



Fremtidens formuesforvaltning

En kvalitativ studie av formuesforvaltningsbransjen i Norge

Øydis Haavi & Anine Wictorsen

Veileder: Tommy Stamland

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon,
hovedprofil - finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntar for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne masteroppgaven analyserer vi formuesforvaltningsbransjen i Norge basert på en kvalitativ metode med semistrukturerte intervjuer. Mer presist adresserer vi både hovedutfordringene denne bransjen står overfor og fremtidsutsikter. Oppgaven vil primært belyse hvordan implementeringen av en rekke nye europeiske direktiv, press fra finansiell teknologi, samt endring i kundepreferanser setter sentrale rammebetingelser for bransjens utvikling.

Ved hjelp av en omfattende gjennomgang av formuesforvaltningsbransjen avdekket vi at bransjen står overfor et marginpress som kommer fra mange kanter samtidig. Både grunnet økte kostnader, knyttet til blant annet etterlevelse av regulatoriske krav, men også reduserte inntekter. Det tradisjonelle rådgivningshonoraret vil være vanskelig å forsvare fremover. Aktørene må tilpasse sin forretningsmodell, og tilby tjenester utover ren investeringsrådgivning som kundene vil være villig til å betale for. Vi finner at aktørene i bransjen vil rette sin virksomhet mot mer velstående kundesegmenter og Family Offices. Robotiserte og helautomatiske tjenester vil være tilbudet for kundene med lavere investerbar formue. For kundene i formuesforvaltning argumenterer vi for at en hybridløsning, som kombinerer det beste fra personlig rådgivning og robotrådgivning, er fremtiden. Videre finner vi støtte for at bransjen vil være preget av samarbeid med FinTech-selskaper for å tilpasse seg kundenes endrede preferanser i retning av stadig mer digitale løsninger. Våre funn avdekker at den teknologiske utviklingen representerer en mulighet for bransjen i form av bedre verktøy i rådgivningen, støtte ved etterlevelse av regulatoriske krav, samt å tilrettelegge for en bedre kundeopplevelse. Personlig interaksjon er svært sentralt i forholdet mellom kunde og rådgiver i dag, og vil fortsatt være verdsatt når neste generasjon tar over familieformuene.

Implementeringen av MiFID II legger press på den tradisjonelle inntektsmodellen og krever økt transparens av kostnader. Våre funn tilsier at bransjen vil se en nedgang i bruk av returprovisjoner allerede de neste årene. Som et resultat vil inntektsgrunnlaget endre seg fremover, og spesielt for ikke-uavhengige rådgivere. Generelt finner vi at bransjen står overfor en situasjon preget av store omstillinger. For aktørene gjelder det å se potensialet i utviklingen og posisjonere seg for en fremtid med pressede marginer og en ny konkurransesituasjon.

Forord

Denne utredningen er skrevet som del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). Oppgaven tilsvarer 30 studiepoeng og er skrevet innenfor hovedprofilen Finansiell Økonomi. Studien ble påbegynt i januar 2019 og avsluttet i mai samme år. Arbeidet med masteroppgaven har både vært utfordrende og tidkrevende, men til gjengjeld svært interessant og lærerikt. Vi ønsket å skrive om et tema vi begge syntes var spennende og som kunne ha et bidrag, og følgelig har arbeidet med oppgaven gitt oss betydelig innsikt i formuesforvaltningsbransjen i Norge.

Gjennom hele prosessen er det flere personer vi ønsker å takke. Vi vil først og fremst takke vår veileder, Tommy Stamland, for gode innspill og konstruktive tilbakemeldinger gjennom prosessen. Videre ønsker vi å takke Atle Sivertsen i Finance Innovation for inspirasjon og hjelp til å komme i kontakt med relevante intervjuobjekter. Vi vil også rette en stor takk til ekspertene vi har intervjuet. Vi er svært takknemlige for at de var villige til å stille opp til intervju og deres bidrag har vært essensielle for oppgaven. Deres innspill har bidratt til at vi har fått økt forståelse for bransjen og dens utvikling.

Vi ønsker avslutningsvis å takke venner, familie og kjæreste. Vi er veldig takknemlige for deres støtte, oppmuntrende ord og forståelse i en periode hvor masteroppgaven har vært krevende og tatt mye tid. Vi er heldig som har dere!

Bergen, 30.mai 2019

Øydis Haavi

Øydis Haavi

Anine Wictorsen

Anine Wictorsen

Innholdsfortegnelse

1.0 INTRODUKSJON	8
1.1 OPPGAVENS DISPOSISJON.....	11
1.2 BAKGRUNN OG MOTIVASJON	11
2.0 LITTERATUR	12
2.1 PRINSIPAL-AGENT TEORI	12
2.2 KONKURRANSEFORTRINN.....	16
2.3 KOOPERATIV KONKURRANSE («COOPETITION»)	18
2.4 PLATTFORMER OG NETTVERKSEFFEKTER.....	18
2.5 INNGANGSBARRIERER.....	19
2.6 «FIRST MOVER ADVANTAGES»	20
2.6.1 Teknologiske fortrinn	20
2.6.2 Knappe ressurser	21
2.6.3 Byttekostnader.....	21
2.7 INVESTERINGSRÅDGIVNING OG SPAREPROSESSEN	22
2.7.1 Spareprosessen.....	23
2.7.2 Rådgiverens rolle i spareprosessen	26
2.7.3 Uavhengig vs. ikke-uavhengig rådgivning.....	27
2.7.4 Kapitalforvaltning vs. Formuesforvaltning.....	28
2.8 REGULERINGER.....	29
2.8.1 MiFID II.....	30
2.8.2 AML.....	35
2.8.3 GDPR	36
2.8.4 PSD2	37
2.9 ROBOTRÅDGIVNING	38
3.0 BRANSJEN	42
3.1 BANKBRANSJEN I NORGE	42
3.2 INVESTERINGSBRANSJEN I NORGE.....	43
3.3 FORMUESFORVALTNING	45
3.3.1 Tradisjonell formuesforvaltning og Private Banking	46
3.3.2 Family Office.....	47
3.3.3 Konkurransesituasjon i Norge	48
3.3.4 Kostnadsstruktur	51
3.3.5 Fremtidsutsikter	51

4.0 METODE	53
4.1 FORSKNINGSTILNÆRMING	53
4.1.1 <i>Forskningsdesign</i>	53
4.1.2 <i>Metode for datainnsamling</i>	54
4.2 DATAINNSAMLING	55
4.2.1 <i>Intervjuforberedelser</i>	55
4.2.2 <i>Datakilder</i>	56
4.2.3 <i>Intervjuutførelse</i>	59
4.2.4 <i>Dataanalyse</i>	60
4.3 FORSKNINGSKVALITET	61
4.3.1 <i>Validitet</i>	61
4.3.2 <i>Reliabilitet</i>	63
5.0 FUNN	64
5.1 REGULERINGER	64
5.1.1 <i>MiFID II</i>	66
5.1.2 <i>AML</i>	72
5.1.3 <i>GDPR</i>	73
5.1.4 <i>PSD2</i>	74
5.2 ROBOTISERING OG TEKNOLOGISK UTVIKLING	75
5.3 RELASJONER	81
5.4 BRANSJENS UTSIKTER	83
5.4.1 <i>Marginpress</i>	83
5.4.2 <i>Neste generasjon</i>	84
5.4.3 <i>Utvikling i segmentet</i>	85
5.4.4 <i>Konkurranselandskap</i>	87
6.0 DISKUSJON	90
6.1 FØRER BRUK AV RETURPROVISJONER TIL ET PRINSIPAL-AGENT PROBLEM OG BØR RETURPROVISJONER FORBYS?	90
6.2 HVORDAN KAN AKTØRENE I BRANSJEN OPPRETHOLDE LØNNSOMHETEN FREMOVER?	93
6.3 HVILKE MULIGHETSOMRÅDER HAR KUNSTIG INTELLIGENS I FORMUESFORVALTNINGSBRANSJEN?	95
6.4 HVORDAN KAN AKTØRENE I BRANSJEN POSISJONERE SEG I ET KONKURRANSELANDSKAP I ENDRING?	97
7.0 KONKLUSJON	101
8.0 LITTERATURLISTE	103

VEDLEGG	114
VEDLEGG 1 - INTERVJUGUIDE	114
VEDLEGG 2 - INFORMASJONSSKRIV.....	117

Figurliste

Figur 1: Porter's generiske strategier.	16
Figur 2: Ulike typer rådgivere rangert fra lav til høy grad av automatisering.	40
Figur 3: Største bankkonsern i Norge per 31.12.2017.	43
Figur 4: Sammenheng mellom risiko og avkastning.	44
Figur 5: Ulike i segmenter i formuesforvaltning.	49
Figur 6: Oversikt over de største aktørene i bransjen.	50

1.0 Introduksjon

Norges befolkning har samlet sett aldri vært rikere. Ved inngangen til 2018 var det nesten 170.000 dollarmillionærer i Norge, hvor hver av dem i gjennomsnitt hadde 22 millioner kroner i investerbar formue (Capgemini, 2018). Med økt formue øker behovet for investeringsrådgivning. Capgeminis World Wealth Report 2018 viser at verdens rikeste har tilgang på formuesforvaltere som oppnår høyere avkastning enn noen andre i markedet. Formuesforvaltning kan i den enkleste form beskrives som investeringsrådgivning til formuende kunder. Den tradisjonelle forretningsmodellen har bestått av relasjonsbasert investeringsrådgivning, med en inntektsmodell som i stor grad har basert seg på rådgivningshonorar som en prosentsats av kundens formue under forvaltning («Asset Under Management»).

Historisk har denne bransjen vært svært lønnsom, men de senere årene har man sett en nedgang i lønnsomheten. En rapport fra Deloitte, som tar for seg utviklingen i bransjen i Vest-Europa, viser at profittmarginene de senere årene har vært fallende. Fra 2000 frem til 2017 falt marginene med mer enn 40 prosent til tross for en betydelig markedsvekst i samme periode (Kobler, Schlotmann & Fischer, 2017). Marginpresset i bransjen kommer fra flere kanter samtidig som kundenes preferanser går i retning av mer digitale løsninger. Dette er en indikasjon på at formuesforvaltere i økende grad ikke klarer å betjene kundene med den tradisjonelle forretningsmodellen.

Fremveksten av finansiell teknologi (FinTech) fører til disruptive innovasjoner i bank- og finansbransjen som utfordrer de tradisjonelle forretningsmodellene. Særlig fremveksten av robotrådgivere, som leverer internettbaserte rådgivningstjenester ved bruk av algoritmer og porteføljeteori, representerer et særlig relevant substitutt til tradisjonell rådgivning. Den teknologiske utviklingen, i kombinasjon med den nylige innføringen av EUs reviderte betalingstjenestedirektiv (PSD2), åpner opp for et helt annet konkurranselandskap enn tidligere. PSD2 fører til at bankenes monopol på kontoinformasjon og betalingstjenester vil forsvinne ved å åpne døren for alle selskaper som ønsker å benytte seg av bankenes informasjon (Hellström, 2018).

Per i dag opplever den europeiske bank- og finansbransjen en regulatorisk bølge. Det reviderte verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID II), det reviderte hvitvaskingsdirektivet

(AML) og det nye personverndirektivet (GDPR) er alle direktiv som i stor grad påvirker formuesforvaltningsbransjen¹. Fellesnevneren er at økt forbruker- og investorbeskyttelse står sentralt. De økte kravene fører til en omstilling i bransjen, og prosesser og rutiner må tilpasses for å sørge at man etterlever de økte kravene. MiFID II er spesielt relevant for formuesforvaltningsbransjen, og medfører et tydelig skille mellom uavhengige og ikke-uavhengige investeringsrådgivere. Dette skillet går først og fremst på hvorvidt man mottar returprovisjoner eller ikke. Returprovisjoner er vederlag fra tredjeparter og et eksempel er distribusjonshonorar ved distribusjon av verdipapirfond. Bruken av dette og eventuelle interessekonflikter har vært et sentralt tema ved implementeringen av MiFID II. Videre legger direktivet spesielt press på den tradisjonelle inntektsmodellen og krever mer transparens enn tidligere.

