Fond-i-fond
ODIN Templeton Emerging Mkts	Fond-i-fond
ODIN Robur Contura	Fond-i-fond
ODIN Templeton Global	Fond-i-fond
ODIN Templeton Global SMB	Fond-i-fond
ODIN Robur Medica	Fond-i-fond
ODIN Robur Kommunikasjon	Fond-i-fond
OF Global	Fond-i-fond
Nordea European Value	forvaltet fra utlandet
Nordea Amerika	Fond-i-fond
Nordea Far Eastern Value	forvaltet fra utlandet
Nordea N. American Value	forvaltet fra utlandet
Nordea Asia	Fond-i-fond
Nordea Japan	Fond-i-fond
Nordea Global Value	Fond-i-fond
Nordea Internasjonale Aksjer	Fond-i-fond
Nordea Internasjonale Aksjer 2	Fond-i-fond

Ikke analyserte fond	Arsak
Nordea Japanese Value	forvaltet fra utlandet
Nordea Global Biotech	forvaltet fra utlandet
Nordea Medica Life Science	forvaltet fra utlandet
Nordea Global Mobility	forvaltet fra utlandet
Nordea IT	forvaltet fra utlandet
Nordea Foresta	forvaltet fra utlandet
Storebrand Goldman SMB Europa	Fond-i-fond
Storebrand F&C Em. Markets	Fond-i-fond
Storebrand WGA Health Care	Fond-i-fond
Storebrand Energi	Fond-i-fond
Storebrand Aktiv Allokering	Fond-i-fond
Terra Europa	Fond-i-fond
Terra Nord-Amerika	Fond-i-fond
Terra Asia	Fond-i-fond
Terra Japan	Fond-i-fond
Terra Global	Fond-i-fond
WarrenWicklund World	Fond-i-fond
Carnegie Aksje Norge II	ikke tilgjengelig
Carnegie Aksje Norge III	ikke tilgjengelig
Carnegie Aksje Norge IV	ikke tilgjengelig
Carnegie World Wide III	ikke tilgjengelig
Carnegie Pengemarked II	ikke tilgjengelig
Danske Fund Norske Aksjer Institusjon II	ikke tilgjengelig
Danica Pensjon Norge - Aksje	ikke tilgjengelig
Investeringsprofil Aksjer	ikke tilgjengelig
Vekterfond Aksjer I	ikke tilgjengelig
Danica Pensjon Norge - Obligasjon	ikke tilgjengelig
Investeringsprofil Renter	ikke tilgjengelig
DnB NOR Norge Pensjon	ikke tilgjengelig
DnB NOR AM Lang Statsobl	ikke tilgjengelig
DnB NOR AM Obligasjon 2	ikke tilgjengelig
DnB NOR AM Obligasjon 4	ikke tilgjengelig
GN Internasjonal Kreditt	ikke tilgjengelig
Handelsbanken Europa Selektiv I	ikke tilgjengelig
Handelsbanken Multimarket	ikke tilgjengelig
Handelsbanken Swedish Bonds	ikke tilgjengelig
Navigator Aksje Norge	ikke tilgjengelig
Holberg Norden II	ikke tilgjengelig
Navigator Obligasjon Norge	ikke tilgjengelig
Navigator Pengemarked Norge	ikke tilgjengelig
Nordea Global	ikke tilgjengelig
Skagen Vekst III	ikke tilgjengelig
SKAGEN Global III	ikke tilgjengelig
Storebrand Norge H	ikke tilgjengelig
Terra Aktiv Allokering	ikke tilgjengelig
Handelsbanken Esprit	Fond-i-fond
Handelsbanken Global IT Indeks	Fond-i-fond
ODIN Robur Miljø	Fond-i-fond
Nordea Stabil Avkastning	Fond-i-fond

Kostnader målt mot differanseavkastning

Globale aksjefond med 3 års historikk:

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.5	1.36 %	6.2 %
0.5 - 1	1.08 %	18.5 %
1 - 1.5	0.73 %	45.5 %
1.5 - 2	0.36 %	22.1 %
2 - 2.5	-0.42 %	6.2 %
> 2.5	-0.59 %	1.5 %
Alle Fond	0.66 %	100 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 1.586 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Norske aksjefond med 3 års historikk

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.5	3.41 %	5.0 %
0.5 - 1	1.95 %	28.3 %
1 - 1.5	0.39 %	23.3 %
1.5 - 2	-0.11 %	43.3 %
Alle Fond	0.77 %	100 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 60 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Norske obligasjonsfond med 3 års historikk

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.20	-0.21 %	37.8 %
0.20 - 0.35	-0.65 %	13.5 %
0.35 - 0.50	-0.42 %	32.4 %
> 0.50	-0.60 %	16.2 %
Alle Fond	-0.41 %	100 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 37 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Norske pengemarkedsfond med 3 års historikk

Management Fee i % (Å)	Snitt Diff Avkastning	Andel Fond
< 0.15	0.03 %	32.4 %
0.15 - 0.3	-0.05 %	29.7 %
0.3 - 0.45	-0.19 %	18.9 %
> 0.45	-0.48 %	18.9 %
Alle Fond	-0.13 %	100 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 37 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Kostnader målt mot tracking error

Globale aksjefond med 3 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	1.44 %	25 %
2	1.41 %	25 %
3	1.35 %	25 %
4 H	1.46 %	25 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 1.586 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Snitt Tracking Error Alle Fond: 5.2%

Norske aksjefond med 3 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	1.23 %	25 %
2	1.29 %	25 %
3	1.61 %	25 %
4 H	1.60 %	25 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 60 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Snitt Tracking Error Alle Fond: 4.7

Norske obligasjonsfond med 3 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	0.38 %	25 %
2	0.37 %	25 %
3	0.37 %	25 %
4 H	0.41 %	25 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 37 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Snitt Tracking Error Alle Fond: 0.68%

Norske pengemarkedsfond med 3 års historikk

Tracking Error (kvartil)	Snitt Kostnad	Andel Fond
1 L	0.24 %	25 %
2	0.29 %	25 %
3	0.36 %	25 %
4 H	0.32 %	25 %

Basert på 3 års historisk data

Antall fond: 37 (inkl. flere andelsklasser for enkelte fond)

Snitt Tracking Error Alle Fond: 0.20%