Formuesforvaltningsbransjen står følgelig overfor en situasjon hvor stadig økende regulatoriske krav må etterleves, samtidig som PSD2 og fremveksten av FinTech-selskaper utfordrer deres tradisjonelle forretningsmodell ved å forsøke å møte kundenes behov med digitale og automatiserte løsninger. Vi vil i denne oppgaven studere hvilke utfordringer formuesforvaltningsbransjen i Norge står overfor i dag. Videre ønsker vi å danne oss et bilde av fremtidsutsiktene til bransjen og hvordan aktørene i bransjen tilpasser seg nye krav og posisjonerer seg i et konkurranselandskap i endring. Vår overordnede problemstilling er som følger:

Hva er hovedutfordringene for formuesforvaltningsbransjen i Norge i dag, og hvordan vil bransjen utvikle seg fremover?

For å besvare problemstillingen har vi intervjuet tolv eksperter, hvorav fem jobber i formuesforvaltningsbransjen. De resterende er enten advokater med kompetanse på finansregulatorisk lovgivning, personvern eller FinTech, eller personer med erfaring fra robotrådgivning. Ved å intervju disse personene har vi fått en dypere innsikt i bransjen, samt økt forståelse av hvordan rådgiverrollen blir påvirket av regulatoriske krav og press fra

¹ Sammenfattende begrep for investeringsrådgivning til formuende kunder. Herunder både Private Banking, Wealth Management og Family Office tjenester. Referer ikke til selskapet Formuesforvaltning AS.

finansiell teknologi. Basert på våre funn fra ekspertintervjuene formulerte vi fire spørsmål for diskusjon:

- Fører bruk av returprovisjoner til et prinsipal-agent problem og bør returprovisjoner forbys?
- Hvordan kan aktørene i bransjen opprettholde lønnsomheten fremover?
- Hvilke mulighetsområder har kunstig intelligens i formuesforvaltningsbransjen?
- Hvordan kan aktørene i bransjen posisjonere seg i et konkurranselandskap i endring?

Disse spørsmålene ble drøftet i lys av relevant litteratur og nyere artikler. Basert på vår diskusjon avdekket vi en rekke interessante funn. Våre hovedfunn viser at formuesforvaltningsbransjen kommer til å gå mer og mer bort fra returprovisjoner fremover. Det vil skje en endring i inntektsmodellen, og da spesielt for ikke-uavhengige investeringsrådgivere. Grunnet marginpresset i bransjen finner vi at minstekravet for å bli kunde i formuesforvaltning vil øke og at aktørene vil rendyrke strategien sin mot de mest formuende kundene. Robotiserte og helautomatiske løsninger vil være tilbudet til kunder med lavere investerbar formue. Dette som følge av at det ikke er lønnsomt å tilby dem personlig rådgivning, men også fordi kundene ikke vil være villig til å betale mer for personlig rådgivning med mindre man ser en reell merverdi. Vi argumenterer for at kundene med de største porteføljene og Family Offices vil være villig til å betale for en slik skreddersøm da servicetilbudet strekker seg utover kun investeringsrådgivning.

For kundene i formuesforvaltning vil tilbudet angivelig bestå av en hybridmodell som kombinerer det beste fra personlig rådgivning og robotiserte løsninger. Relasjonen er grunnpilaren i bransjen, men kundene etterspør stadig mer digitale løsninger. Våre funn viser at bransjen kommer til å være preget av flere samarbeid med FinTech-selskaper. Dette for å tilegne seg relevant kompetanse og utvikle bedre verktøy. Bedre verktøy kan ikke bare bidra til å gjøre kundeopplevelsen bedre, men også underlette administrative oppgaver. For eksempel kan digitalisering av arbeidsoppgaver knyttet til etterlevelse av regulatoriske krav gjøre at rådgiveren kan fokusere mer på relasjonen med kunden. Innføringen av PSD2 på sin side kan føre til at man kan gi mer skreddersydd rådgivning til kundene basert på at informasjon om en kundes totale økonomiske situasjon blir mer tilgjengelig. Dette aspektet blir ansett som en fordel, men direktivet fører samtidig til at bransjen blir mer konkurranseutsatt. Vi finner at det gjelder for aktørene i bransjen å se mulighetene i utfordringene de står overfor nå for å unngå å bli akterutseilt.

1.1 Oppgavens disposisjon

Masteroppgaven er delt inn i syv hovedkapitler, hvor introduksjonen danner grunnlaget for valg av tema og problemstilling. I kapittel 2 introduserer vi relevante teorier knyttet til vår problemstilling. Videre følger en presentasjon av aktuelle regelverk og fenomenet robotrådgivning. Vi vil i kapittel 3 gjøre rede for både bank- og investeringsbransjen i Norge, før vi beskriver formuesforvaltningsbransjen i nærmere detalj. Oppgavens fjerde kapittel beskriver våre metodiske valg og fremgangsmåte for datainnsamling. I kapittel 5 presenteres våre funn fra ekspertintervjuene. Deretter drøftes de mest interessante funnene i kapittel 6 med hjelp av litteraturen fra kapittel 2 og relevante artikler. Avslutningsvis vil vi i kapittel 7 konkludere og besvare problemstillingen.

1.2 Bakgrunn og motivasjon

Etter at vi begge tok kurset «FinTech» på NHH våren 2018 hadde vi et ønske om å skrive vår masteroppgave innenfor dette emnet. I kurset fant vi det utrolig interessant å undersøke hvordan tradisjonelle finansielle tjenester blir utfordret fra nye konkurrenter og reguleringer som endrer bransjens dynamikk på mange måter. Vi var også i samtaler med Finance Innovation i Bergen for å høre deres tanker om potensielle tema til masteroppgave innenfor FinTech-området.

Vi var først inne på å skrive om PSD2, men vi fant raskt ut at PSD2 og direktivets påvirkning på norsk bankbransje hadde blitt forsket mye på tidligere. Vi ønsket derfor en annen vinkling. En av oss har tidligere jobbet i formuesforvaltningsbransjen, og har arbeidserfaring fra å etterleve flere av de reguleringene som påvirker bransjen i dag. Formuesforvaltning består i mange tilfeller ikke bare av investeringsrådgivning som er underlagt regelverk som MiFID II og AML, men også banktjenester som igjen er pålagt andre regulatoriske krav. I tillegg består segmentene aktørene retter seg mot av velstående kunder som i mange tilfeller har ulike preferanser sammenlignet med tradisjonelle bankkunder. På bakgrunn av kompleksiteten i bransjen fant vi det høyst relevant og interessant å skrive en oppgave som omhandler nettopp hvilke utfordringer formuesforvaltningsbransjen står overfor, og da spesielt med vekt på økte regulatoriske krav og press fra finansiell teknologi.

2.0 Litteratur

I denne delen av oppgaven ønsker vi å presentere aktuell teori knyttet til vår problemstilling. Teoriene vi vil fokusere på er prinsipal-agent teori, relevant teori om konkurransefortrinn, samt teori om kooperativ konkurranse (coopetition), plattformer, nettverkseffekter og inngangsbarrierer. Til slutt vil vi presentere spareprosessen og rådgivers rolle. Videre skal vi gjøre rede for trendene som kan ha påvirkning på formuesforvaltningsbransjen. De trendene vi skal presentere er ulike finansielle reguleringer og framvekst av robotrådgiverne i det norske markedet. Temaene som blir presentert i dette kapittelet vil senere i oppgaven bli anvendt i forbindelse med diskusjon av våre funn fra ekspertintervjuer.

2.1 Prinsipal-agent teori

Prinsipal-agent teori vil hjelpe oss til å få innsikt i hvordan relasjonen mellom rådgiver og investor fungerer og hvilke problemer som kan oppstå i en slik relasjon. Relasjonen mellom kunde og rådgiver innenfor formuesforvaltning er svært viktig, da en rådgiver har til oppgave å forvalte kundens formue eller gi investeringsråd. Tillit står helt sentralt i denne relasjonen. Vi vil nå presentere prinsipal-agent teorien, og knytte denne teorien opp mot forholdet mellom rådgiver og investor. Dette forholdet, og spesielt uavhengighet i rådgivningen, vil være et tema som vil bli diskutert videre i oppgaven.

Prinsipal-agent teori er en samfunnsøkonomisk teori som beskriver forholdet mellom en eier (prinsipal) og en ansatt (agent). Teorien belyser hvordan man ved hjelp av insentiver kan få samsvar mellom målene til prinsipalen og agenten (Andresen & Idsøe, 2016). Det enkleste prinsipal-agent forholdet er mellom to personer, hvor prinsipalen ansetter en agent for å utføre en spesifikk oppgave. Delegeringen av oppgaver og ansvar mellom prinsipalen og agenten kommer ofte ikke uten problemer. Dette dreier seg i hovedsak om at prinsipalen kun kan observere resultatene av agentens innsats, men agenten har ofte mer informasjon angående sin egen innsats og andre forhold. Det er derfor vanskelig for prinsipalen å observere agentens aktiviteter, som videre impliserer at prinsipalen står overfor tap av kontroll til agenten (Hendrikse, 2003, s.90).

Forholdet mellom finansiell rådgiver og investor blir ofte brukt som et eksempel på et typisk prinsipal-agent forhold. Døskeland (2014, s.410) påpeker at det generelt er en utfordring å få

rådgiver og investor til å ha samme målsetting for rådgivningen. I vår oppgave er det nettopp relasjonen mellom rådgiver og kunde vi er interessert i. Prinsipalen har et mål om å forvalte formuen sin og agenten blir ansatt til å sette sammen et mandat, eller en investeringsstrategi, for prinsipalen. I en slik situasjon er det vanskelig for prinsipalen å observere nøyaktig hvilke elementer agenten vektlegger og hvilken innsats agenten legger i rådgivningen. I tillegg kan det være vanskelig å konkludere med hvorvidt det er agentens innsats, og ikke tilfeldigheter, som er årsaken til at rådgiveren leverer god eller dårlig avkastning for prinsipalen. Disse usikkerhetene kan være kilder til informasjonsasymmetrier og kan medføre at agentens mål ikke er sammenfallende med prinsipalen.

Grad av informasjonsasymmetrier varierer blant kundene. Det er for eksempel et stort gap i kunnskapsnivået til rådgivningskunder. Skillet går gjerne mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Ikke-profesjonelle investorer har gjerne mindre forkunnskaper om investering, verdipapirer og porteføljeteori, mens profesjonelle gjerne innehar mer kunnskap og erfaring, eller til og med utdanning, innenfor finans. For investorer med lite kunnskap kan det være problematisk å forstå hvilken informasjon investeringsrådene er basert på, og det kan oppstå såkalte informasjonsasymmetrier som følge av at agenten besitter relevant informasjon som kunden ikke har fått tilgang til (Hendrikse, 2003, s. 96). Både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer kan ha vanskeligheter med å observere rådgiverens handlinger og innsats. Hendrikse (2003) påpeker at det derfor kan være vanskelig å avgjøre hvorvidt rådgiverens arbeid rettferdiggjør rådgivningshonoraret.

Men hva skal egentlig til for at vi har et prinsipal-agent problem? Hendrikse (2003) forklarer at et prinsipal-agent problem må bestå av tre komponenter. For det første må det foreligge oppside, eller gevinst, for agenten. Det vil si at prinsipalen er villig til å betale mer for utførelsen av en oppgave enn hva det faktisk koster for agenten, og agenten får en økonomisk gevinst. Videre vektlegger Hendrikse (2003) at forekomst av interessekonflikt mellom prinsipalen og agenten står sentralt i modellen. En slik interessekonflikt er gjerne at prinsipalen og agenten har ulike målsettinger. Til slutt spiller asymmetrisk informasjon en viktig rolle. Man har en situasjon med asymmetrisk informasjon dersom aktørene har ulikt informasjonsgrunnlag ved beslutninger (Andresen, 2014). Dersom forholdet mellom en prinsipal og en agent inneholder de overnevnte faktorene står man overfor et *prinsipal-agent problem*.

For å unngå et slikt prinsipal-agent problem i forholdet mellom kunde og rådgiver forklarer Døskeland (2014, s. 412) at det må utformes en god styringsstruktur og en kontrakt. Døskeland presenterer videre fire modeller for organisering av rådgivningsfunksjonen, hvilket kalles for prinsipal-agent strukturer. Den første modellen er at investoren klarer seg selv, uten hjelp fra rådgiver. Dette kan for eksempel være å handle verdipapirer selv gjennom en handelsplattform. Dette forutsetter et visst kunnskapsnivå. Den andre modellen kalles for «one-stop shopping». Her henvender investoren seg til et og samme sted for alle råd og handler. Et eksempel på en slik «one-stop shop» er en bank. Videre er det tredje alternativet å oppsøke en uavhengig rådgiver. Her vil rådgiveren velge det beste alternativet for investoren, og kjøpe dette på vegne av investoren. Slike tilfeller har tidligere vært preget av interessekonflikter, men innføringen av MiFID II skjerpet kravene til uavhengighet. Siste alternativ kalles for «two-stop shopping». Her går også investor til en uavhengig rådgiver for å få råd, men velger å utføre selve handelen selv. Her får kunden den kunnskapen som skal til for å fatte gode beslutninger. Døskeland (2014, s. 413) fremhever denne modellen som den ryddigste, hvor rådgiveren faktisk blir en rådgiver og ikke en selger.

I en rådgivningssituasjon har det ofte vært slik at det som er til det beste for kunden ikke nødvendigvis er det beste for rådgiveren (Døskeland, 2014, s. 410). En sentral utfordring er å sørge for at målene til rådgiver og investor er sammenfallende. Rådgiveren står overfor et dilemma om hvorvidt de skal selge visse finansielle produkter eller gi råd om hva som faktisk er det beste for kunden. Videre er det vanskelig for kunden (prinsipalen) å observere kvaliteten på arbeidet til rådgiveren (agenten) (Døskeland, 2014, s. 410). Til syvende og sist handler det om at rådgiveren gir uavhengige råd, eller om man har en økonomisk interesse av å anbefale verdipapirer som ikke nødvendigvis er til det beste for kunden. Valg av betalingsstruktur for rådgivning spiller derfor en vesentlig rolle for å unngå interessekonflikt.

Før investeringsrådgivningen kan iverksettes må det utarbeides en rådgivningsavtale mellom rådgiver og kunde. Her bestemmes blant annet rådgivningshonorar. En norm i bransjen er at rådgivningshonoraret beregnes som en prosentsats av investert kapital eller «Asset Under Management» (AUM). SEB for eksempel oppgir i sin rådgivningsavtale at «det beregnes et honorar for investeringsrådgivningen som utgjør inntil 1,2 prosent per år av kundens totale portefølje ved utløpet av det enkelte kvartal» (SEB, u.å,a).

Da rådgiver får betalt ut ifra porteføljens verdi er fordelene med AUM basert honorar at rådgiver blir med kunden både på oppturene, men også nedturene. Sånn sett er kundens og rådgivers interesser sammenfallende, da rådgiver tjener mer dersom porteføljen går godt og dårligere dersom porteføljen går dårlig. På den andre siden kan porteføljen generere høy avkastning på grunn av forhold utenfor rådgivers kontroll. Ved AUM basert honorar vil derfor rådgiver bli belønnet i tider med vekst i økonomien, selv om veksten ikke er rådgivers fortjeneste. Investoren vil da belønne rådgiveren for gode resultater som ikke nødvendigvis stammer fra rådgivers egen innsats (Ang, 2014, s. 505).

Returprovisjoner har lenge vært utbredt i norsk og internasjonal finansbransje, og har vært svært lønnsomt for aktørene innenfor bransjen (Forbrukerrådet, 2019a). Returprovisjoner er vederlag fra andre enn kunder, som for eksempel distribusjonshonorar ved distribusjon av verdipapirfond. I henhold til MiFID II er det kun ikke-uavhengige rådgivere som kan motta slike returprovisjoner. Hvis det gjøres må det opplyses om til kunden. Som en ikke-uavhengig rådgiver opplyser SEB i sin rådgivningsavtale at «banken kan motta vederlag fra andre enn kunden, for eksempel som en prosentandel av det kunden betaler til slike tredjeparter varierende etter produkttype og volum» (SEB, u.å,a).

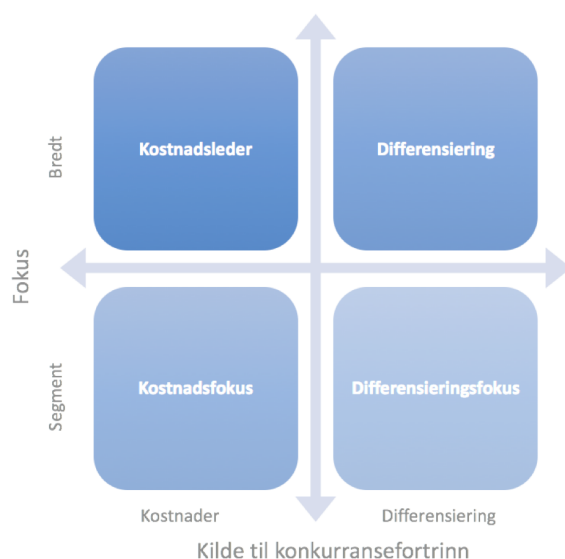
Forbrukerrådet er skeptiske til denne praksisen og påpeker at verdipapirforetakene får en økonomisk interesse i å anbefale et bestemt produkt dersom de mottar returprovisjoner (Forbrukerrådet, 2019a). Det reises også spørsmål hvorvidt man kan kalle seg rådgivere da returprovisjoner styrer rådgivere til å opptre mer som selgere (Ang, 2014, s. 503). Forbrukerrådet har gått hardt ut og ønsker å forby bruken av returprovisjoner og viser blant annet til gode erfaringer fra forbud i Nederland og Storbritannia (Forbrukerrådet, 2019a). I Norge er det fortsatt lov som ikke-uavhengig rådgiver å motta returprovisjoner, men MiFID II stiller krav til både tilstrekkelig produkttilbud og merverdi for kunden (Selmer, 2018).

Videre i dette kapittelet vil vi komme nærmere inn på MiFID II og hva som menes med uavhengighet i rådgivning. I oppgavens diskusjonskapittel vil vi diskutere interessekonflikt ved rådgivning, rådgiveres insentiver, og hvordan dette kan lede til et prinsippal-agent problem.

2.2 Konkurransefortrinn

Bank og finansbransjen er stadig i endring, og fremveksten av en mer digital økonomi har ført til endrede kundepreferanser. Verdipapirforetakene må tilpasse seg endringene i kundepreferanser for å møte deres behov. I tillegg går formuesforvaltning i retning av å bli mer teknologisk og demokratisk, samt regulert (Deloitte, u.å,a). Så selv om man har et konkurransefortrinn i dag er det ikke gitt at det vil vedvare fremover. Verdipapirforetakene er nødt til å ta grep i dag for å forsvare eller styrke sin posisjon i en bransje under press. Et selskap må sette klare mål og strategier for å bygge bærekraftig konkurransefortrinn.

Et konkurransefortrinn er avgjørende for hvordan en virksomhet klarer seg i et konkurransepreget marked (Porter, 1992, s. 15). Et konkurransefortrinn er det som gjør at en virksomhets produkter eller tjenester er foretrukket overfor andre virksomheters produkter eller tjenester. I bunn og grunn bygger et konkurransefortrinn på hvilken verdi et foretak kan skape for sine kunder, og hvor mye denne verdien overstiger foretakets kostnad for å skape den. Porter (1992) definerer to hovedkategorier av konkurransefortrinn; kostnadslederskap og differensiering. De to hovedkategoriene fører igjen til tre generiske strategier som er omtalt som kostnadslederskap, differensiering og fokusering. Kostnadsleder- og differensieringsstrategien fokuserer på et bredere spekter av bransjen enn hva en fokuseringsstrategi gjør som på sin side er mer segmentfokusert.



Figur 1: Porter's generiske strategier.

I en kostnadslederstrategi fokuserer foretaket på å tilby tilsvarende produkter og tjenester til en lavere pris enn konkurrentene. Foretak gjør dette ved kontinuerlig å forbedre operasjonell effektivitet (Amadeo, 2019). Det er som regel kun plass til én kostnadsleder i bransjen og etterhvert som man vokser kan man kunne utnytte stordriftsfordeler. Porter beskriver kostnadslederskap som en strategi hvor det spesielt gjelder å slå til så effektivt at konkurrentene ikke får noen sjanse, men mindre betydelige teknologiske endringer gir konkurrentene mulighet til å endre sin kostnadsposisjon drastisk (Porter, 1992, s. 32).

Et eksempel på et selskap som prøver seg på en kostnadslederstrategi er DNB som i februar 2019 kuttet prisene både på sine aktivt forvaltede fond og indeksfond kraftig. Per i dag har DNB allerede over 30 prosent markedsandel i sparemarkedet. Ved å tilby rimeligere fondssparing håper DNB å kunne vokse mer og få økt volum på sikt. DNB gjør dette for å posisjonere seg i et marked hvor konkurransen er stor (Bjerknes, 2019a).

Den andre generiske strategien kalles for differensiering. Et selskap som følger en differensieringsstrategi ønsker å levere fordeler som konkurrentene ikke kan tilby. Et firma kan differensiere seg ved å tilby et unikt produkt av høy kvalitet, innovative løsninger, ha raskere leveringstid eller markedsføre seg på en måte som når kundene bedre. Et selskap velger å differensiere seg ut i fra hva de mener kundene ønsker, og forsøker å posisjonere seg slik at de er alene om å dekke disse behovene (Porter, 1992, s. 33). Selskap som velger en slik strategi har ofte høyere priser på sine produkter og tjenester.

Et selskap kan også velge en fokuseringsstrategi, som er at man velger enten et kostnadsleder- eller differensieringsfokus i sin strategi. Nøkkelen til en vellykket fokuseringsstrategi er å velge en spesifikk målgruppe eller markedssegment. For eksempel velger lokalbanker en fokuseringsstrategi for å oppnå bærekraftig konkurransefortrinn ved å rette seg mot lokale kunder og bedrifter. Et annet eksempel er nisjebanker som retter seg mot formuende personer eller såkalte «High Net Worth Individuals» (HNWI). Denne målgruppen krever et mer personlige preg og har et fokus på relasjoner som de store bankene trolig ikke kan tilby. Ifølge Porter (1992) vil kundene være villige til å betale mer for slike tjenester.

2.3 Kooperativ konkurranse («coopetition»)

Den siste tiden har bank- og finansbransjen sett en økende grad av samarbeid og konsolidering i ulike former. Blant annet inngikk Vipps i slutten av 2018 et samarbeid med kinesiske AliPay, og Sbanken kjøpte seg inn i FinTech-selskapet Quantfolio i 2017 (Trumpy, 2018; Strandli, 2017). Bank og finansbransjen opplever stadig press fra FinTech-selskaper, men Jan Magne Berge i Nordea Private Banking ser ikke på disse selskapene som en trussel:

«Vi har valgt å alliere oss med FinTech-selskaper. Vi ser ikke på dem som konkurrenter og de ser ikke på oss som konkurrenter heller. Så det er den delen som vi er minst bekymret for»

Generelt kan man si at et forhold mellom to virksomheter fokuserer enten på konkurranse eller samarbeid. Man skulle trodd at konkurranse mellom to bedrifter truer muligheten for senere samarbeid eller omvendt. Paradoksalt nok viser studier at i gjennomsnitt halvparten av samarbeid mellom bedrifter faktisk skjer mellom konkurrerende virksomheter. Konkurranse og samarbeid er altså ikke gjensidig utelukkende (Bengtsson & Kock, 2000). Dette introduserer konseptet med kooperativ konkurranse som overordnet kan defineres som samarbeid mellom konkurrerende virksomheter.

2.4 Plattformen og nettverkseffekter

Deloitte (2018a) beskriver at gitt dagens situasjon er det ikke uvanlig at forbrukere har kundeforhold i flere banker og verdipapirforetak. Dette gjelder alle segmenter, både tradisjonelle bankkunder og for formuende kunder. Videre peker Deloitte på at for kundens perspektiv fører dette til et fragmentert finansielt landskap, noe som igjen øker behovet for harmonisering og en mulig overgang for bankene til en mer plattformbasert forretningsmodell.

På et mer overordnet plan definerer Zhu & Furr i Harvard Business Review (2016) plattformer som «mellommenn som forbinder to eller flere forskjellige grupper av brukere, og derav aktiverer deres direkte interaksjon». Plattformer bidrar med andre ord til å gjøre ressurser og deltakere mer tilgjengelige for hverandre etter behov. Ifølge Hagiu og Wright (2015) vil en plattform kunne skape verdi for brukerne som er tilknyttet plattformen ved å

legge til rette for transaksjoner mellom disse. Videre viser Evans & Gawer (2016) til at de mest vellykkede av dagens plattformer er digitale. En slik type plattform fanger, omformer og kapitaliserer data over internett. På tross av dette kan en digital plattform også inneholde fysiske elementer i produkttilbudet. Slike fysiske elementer kan eksempelvis være arrangementer for brukerne av plattformen (Evans & Gawer, 2016). Videre viser Deloitte (u.å,b) til en betydelig fremvekst av plattformbaserte forretningsmodeller. Deloitte (u.å,b) definerer en plattformbasert forretningsmodell som en forretningsmodell som fasiliteterer for enklere samspill mellom aktørene innad i plattformen.

PSD2 direktivet som blir implementert i Norge i 2019 tvinger bankene til å åpne opp og dele kundeinformasjon med tredjeparter gjennom åpne API-er² som baner vei for såkalt «Open Banking». Uttrykket Open Banking brukes ofte til å beskrive et skifte fra en lukket, tradisjonell bankmodell til et åpent økosystem hvor bankdata deles mellom de ulike aktørene via digitale plattformer (Deloitte, 2018b). I motsetning til en tradisjonell bank kan en Open Banking-plattform hjelpe kunden å samle alle finansielle tjenester på et sted i sin personlige plattform (Accenture, 2018). I stadig økende grad erkjenner bankene at Open Banking-plattformer er helt avgjørende for bransjen fremover (Bearingpoint, 2016).

Videre konstaterer Evans & Gawer (2016) at et av de mest sentrale elementene ved en plattform er dens *nettverkseffekter*, og at disse er avgjørende for en plattforms suksess. Nettverkseffekter oppstår når en ny bruker øker verdien av en vare eller tjeneste for de eksisterende brukerne (Banton, 2019). Nettverkseffekter innebærer at fordelene med eget forbruk avhenger av antall brukere av samme tjeneste (Walz, 2018b, s. 4). Dette kan uten tvil være svært relevant for bank og finansbransjen. Som et eksempel kan man si at jo flere kunder som stoler på en bank, jo mer pålitelig blir banken.

2.5 Inngangsbarrierer

Inngangsbarrierer er forhold som kan gjøre en bransje mindre attraktiv for nye aktører, avhengig av barrierens omfang. Dette kan eksempelvis omfatte teknologiske utfordringer, nye reguleringer og oppstartskostnader (Lien, Knudsen & Baardsen, 2016, s. 107). Det

² «Application Programming Interface» eller programmeringsgrensesnitt.

finnes to typer inngangsbarrierer; strukturelle og strategiske. Strukturelle inngangsbarrierer er aspekter ved markedet som gjør det mindre attraktivt for aktører å entre markedet. Slike barrierer kan eksempelvis være at et marked har betydelige stordriftsfordeler som i stor grad er utnyttet av de eksisterende selskapene. Et sterkt nettverk innad i markedet kan også begrense mulighetene for nye aktører for å få et tilstrekkelig antall brukere, noe som kan virke avskrekkende (Corporate Finance Institute, u.å,a).

Ved strategiske inngangsbarrierer gjør de allerede eksisterende bedriftene i markedet det mindre attraktivt for en ny aktør å etablere seg. Dersom de eksisterende bedriftene setter lave priser, i tillegg til en høy produksjon, kan det bli vanskelig for potensielle aktører å tjene penger til den prisen. Dette kan videre forsterkes dersom det forekommer sterke merkenavn i markedet. Sterke merkenavn kan skape lojalitet blant kundene, og på den måten gjøre det mindre attraktivt for nye aktører å etablere seg i markedet (Lien, Knudsen & Baardsen, 2016, s. 107).

2.6 «First mover advantages»

«First mover advantage» refereres som fordel en virksomhet kan oppnå ved å være den første til å introdusere et produkt eller en tjeneste i markedet. Denne fordelen vil kunne tillate et selskap å opparbeide en sterk merkevare og kundelojalitet før andre konkurrenter inntar markedet (Corporate Finance Institute, u.å,b). Forskning viser til at jo tidligere en bank entrer et marked, desto større markedsandeler vil den klare å kapre i forhold til andre banker som etablerer seg på et senere tidspunkt (Berger & Dick, 2006). Dette er fordi banken som etablerte seg først allerede har opparbeidet seg et merkenavn og renommé blant kundene.

Lieberman og Montgomery (2002) lister opp tre mekanismer som kan føre til «first mover advantage». Disse er følgende teknologiske fortrinn, opsjoner på knappe ressurser og byttekostnader.

2.6.1 Teknologiske fortrinn

Det å oppnå et solid teknologisk fortrinn har ofte høy verdi når man prøver å oppnå «first mover advantage» i et marked. En bank som eksempelvis lanserer en tjeneste som bruker en ny, innovativ teknologi, kan skaffe seg en langsiktig kostnadsfordel dersom teknologien og

kompetansen for å skaffe seg fordelene holdes innenfor banken. Dette kan føre til et teknologisk fortrinn i markedet. En annen måte å oppnå en slik type fordel på er hvis bankens teknologi kan patenteres. Besittelse av teknologi som ikke er kjent for offentligheten kan gi store fordeler når andre bedrifter ikke klarer å replikere eller kopiere teknologien (Lieberman & Montgomery, 2002).

2.6.2 Knappe ressurser

Det er i hovedsak to måter for et selskap å vokse på; gjennom organisk vekst eller gjennom oppkjøp og fusjoner. Et selskap som har en førstetrekksfordel, ved å allerede ha opparbeidet seg en solid markedsposisjon, kan dermed oppnå fordeler i markedet ved å skaffe seg knappe ressurser utenfra i stedet for å utvikle det internt. Slike ressurser kan være en teknologisk kompetanse, dyktige medarbeidere, en spesiell programvare eller nøkkelleverandører (Lieberman & Montgomery, 2002). En bank kan eksempelvis samarbeide med et FinTech-selskap med overlegen kompetanse, med sikte om å utvikle innovative tjenester. Banken vil gjennom et slikt samarbeid kunne skaffe seg teknologiske ressurser til en markedspris under det som antas å være representativt på et senere tidspunkt.

2.6.3 Byttekostnader

Byttekostnader kan i den enkleste form defineres som en forbrukers kostnader som følge av å bytte merkevare, produkt eller leverandør (Grant & Kenton, 2019). En mer omfattende definisjon er de tekniske, psykologiske eller økonomiske faktorene som gjør det vanskeligere for kunden å bytte for eksempel en leverandør. Byttekostnader omhandler ikke bare økonomiske kostnader, men også psykologiske kostnader, tidsbaserte kostnader og kostnader knyttet til innsatsen som kreves for å faktisk bytte. Byttekostnader er essensielt i forbindelse med opparbeidelse av konkurransefortrinn, men også når det gjelder prising av produkter og tjenester. Flere selskaper streber etter å gjøre byttekostnadene så høye som mulig for sine kunder, da man ønsker å holde på kundene og slippe å bekymre seg for at de skal finne andre, mer attraktive alternativer (Grant & Kenton, 2019).

Tilstedeværelse av høye byttekostnader kan bety at det kan være vanskeligere for nye aktører å komme inn på markedet på et senere tidspunkt. De nye aktørene må da tiltrekke seg kunder fra de aktørene som anses å ha opparbeidet seg en førstetrekksfordel og da et etablert renommé som er vanskelig å måle seg mot. Det er likevel viktig å merke seg at det ikke gitt

at det lønner seg å være først i markedet. Selskaper som kommer inn i markedet på et senere tidspunkt har muligheten til å oppnå differensieringsfordeler ved å lære fra det første selskapets potensielle feilsteg. Slike fordeler kan omhandle områder som posisjonering, produktdesign og produktegenskaper (Kerin, Varadarajan, & Peterson, 1992). Et selskap som entrer markedet på et senere tidspunkt kan dermed tilby produkter som er mer rettet og egnet for ønsket målgruppe. Ifølge Cayenne Consulting (2018) vil det å inneha en dyp forståelse av forbrukernes behov og ønsker være en viktig kilde til suksess, og muligens mer vanskelig å oppnå dersom man forhaster seg inn i et marked med et uprøvd produkt eller tjeneste.

De selskapene som kommer inn i markedet på et senere tidspunkt har også muligheten til å posisjonere seg slik at de kan utnytte teknologiske svakheter i markedet. Utskiftning av teknologi skjer ofte mens den eksisterende teknologien fortsatt er i vekst (Lieberman & Montgomery, 2002). Det kan derfor være vanskelig for etablerte bedrifter å anerkjenne trusselen, samt gjennomføre forebyggende tiltak raskt nok.

2.7 Investeringsrådgivning og spareprosessen

Verdipapirhandelloven definerer investeringsrådgivning «som personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter» (Verdipapirhandelloven § 2-3, 2007).

Målet med investeringsrådgivning er å øke sjansene for at kundene tar gode beslutninger. En finansiell rådgiver har kunnskap og erfaring fra finansbransjen og er mindre utsatt for kognitive skjevheter, eller systematiske feiloppfatninger fra rasjonell teori. Kundens tillit til rådgiveren er svært viktig da en finansiell rådgiver støtter kunden gjennom hele spareprosessen. Spareprosessen kan beskrives som en tre-steps prosess (Døskeland, 2014, s. 408).

En definisjon av sparing er å flytte kapital fra i dag til fremtiden. Man sparer for å oppnå et mål; stort eller lite, kortsiktig eller langsiktig. Spareprosessen kalles også investeringsprosessen og er en prosess for å utarbeide en best mulig sparestrategi. Uavhengig av hva slags type investor man er eller hvor store investeringer man gjør må alle investorer gjennom denne prosessen (Døskeland, 2014, s. 49).

2.7.1 Spareprosessen

Steg 1: Behovsavdekking

I dette steget i spareprosessen ønsker man å kartlegge kundens behov, hvorvidt man må ta risiko og evnen til å ta risiko. For å finne kundens behov må man kartlegge både kundens mål med sparingen og det finansielle utgangspunktet. Ved å ta differansen mellom målet og utgangspunktet finner man behovet (Døskeland, 2014, s. 50). Når behovet er identifisert må man ta hensyn til risiko. Dersom behovet ikke kan oppnås ved risikofri sparing må man ta risiko. Det er generelt slik at jo høyere risiko man tar, desto større forventet avkastning får man. Det er dog viktig å merke seg at ved økt risiko øker sannsynligheten ikke bare for oppturer, men også nedturer. Alle personer har ulik evne til å ta risiko. For å kartlegge hvor mye risiko man kan ta må man identifisere kundens finansielle risikoprofil. En kundes finansielle risikoprofil kan ifølge Døskeland (2014, s. 51) deles inn i tre deler; risikokapasitet, risikoaversjon og risikooppfatning. I tillegg er det viktig å hensynta eventuelt andre eksisterende eksponeringer.

Risikokapasitet er en kundes finansielle kapasitet til å takle lavere avkastning enn forventet. Risikokapasiteten er særlig høy hos kunder med høy andel av egenkapital. Videre er risikoaversjon en kundes følelsesmessige evne til å håndtere usikkerhet knyttet til sine investeringer. Det er ikke mulig å kartlegge grad av risikoaversjon direkte, men man kan avsløre risikoaversjon ved å for eksempel be en kunde vurdere ulike «risiko versus avkastning»-alternativer i et spørreskjema. Ved å analysere en kundes svar opp i mot et teoretisk rammeverk som nytte-teori kan man komme frem til denne kundens risikoaversjonsparameter. Grad av risikoaversjon er en grunnleggende faktor for å bestemme hvilke spareformer som er aktuelle for en kunde (Døskeland, 2014, s. 52). Siste del som må til for å identifisere en kundes finansielle risikoprofil er kundens risikooppfatning. Denne delen omhandler hvordan kunden oppfatter risiko. Hvordan man oppfatter risiko er gjerne avhengig av markedssituasjonen og hvorvidt man er i et stigende eller synkende finansielt marked.

Steg 2: Hvilke tjenester kan finansmarkedet tilby? (Marked)

Andre steget i spareprosessen omhandler hvilke tjenester finansmarkedet tilbyr for å oppnå behovet som ble avdekket i forrige steg. I dette steget evaluerer man ulike spareformer og utvikler deretter et markedssyn som er et syn på hvordan de ulike spareformene vil utvikle

seg fremover. Det er i all hovedsak to kategorier av spareformer. Disse kategoriene er fremmedkapital og egenkapital. Hovedforskjellen mellom disse ligger i at dersom en kunde sparer i form av egenkapital eier denne kunden aksjer i en bedrift og går inn på eiersiden. Å spare i fremmedkapital derimot vil si at man som investor blir långiver og er typisk utlån av penger til bedrifter gjennom banksparing eller obligasjoner (Døskeland, 2014, s. 63). Finansmarkedet består også av alternative spareformer som private equity («PE»), hedgefond, råvarer og derivater. For å evaluere de ulike spareformene ser man gjerne på fire kriterier; avkastning, risiko, likviditet og vanskelighetsgrad (Døskeland, 2014, s. 61).

Avkastning

Avkastning kan komme fra to kilder; enten direkte avkastning fra utbytteinntekter eller ved verdiendring. Verdiendring vil si at verdien på investeringsobjektet har en annen markedspris enn ved kjøpstidspunktet (Døskeland, 2014, s. 64). Det er viktig å merke seg at man kun fokuserer på den avkastningen kunden har nytte av. Det vil si at man må trekke fra kostnader, skatt og inflasjon på bruttoavkastningen. Kostnader kan ved noen spareformer spise opp mye av avkastningen. Banksparing har lave kostnader, mens aksjer og fond har gjerne høyere kostnader. Døskeland deler kostnadene for fond i engangskostnader, løpende kostnader og resultatbaserte kostnader (Døskeland, 2014, s. 67). Typiske engangskostnader er tegnings- eller innløsningsgebyr ved kjøp eller salg av verdipapirer. Dette er kostnader som gjerne utgår ved en rådgivningsavtale. Løpende kostnader er også kalt forvaltningshonorar, og er et årlig honorar til forvalter av fondet. Resultatbaserte kostnader er kostnader som må betales dersom avkastningen til fondet overstiger en viss terskelverdi (Døskeland, 2014, s. 67).

Risiko

Da to forskjellige spareformer kan ha samme forventet avkastning til ulik risiko er risiko et viktig kriterium for vurdering av spareformer. Det vanligste målet på risiko er standardavvik. Det man er opptatt av ved de ulike spareformene er fremtidig risiko (Døskeland, 2014, s. 70).

Likviditet

Dette kriteriet omhandler omsetteligheten til investeringen. Døskeland (2014, s. 78) definerer likviditet som følger: «en investering er likvid hvis vi raskt kan gjøre den om til kontanter uten at det koster noe særlig». Aksjer i børsnoterte selskaper er svært likvide. God

likviditet er spesielt viktig i dårlige økonomiske tider. Som investor kan man få godt betalt for å ta likviditetsrisiko, men da er det viktig at man har mulighet til å bære denne risikoen. Har man en langsiktig investeringshorisont kan man tåle dårligere likviditet.

Vanskelighetsgrad

Noen spareformer krever høy forståelse av hva som egentlig foregår. Det siste kriteriet er viktig for å måle hvor komplisert spareformen er og følgelig hvor mye tid som må brukes på oppfølging. Ikke-profesjonelle kunder har høyere grad av investorbeskyttelse i henhold til MiFID II, og kan i mange tilfeller ikke investere i komplekse produkter med høy vanskelighetsgrad. De alternative spareformene som nevnt overfor er eksempler på investeringer med høy vanskelighetsgrad. Hvis man som investor ikke forstår hva som foregår står man i fare for å betale for mye for produktet eller tape mye penger (Døskeland, 2014, s.78)

Et *markedssyn* er en formening om hvordan man tror ulike spareformer vil utvikle seg fremover (Døskeland, 2014, s. 95). Et slikt syn er en viktig faktor for å lage en optimal investeringsportefølje. Et markedssyn er basert på historisk avkastning og prisingsteori. Historiske tall kan gi et godt grunnlag, men man kan ikke bruke historisk avkastning som et anslag for fremtidig avkastning. Prisingsteori, eller verdsettelse, omfatter mange ulike metoder og man kan ikke bruke én metode for å verdsette et selskap. Ved å benytte seg av flere verdsettelsesmetoder kan man komme frem til et estimat på riktig prisingsintervall for et selskap. Eksempler på slike verdsettelsesmetoder er diskontert fremtidig kontantstrøm («DCF») og multipl- verdsettelse basert på nøkkeltall (EV/EBITDA, P/E og lignende).

Steg 3: Optimal strategi for å nå behovet

Denne delen av spareprosessen omhandler utforming av strategi. Strategien blir utformet på bakgrunn av behovet som ble avdekket i første steg og hvilke tjenester finansmarkedet kan tilby i andre steg. Et annet navn for en slik strategi er mandatet. Døskeland peker på at de viktigste punktene i mandatet er strategisk aktivaallokering, rebalanseringsstrategi, valget om aktiv eller passiv forvaltning og ansvarlige investeringer (Døskeland, 2014, s. 154).

Strategisk aktivaallokering omhandler vekting av ulike aktivaklasser i porteføljen og dette gjøres på bakgrunn av standard porteføljeteori. Et av de mest sentrale prinsippene ved dette

er diversifisering, eller spredning av risiko. En optimal portefølje kombinerer en diversifisert portefølje med risikoskalering (Døskeland, 2014, s. 154).

Videre må en investor gjøre seg opp en tanke angående rebalansering. Man utarbeider en *rebalanseringsstrategi* for å bestemme hva som skjer med vektingen i de ulike aktivaklassene ved prisendring. Spørsmålet man må stille seg er hvorvidt man skal selge seg tilbake til utgangsvektingen eller sitte stille og la vektene endre seg i takt med prisendringen.

I mandatet må en investor også ta valget om *aktiv eller passiv forvaltning*. Teorien om effisiente markeder sier at all informasjon til enhver tid er reflektert i prisene og at det ikke er mulig å oppnå meravkastning (positiv alfa) ved aktiv forvaltning (Døskeland, 2014, s. 155). Å velge passiv forvaltning vil si at man følger markedet eller en indeks gjennom for eksempel et indeksfond. Passiv forvaltning er et mye rimeligere investeringsalternativ enn aktivt forvaltede fond.

Aktiv eller passiv forvaltning er et omdiskutert emne. Passiv forvaltning er det samme som indeksforvaltning, og går ut på å replikere en referanseindeks. Fordelene ved indeksforvaltning er lavere kostnader, høy transparens og bred eksponering mot underliggende. Aktiv forvaltning på sin side impliserer at en forvalter selv velger hvilke verdipapirer som fondet skal bestå av (Morningstar, u.å.). Selv om teori viser at det er mulig for forvaltere som er bedre enn gjennomsnittet å slå markedet viser forskning det motsatte. Fama & French (2010) finner i sin forskning at aktiv forvaltning kan gi samme avkastning som passiv forvaltning før kostnader, men at passiv forvaltning gir størst avkastning etter kostnadene trekkes fra (Døskeland, 2014, s. 219). Likevel ser man stadig fond som slår markedsindeksen og diskusjonen rundt aktiv og passiv forvaltning fortsetter.

Sist, men ikke minst inneholder mandatet tanker om *ansvarlige investeringer*. Stadig flere investorer er opptatt av andre faktorer ved valg av investeringsobjekt enn kun høyest mulig avkastning (Døskeland, 2014, s. 219). Slike faktorer kan være menneskerettigheter, miljø eller andre etiske forhold.

2.7.2 Rådgiverens rolle i spareprosessen

Rådgiverens rolle i spareprosessen er at man først hjelper kunden med å identifisere behovet før man i det andre steget gir kunden informasjon om finansmarkedet og hvilke tjenester som

tilbys. En kundes mandat utarbeides ofte i samarbeid med rådgiver, og selve rådet eller anbefalingen kommer i tredje og siste steg (Døskeland, 2014, s. 409).

Som investor kan man gå gjennom spareprosessen på egenhånd eller få hjelp av en rådgiver, men det koster å motta eksperthjelp. Kostnadene ved rådgivning kan deles i to grupper: direkte kostnader og indirekte kostnader. Hva direkte kostnader er ligger i navnet og er hva kunden betaler for selve rådet. Slike kostnader er enten synlige gjennom gebyrer eller ikke-synlige hvis det er bakt inn i et annet honorar. Et eksempel på ikke-synlige gebyrer kan være hvis en rådgiver får betalt fra fondsleverandører gjennom å anbefale spesifikke fond, såkalte returprovisjoner. Et råd kan også ha en indirekte kostnad dersom rådene ikke er for kundens beste. Ifølge Døskeland (2014, s. 409) har undersøkelser³ vist at kunder som får rådgivning oppnår lavere avkastning enn kunder som ikke får rådgivning. Grunnen til det kan være at kunder med rådgivning endrer porteføljen sin hyppigere, og hyppig handel har ofte ført til lavere avkastning og økte transaksjonskostnader. Både bruk av returprovisjoner og hyppig handel kan føre til en interessekonflikt mellom kunde og rådgiver, og representere et prinsippal-agent problem.

2.7.3 Uavhengig vs. ikke-uavhengig rådgivning

Det er som tidligere nevnt et tydelig skille i rådgivningsbransjen mellom uavhengige og ikke-uavhengige finansielle rådgivere. For at et finansforetak skal kunne kalle seg uavhengig er det noen kriterier som må oppfylles i henhold til MiFID II. Først og fremst må foretaket tilby et variert og representativt utvalg av finansielle instrumenter. Det er heller ikke lov å kun tilby interne produkter, eller produkter fra andre foretak nærstående til verdipapirforetaket. Videre må antall egne, eller nærstående, produkter stå i et rimelig forhold til det totale tilbudet av finansielle instrumenter (Selmer, 2018). Uavhengig investeringsrådgivning er først og fremst aktuelt for frittstående foretak som verken leverer egne produkter, for eksempel fond, eller inngår i en allianse sammen med fondsforvaltningsselskaper eller andre produktleverandører. Et eksempel på en uavhengig investeringsrådgiver er Formuesforvaltning AS (Formuesforvaltning, u.å,a).

³ Ikke navngitte undersøkelser.

Ikke-uavhengig investeringsrådgivning innebærer at finansinstitusjonen kan gi råd om egne finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter tilbudt av samarbeidspartnere. En slik type rådgivning innebærer at finansinstitusjonen kan motta betaling, eller returprovisjoner, fra disse samarbeidspartnerne. Flertallet av norske banker praktiserer ikke-uavhengig rådgivning (Selmer, 2018). Ifølge en undersøkelse utført av Morningstar er det en klar tendens blant norske finansinstitusjoner å tilby egne produkter til sine rådgivningskunder, og at dette har tradisjonelt ført til at norske rådgivningskunder har hatt et begrenset fondstilbud (Serhan, et al., 2017). MiFID II belyser denne problemstillingen, og har satt strengere krav til produkttilbud blant ikke-uavhengige rådgivere. Dette vil vi komme tilbake til senere i oppgaven.

2.7.4 Kapitalforvaltning vs. Formuesforvaltning

Formuesforvaltning og kapitalforvaltning er to begrep som i visse sammenhenger blir brukt om hverandre. En kapitalforvalter er fokusert på å øke investorens kapital, mens en formuesforvalter på sin side er mer opptatt av kundens økonomiske situasjon og ønsker å sikre at formuen deres vil bli beskyttet i det lange løp (Geier, 2018).

Kapitalforvaltning kan med andre ord defineres som plukking av verdipapirer til for eksempel et fond. Kapitalforvaltere tar kun sikte på å maksimere avkastningen fra kundens investeringer mens formuesforvaltning på sin side er et mer komplekst tilbud av tjenester for å bevare kundens formue. Formuesforvaltere utarbeider gjerne en formuesplan basert på kundens målsetting og verdier. Denne formuesplanen hensyntar dagens markedssituasjon, kundens behov og mål, skattemessige og juridiske forhold, risikoprofil og investeringsstrategi (Formuesforvaltning, 2018). På bakgrunn av formuesplanen vil en rådgiver anbefale hvilke verdipapirer som passer inn i strategien. Formuesforvaltning (2018) forklarer at kapitalforvaltere er leverandører av verdipapirer, men at en formuesforvalter rådgir hvilke verdipapirer kunden bør investere i basert på en kompleks og helhetlig vurdering av kundens formue. Rådgivende kapitalforvaltning kan på bakgrunn av foregående sies å være mer eller mindre det samme som formuesforvaltning.

2.8 Reguleringer

Reguleringer kan defineres som et motsvar til kunnskapsubalansen mellom rådgiver og kunde. Målet med regulering av finansiell rådgivning er å skape en prosess som hjelper kunden best mulig til å ta gode og riktige beslutninger (Døskeland, 2014, s. 413). Det er ikke bare finansiell rådgivning som blir preget av økte reguleringer, men hele bank- og finansbransjen generelt blir stadig mer regulert. På spørsmål om regulatoriske utfordringer svarer Stine Østnes i SEB at:

«Det er grunner til at dette kommer tredd nedover ørene på oss».

Finanskrisen i 2008 var ifølge Siv Jensen «en smertelig påminnelse om at det finansielle systemet og resten av økonomien er tett koblet sammen» (Regjeringen, 2018a). Det ene påvirker det andre. Erfaringene fra finanskrisen førte til nye europeiske regelverk for å håndtere og forebygge kriser i banker og finansinstitusjoner. Som medlem av EØS må Norge følge EUs regelverk. Samtidig som det har vært behov for å regulere finansmarkedene har den teknologiske utviklingen aldri gått fortere. Denne utviklingen fører til behov for nye typer av reguleringer og direktiv. Det er vanskelig å vite hvordan bransjen vil utvikle seg, men mer enn noen gang før er man avhengig av et godt samarbeid mellom finansinstitusjoner og myndigheter, også på tvers av landegrensene, for å være rustet til å møte det som venter oss bak neste sving (Regjeringen, 2018a). Videre er økt vern av kundene et viktig moment med reguleringene. Hilde Høksnes i Selmer forklarer situasjonen slik:

«En side er at det er økte krav til kundebeskyttelse. I tillegg skjer det veldig mye i FinTech-området, også utenfor bankene. Når det gjelder de nye tjenestene som kommer med PSD2 så var jo det et resultat av produkter og tjenester som kom fra FinTech-bransjen som man så behov for å regulere.»

Økte regulatoriske krav krever høye investeringer og fører til en enorm omstilling i bank- og finansbransjen, og spesielt for aktørene som tilbyr investeringsrådgivning. I vår analyse av bransjen for formuesforvaltning i Norge vil vi fokusere på MiFID II, AML, GDPR og PSD2 da vi er av den oppfatning at disse direktivene fører til de mest drastiske omstillingene i bransjen og representerer de største utfordringene per i dag.

2.8.1 MiFID II

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) ble introdusert med formål om å sette et strengere regelverk for verdipapirhandel i Europa, styrke investorbeskyttelsen og fremme transparente markeder. Direktivet ble implementert 1. november 2007, i forkant av finanskrisen, og har blitt sett på som selve hjørnesteinen i kapitalmarkedsreguleringer i Europa (EUR-Lex, 2019; EY, 2015). I etterkant av finanskrisen i 2008 så man nødvendigheten for et revidert direktiv grunnet mangler ved reguleringen og tilsynet av finansnæringen i EU. MiFID II trådte i kraft i EU og EØS 3. januar 2018, og ble implementert i norsk lov 1. januar 2019 (Bahr, 2019; Schjødt, 2018).

Implementeringen av det reviderte direktivet hadde til formål å videreutvikle det første direktivet, spesielt med fokus på økt investorbeskyttelse, transparente og effektive markeder, samt redusere risiko og sikre finansiell stabilitet i markedene (Wiersholm, 2018; ESMA, 2018). Direktivet legger press på finansinstitusjoner som banker og verdipapirforetak, særlig når det gjelder transaksjonsrapportering, dokumentasjon og nye krav knyttet til kostnader for kundene (Gjesdahl, 2017). Implementeringen av MiFID II endrer eksisterende regelverk relatert til organisering av finansinstitusjoner, tillatelser og krav til god forretningsskikk (Finanstilsynet, 2017a).

MiFID II består av to deler; den reviderte versjonen av MiFID direktivet og forordningen Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR). Den offisielle implementeringen i norsk rett kom 1. januar 2019, selv om MiFID II og MiFIR har vært aktuelt de siste par årene (Wiersholm, 2018). Finansdepartementet vedtok 16. november 2018 å implementere endringer i Verdipapirhandelloven som svarer til MiFID II kravene med virkning fra 1. januar 2019, med unntak av paragrafen som omhandler inkorporasjon av MiFIR. Den foreløpige MiFIR forskriften vil være gjeldene frem til MiFIR blir fullverdig implementert i EØS-avtalen (Regjeringen, 2018b).

MiFID II blir omtalt som det mest omfattende EU-direktivet noensinne (Danske Bank, 2019). Da direktivet er så omfattende regulerer det også flere områder som ikke er relevant for vår problemstilling. Vi vil i denne delen kun fokusere på de delene av direktivet vi anser som hensiktsmessig å belyse.

Investeringsrådgivning og spesifisering av kostnader

Ifølge MiFID defineres investeringsrådgivning som levering av personlige anbefalinger til en kunde, enten på kundens initiativ eller investeringsselskapet, med hensyn til en eller flere transaksjoner knyttet til finansielle instrumenter (ESMA, 2010). Et viktig skille er skillet mellom råd og informasjon. Et råd krever et element av mening fra rådgiverens side, mens informasjon på sin side ikke innehar dette elementet.

Hilde Høksnes i Selmer trekker også frem strengere krav til produktgodkjennelse og fastsettelse av målgruppe for de ulike verdipapirene i forbindelse med MiFID II:

«I tillegg så er det strengere krav til godkjennelse eller vurdering av produkter før man selger dem i markedet. Både for de som lager produktene, men også de som distribuerer for andre. Det må blant annet fastsettes en målgruppe for hvert enkelt produkt og skal man selge eller anbefale et produkt så må man vurdere om kunden er innenfor den målgruppen»

Før investeringsrådgivning skal kunden nå etter MiFID II opplyses om alle tilknyttede kostnader og gebyrer, samt om rådene som gis er uavhengige og om det vil bli gjennomført en egnethetsvurdering av kunden (Schjødt, 2017a). Ved rådgivning til ikke-profesjonelle kunder skal kunden motta en erklæring om egnethet før transaksjonen gjennomføres. En slik erklæring skal inneholde informasjon om rådet som er gitt, og hvordan dette relaterer seg til blant annet kundens investeringsmål og preferanser (Schjødt, 2017a). Med andre ord vil en rådgivers arbeidsoppgaver bestå av stadig mer dokumentasjon og administrative oppgaver i forbindelse med investeringsrådgivning.

Etter MiFID II stilles det altså strengere krav til kostnadsspesifisering til kundene ved verdipapirhandel. Ifølge Advokatfirmaet Selmer (u.å) skal informasjonen som gis om kostnader og gebyrer til kunden både inneholde informasjon om kostnader ved investeringstjenester og tilknyttede tjenester, samt eventuell rådgivningskostnad. En slik rapport kalles for «cost-and-charges». MiFID II krever at verdipapirforetakene gir kundene informasjon om alle kostnader og tilhørende avgifter knyttet til rådene i god tid før de leverer de aktuelle rådene til kunden (FCA, 2019). Det skal ikke bare opplyses om kostnadene knyttet til selve verdipapirene som anbefales, men også eventuelle kostnader til tredjeparter (returprovisjoner), samt informasjon om hvordan kunden skal betale for de nevnte kostnadene. Et svært viktig punkt ved MiFID II er at alle kostnader og gebyrer, som

ikke skyldes underliggende markedsrisiko, skal spesifiseres på en måte som kundene forstår. Slik har det ikke alltid vært.

Furuseth (2017) i Morningstar forklarer at tradisjonelt sett har rådgivningskostnadene blitt trukket fra fondenes totalkapital. Da fondets avkastning oppgis netto etter kostnader kan det være vanskelig å tolke hvor mye man faktisk har betalt i gebyr. Ved at kundene forstår kostnadsbildet vil man lettere kunne forstå den samlede effekten på investeringens avkastning (Selmer, u.å). Disse skjerpede kravene har til formål å styrke investorbesskyttelsen. Derimot vil arbeidsoppgavene til finansielle rådgivere endres og arbeidsmengden kan i mange tilfeller øke frem til man finner nye rutiner eller verktøy.

Videre må mailkorrespondanse med kunder knyttet til rådgivning og investeringer bli arkivert for opp til fem år i henhold til MiFID II. Dette gjelder også telefonsamtaler. Annen dokumentasjon knyttet til investeringsråd må også være lagret hos finansforetakene i minst fem år. Å overholde disse reglene, samtidig som man skal sørge for å følge retningslinjene GDPR setter, kan representere en utfordring for bransjen (Harney, 2018).

Uavhengig og ikke-uavhengig rådgivning

Som et ledd mot målet om økt investorbesskyttelse fastsetter MiFID II er tydelig skille mellom uavhengig og ikke-uavhengig rådgivning. Finansforetak som driver med investeringsrådgivning må velge om dette skjer på uavhengig eller ikke-uavhengig basis. Hovedårsaken er som tidligere nevnt knyttet til diskusjonen rundt returprovisjoner fra tredjeparter (Schjødt, 2017b). Banker og verdipapirforetak som mottar returprovisjon kan i utgangspunktet ikke markedsføre seg som uavhengige rådgivere, med mindre de driver to typer investeringsrådgivning samtidig.

Flertallet av norske banker faller under kategorien ikke-uavhengige rådgivere og må altså velge mellom returprovisjonen fra sine samarbeidspartnere og muligheten til å opptre som uavhengige investeringsrådgivere i forbindelse med MiFID II (Selmer, 2018). Ikke-uavhengige verdipapirforetak kan altså fortsette å motta returprovisjoner fra leverandører, men under visse forutsetninger. Blant annet må kunden bli informert om de nye reglene, men det mest sentrale punktet er at returprovisjonene må være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, og ikke svekke foretakets plikt til å opptre ærlig og profesjonelt i samsvar med kundens interesser. Videre må verdipapirforetaket tilby et tilstrekkelig utvalg

av finansielle instrumenter. Utvalget må være diversifisert og kan ikke være begrenset til finansielle instrumenter som utstedes av foretaket selv eller enheter med nære forbindelser til foretaket (Schjødt, 2017a). Formålet er å sikre et produkttilbud som gjør det mulig for kunden å realisere sine investeringsmål (Selmer, 2018).

Hvorvidt verdipapirforetakene følger disse punktene skal følges tett opp, og foretakene er pliktig til å utarbeide en liste over returprovisjoner med en tilhørende forklaring på hvorfor dette er egnet til å forbedre kvaliteten på ytelsen til kunden og hvilke tiltak som er iverksatt for ikke å svekke evnen til å ivareta kundens beste interesse (Selmer, 2018). Uavhengige rådgivere er på sin side forbudt å motta returprovisjoner. Alle vederlag skal gå til kunden. Selmer (2018) poengter at den største utfordringen til uavhengige rådgivere etter MiFID II er at inntekter fra returprovisjoner faller bort og foretaket må finne andre løsninger for å kompensere for inntektstapet.

I henholdsvis 2012 og 2014 innførte Storbritannia og Nederland et forbud mot returprovisjoner. Jorge Jensen i Forbrukerrådet forteller at «hovedkonklusjonen fra disse landene er at fondene ble billigere for kundene og at det ble en sunnere konkurranse mellom fondstilbyderne» (Bjerknes, 2019b). Videre så man at konkurransen ble flyttet mer over på selvbetjente plattformer etter innføringen av forbudet. I Nederland konkluderte regjeringen i 2018 at forbudet var vellykket og i Storbritannia så man at salgsandelen fra de dyreste fondene falt fra 60 til 20 prosent (Forbrukerrådet, 2019a).

MiFID II gir myndighetene i de ulike medlemslandene i EU og EØS valget mellom å innføre minimumsregler for returprovisjoner, eller å innføre strengere regler dersom ekstraordinære nasjonale forhold tilsier det (Forbrukerrådet, 2019a). Den norske rådgivningsbransjens inntektskilde har vært bygd opp på returprovisjoner fra fond, og både Forbrukertilsynet (2017) og Forbrukerrådet (2019a) har stilt seg skeptisk til denne praksisen, og mener den skaper en økonomisk interesse for rådgivere å anbefale dyre fond hvor returprovisjonen er høy. Tilsynet mener at en slik interessekonflikt mellom rådgiver og kunde er uønsket, og ønsket å forby returprovisjoner helt i forbindelse med implementeringen av MiFID II i norsk lov. Et enstemmig utvalg mente at det ville være hensiktsmessig å evaluere effekten av de nye MiFID II reglene først før man eventuelt evaluerte et forbud (Forbrukerrådet, 2019a).

Finansdepartementet vedtok at MiFID II skulle implementeres i Verdipapirhandelloven uten ytterligere nasjonale krav, og dermed ikke innføre strengere regler til returprovisjoner som Forbrukertilsynet og Forbrukerrådet ønsket. Likevel er departementet klar over problematikken, og forventer at verdipapirforetakene er bevisst sin egen bruk av returprovisjoner. Dersom returprovisjoner skulle utgjøre en særlig utfordring for kundenes eller markedets integritet kan bruken forbys (Wiersholm, 2018). Det gjenstår fortsatt å se hvordan praksisen i Norge nøyaktig vil bli. Denne problematikken vil bli diskutert i delkapittel 6.1.

Rapporteringsplikt

Økt fokus på transaksjonsrapportering av verdipapirhandel ble først introdusert gjennom MiFID I i 2007. MiFID II videreutvikler krav til transaksjonsrapportering og krever løpende rapportering av markedsplasser, transaksjoner og finansielle instrumenter (Gjesdahl, 2017). Omfanget av aktivaklasser som faller under rapporteringsplikten har økt ved overgangen fra MiFID I til MiFID II. Målet er å øke grad av transparens i markedet samt unngå markedsmisbruk. De nye rapporteringskravene vil ikke bare øke mengden tilgjengelig informasjon, men også forhindre handel via ikke-regulerte plattformer (ESMA, 2018).

I henhold til MiFID II forskriften er alle norske finansinstitusjoner pliktig til å føre løpende register over, og rapportere, alle transaksjoner og gjøre denne informasjonen tilgjengelig for Finanstilsynet (2017b). Dette fører til økt behov for systemstøtte. Ifølge en undersøkelse utført av Deloitte (2015a) i forkant av implementeringen av MiFID II ser samtlige kapitalforvaltere og rådgivere i undersøkelsen på kravene til transaksjonsrapportering som en utfordring og noe som vil være kostbart å implementere. Videre viste undersøkelsen at det var generell skepsis knyttet til nytten til den utvidede transaksjonsrapporteringen MiFID II krever.

Kundeklassifisering

Videre vil det etter MiFID II stilles strengere krav til dokumentasjon gjeldende kundenes kunnskaps- og investeringserfaring enn tidligere ved handel av finansielle instrumenter. Finansinstitusjonene er etter MiFID II pålagt å klassifisere alle sine kunder basert på kunnskaps- og investeringserfaring, økonomisk situasjon og andre forhold (Swedbank, 2019). Direktivet har tre mulige kundeklassifiseringer; «ikke-profesjonell», «profesjonell» og «klassifisert motpart» (Bahr, 2019). Flesteparten av norske investorer faller under

kategorien ikke-profesjonell. Ikke-profesjonelle investorer har størst grad av investorbeskyttelse.

Kun et begrenset antall investorer klassifiseres som profesjonelle. En kunde kan enten bli klassifisert første gang som profesjonell, eller anmode om å bli omklassifisert på et senere tidspunkt (Nordnet, 2019). For å bli klassifisert som profesjonell kunde, enten direkte eller ved omklassifisering, må to av tre kriterier være oppfylt. I henhold til Verdipapirhandelloven og MiFID II er disse kriteriene som følger:

- «Kunden har foretatt transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked gjennomsnittlig 10 ganger pr. kvartal i de foregående fire kvartaler»
- «Størrelsen på kundens finansielle portefølje, definert til å omfatte kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger et beløp som i norske kroner svarer til 500.000 Euro»
- «Kunden arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i en stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjoner og investeringstjenester»

(Verdipapirhandelloven, § 10-7, 2007).

Med andre ord vil kundens økonomiske forhold, transaksjonshistorikk og arbeidserfaring bli lagt til grunn for kundeklassifiseringen. Profesjonelle kunder er i noe mindre grad beskyttet som investor. For eksempel antas profesjonelle kunder å være i stand til å vurdere hvilket informasjonsgrunnlag som er nødvendig for å treffe en investeringsbeslutning (Swedbank, 2019).

2.8.2 AML

Det fjerde hvitvaskingsdirektivet (AML) gjør endringer i eksisterende regelverk for å forhindre hvitvasking og terrorfinansiering i EU. Direktivet ble iverksatt i Norge høsten 2018 (Regjeringen, 2018c). Alle finansinstitusjoner er rapporteringspliktige, og skal etter hvitvaskingsloven foreta kundekontroll ved etablering av kundeforhold, ved transaksjoner på beløp som overstiger 100.000 kr, ved mistenkelige transaksjoner og ved tvil rundt tidligere innhentede opplysninger (PwC, u.å). Kundekontroll kreves både ved opprettelse av ordinære bankkonti, men også ved opprettelse av verdipapirkonti til investering. Kundekontrollen er risikobasert, som innebærer forsterkede kontrolltiltak for politisk eksponerte personer (PEP).

Videre er et viktig punkt ved regelverket kravet til å innhente formålet med kundeforholdet og informasjon om midlenes opprinnelse.

Hvitvaskingsloven stiller krav til løpende oppfølging av kundeforholdet. Finansinstitusjonene er pålagt å oppdatere opplysningene om kundene, samt overvåke kundens transaksjonsmønstre. Dette medfører at finansinstitusjonene må ha tilstrekkelige elektroniske overvåkningssystemer som fanger opp eventuelle endringer i atferd som kan påvirke rapporteringspliktiges risikovurdering av kunden (PwC, u.å).

2.8.3 GDPR

Direktivet «General Data Protection Regulation» (GDPR) ble vedtatt i EU i 2016, og trådte i kraft i Norge 20. juli 2018 (Regjeringen, 2018d). Målet med GDPR er å styrke personvernet til alle innbyggere i EU og fremme økt datasikkerhet i dagens digitale verden, noe som Line Coll i Wikborg Rein også påpeker:

«Hele formålet med GDPR var å harmonisere reglene i EU, samt oppdatere regelverket til en mer teknologisk og digital hverdag som man ikke så i 1995»

Innføringen av regelverket innebærer nye regler i personvernloven og skal sikre like regler for alle aktører og virksomheter som opererer i EØS og EU. GDPR har et stadig økende fokus på at enkeltpersoner skal kunne kontrollere sine egne personopplysninger og dermed ha retten til å eie sine egne data. Foretakene som tar i bruk personens data må skaffe seg individets samtykke til spesifiserte formål og varighet. Dette gjelder alle beboere i EU/EØS-land, uavhengig av om bedriften er etablert der selv. I tillegg innføres også retten til å bli glemt. Dette medfører at dersom kundene eksempelvis mister tillit eller ønsker å avslutte kundeforholdet kan de trekke sitt samtykke, slik at verdipapirforetakene blir nødt til å slette alle opplysningene de innehar (EU GDPR, u.å).

Investeringsrådgivningsbransjen blir sterkt påvirket av GDPR og det vil stilles strengere krav til verdipapirforetakenes behandling av dokumentasjon og opplysninger om kundene. Dersom forskriften ikke overholdes vil det pålegges det høye bøter som kan være opp til fire prosent av selskapenes årlige inntekt (EU GDPR, u.å).

2.8.4 PSD2

PSD2 er en revidert utgave av det originale direktivet, PSD, som kom i 2007. PSD2 er et direktiv som regulerer betalingstjenester i EU/EØS. Direktivet ble introdusert i EU 13.januar 2018, og i begynnelsen av 2019 meldte regjeringen at regelverket blir implementert i norsk lov 1. april 2019 (Finans Norge, 2019). EUs betalingstjenstedirektiv vil da åpne opp for to nye aktører i bankbransjen; betalingsfullmektige («PISP»⁴) og opplysningsfullmektige («AISP»⁵) (Øyvann, 2019). Hovedmotivasjonen for innføringen av direktivet er å understøtte et mer integrert og effektivt europeisk betalingsmarked, samt at andre aktører enn tradisjonelle banker kan tilby betalings- og kontoinformasjons tjenester. Bankene vil ikke lenger ha monopol på kundenes kontoopplysninger og betalingstjenester. Når PSD2 blir gjort gjeldende vil alle banker og finansinstitusjoner med banklisens bli pålagt å tilby åpne API-er som gir tredjeparter tilgang til kundenes kontoinformasjon ved kundens samtykke (Øyvann, 2019).

EU-kommisjonen trekker frem at andre mål med innføringen av PSD2 er sikrere betalinger innad i EU/EØS og økt kundebeskyttelse. I tillegg vil økt konkurranse i betalingsmarkedet redusere betalingskostnader for forbrukerne (Øyvann, 2019). Regelverk og konkurransevilkår for tilbydere av betalingstjenester skal også være sammenfallende for alle EU/EØS-land (Norges Bank, 2017). Å forbedre samspillet mellom ulike typer betalingsløsninger er også et moment som står sentralt i direktivet (Finans Norge, 2018).

PSD2 introduserer som nevnt to nye typer tjenesteleverandører, AISP og PISP. En AISP er en leverandør av kontoinformasjons tjenester, og muliggjør en oversikt over en kundes konti og transaksjoner på et sted. Det kan derfor være lett å se for seg at kunder som har flere bankforbindelser kan ta i bruk en AISP for å samle kontobevegelser fra flere forskjellige kontoer, i forskjellige banker, til en samlet oversikt. Basert på en slik oversikt kan en AISP gjøre analyser og gi råd til brukeren (Øyvann, 2019). Dette vil spesielt være fordelaktig ved investeringsrådgivning da man som rådgiver kan få et helhetlig bilde av kundens økonomiske situasjon, uavhengig av hvilken aktør som har midlene.

⁴ «Payment Initiation Service Provider».

⁵ «Account Information Service Provider».

En PISP på sin side er en tjenesteleverandør som gjennom regulert tilgang til kontosystemet initierer en betaling på vegne av kunden. Dermed trenger man ikke lenger nødvendigvis logge seg inn i nettbanken for å utføre en betaling, da en PISP automatisk vil kunne trekke penger fra en valgt konto (European Banking Federation, 2016). Følgelig blir kundene eier av sin egen informasjon og kan derav også dele denne informasjonen til andre finansielle plattformer. Vi har frem til nå vært vant til at banken vår tilbyr slike tjenester, så PSD2 representerer et skifte i hvem som kan utføre betalinger og tilby oversikt over kontoinformasjon. Det er ventet at svært mange nye aktører vil ønske å bli en PISP. Ta Facebook som et eksempel. Med sine ekstremt mange brukere er dette en opplagt mulighet til å eksempelvis implementere en vennebetalingsløsning, som for eksempel Vipps, direkte i Facebook Messenger (Øyvann, 2019).

Det er ingen tvil om at PSD2 vil føre til store endringer i bankbransjen. EVRY omtaler PSD2 som «direktivet som vil endre bankvirksomheten slik vi kjenner den» (Hellström, 2018). Bankenes rolle antas å endres, og ettersom andre finansielle institusjoner nå får muligheten til å ta over samhandling med kundene vil bankene kunne få problemer med å skille seg ut, og derav er faren for å miste det direkte og personlige forholdet til kundene økende (McFarlane, Barry & Ruotslia, 2018).

2.9 Robotrådgivning

Press fra teknologi er ikke noe nytt i finansbransjen, men det sies i dag at bransjen er inne i en digital revolusjon som medfører store endringer for både kunder og ansatte. Nye finansielle tjenester utvikles, arbeidsoppgaver robotiseres og nye teknologier baner vei i dagens marked, gjerne fortere enn de fleste klarer å henge med på (Finans Norge, 2016). Ifølge Eidem (2017) forventes etterspørselen etter rådgivningstjenester fra banker og verdipapirforetak å øke mye fremover. Faktorer som driver etterspørselen oppover er blant annet nye regler for pensjonssparing (IPS) og aksjehandel for privatpersoner. Anders Skar, daglig leder i Nordnet, hevder at kunstig intelligens og robotrådgivere kan håndtere en slik vekst enkelt fordi de er veldig skalerbare. Motsatt vil det å skalere opp en avdeling med kun menneskelige rådgivere være langt dyrere og mer ressurskrevende. Forbrukerrådet har gått ut og sagt at de er svært positive til lanseringen av roboter i rådgivningsbransjen. Dette fordi det vil være lettere å drive tilsyn samt etterprøve rådene robotene gir. I tillegg vil man i

større grad kunne unngå interessekonflikter og andre menneskelige faktorer som ikke nødvendigvis er til det beste for kundene (Eidem, 2017).

Slike robotiserte investeringsplattformer er på god vei inn i det norske markedet og kan hjelpe kundene med å administrere sine investeringer (Morgan Stanley, 2019). Begrepet robotrådgiver dekker et bredt spekter og kan av den grunn være vanskelig å definere. PwC (2017) definerer det som «internettbaserte rådgivere som tilbyr rådgivning og porteføljeforvaltning med minimal menneskelig innblanding ved bruk av algoritmer og porteføljeteori». I hovedsak er formålet å hjelpe investorer til å nå sine økonomiske mål på en enklere og mer tilgjengelig måte enn tidligere (PwC, 2017).

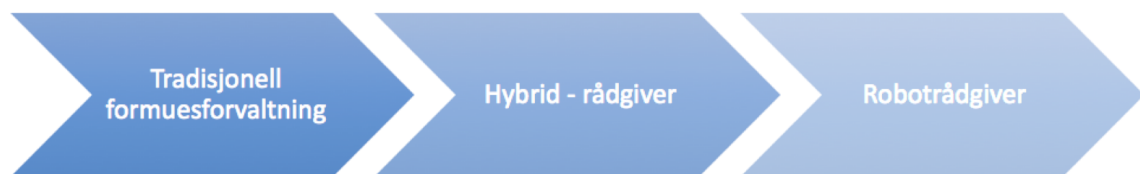
Robotrådgiverne er tilgjengelige gjennom leverandørens nettside eller applikasjon. Det vil si at man ikke jobber direkte med en finansiell rådgiver, men med et finansielt produkt som benytter seg av algoritmer for å opprette og vedlikeholde en detaljert investeringsplan (Morgan Stanley, 2019). For å kunne opprette en tilpasset portefølje vil klienten vanligvis fylle ut et spørreskjema i stedet for å snakke med en menneskelig rådgiver. Disse spørsmålene omhandler eksempelvis formålet med investeringen, tidshorisont samt hvilken grad av risiko en ønsker å påta seg. Svarene blir deretter behandlet, en risiko- og preferanseprofil til kunden opprettes, og en investeringsplan foreslås eller utføres automatisk. For å bestemme aktivaallokering bruker robotene algoritmer basert på modeller som for eksempel «mean-variance»⁶optimalisering, Fama-French eller Black-Litterman (Deutsche Bank, 2017). Porteføljen som robotrådgiverne foreslår er vanligvis en blanding av verdipapirfond og børsnoterte fond (ETF). I tillegg kan robotrådgiverne gi konkrete investeringsanbefalinger, samt reallokere og rebalansere porteføljen basert på ny markedsinformasjon dersom det skulle være ønskelig (Deloitte, 2015b). Hvorvidt man ønsker å rebalansere porteføljen kommer an på kundenes preferanser som for eksempel investeringshorisont og risikoprofil.

Det finnes ulike varianter av robotrådgivere. En type er en *helautomatisk* løsning der kunden investerer i en portefølje som automatisk rebalanseres basert på kundenes interesser og

⁶ Matematisk rammeverk som utarbeider en portefølje slik at den forventede avkastningen maksimeres for et gitt risikonivå (Chen, 2019).

preferanser. En slik rådgivningsprosess fungerer uten menneskelig interaksjon. En annen variant er av den typen som kun utfører deler av rådgivningsarbeidet. En slik løsning omtales gjerne som en *hybridløsning*, og man mottar automatiske råd fra en robot, i tillegg til personlige anbefalinger fra en menneskelig rådgiver. Ifølge Anders Skar i Nordnet er det disse løsningene som i første omgang vil ha antatt størst vekst i markedet.

Det er i all hovedsak tre ulike typer av finansielle rådgivere i dag. I den ene enden av skalaen finner vi den typen av rådgivning som anvendes i tradisjonell formuesforvaltning, som i aller høyeste grad er basert på personlig rådgivning og relasjoner. Kundene har tilgang til et bredt spekter av servicetilbud som dekker alle aspekter ved kundens finansielle situasjon. I den andre enden finner vi en helautomatisert robotrådgiver, som er en slik løsning som blant annet Kron og Sbanken tilbyr i markedet i dag. I midten ligger en hybrid-løsning som kombinerer aspekter fra begge ytterpunktene.



Figur 2: Ulike typer rådgivere rangert fra lav til høy grad av automatisering.

I 2017 identifiserte Deloitte (2017a) 165 forskjellige robotrådgivningsfirmaer i verden, men det antas at det sanne tallet er langt høyere. USA, Tyskland og Storbritannia er de ledende landene på markedet med omtrent 70 prosent av robotrådgivningsselskapene i verden (Hernæs, 2018). I USA, Tyskland og Storbritannia har man sett at rådgivningstjenester som før vanligvis kun ble tilbudt til formuende kunder nå tilbys av robotrådgivere til et langt bredere kundesegment. Dette understreker en av fordelene med robotrådgivning; at investeringsrådgivning nå kan bli mer tilgjengelig for alle typer segmenter.

I Norge har allerede de første robotrådgiverne etablert seg i markedet. Sbanken kjøpte høsten 2017 opp 40 prosent av aksjene til det norske oppstartsselskapet Quantfolio. Selskapet utvikler blant annet robotrådgivere for sparing og skreddersyr løsninger for bankene (Bakken, 2017). Høsten 2017 lanserte Formuesforvaltning en ny digital sparrobot gjennom

sitt datterselskap Kron (Formuesforvaltning, 2017). I løpet av første kvartal 2018 lanserte Sbanken første versjon av sin sparerobot (Holøien, 2018). Nordnet og Nordea fulgte raskt etter og lanserte sine robotrådgivere i løpet av høsten 2018 (Jordheim, 2018; Parr, 2018). De ulike spareplattformene har sine særpreg, men samtlige argumenterer for at de ønsker å gjøre sparing enklere. Tilgangen til avanserte investeringsverktøy skal ikke lenger kun være forbeholdt profesjonelle og de som har høy investerbar formue.

En klar fordel med robotrådgivning er deres evne til å tilby investeringstjenester til en lavere kostnad. Robotrådgivere tar vanligvis et administrasjonsgebyr i prosent av forvaltningskapitalen, hvor nivået på denne avgiften varierer fra plattform til plattform. Grunnen til at robotrådgivere kan ta lavere administrasjonsgebyr enn en menneskelig rådgiver kan forklares ved flere faktorer. For å sikre rådgivning av høyest mulig kvalitet har en rådgiver i et tradisjonelt forvaltningsselskap vanligvis kapasitet til å betjene mellom 50 til 150 klienter (Deloitte, 2016). Robotrådgivere derimot er i stand til å betjene betydelig flere kunder ettersom investeringsprosessen er automatisert og på den måten mer skalerbar. På grunn av robotrådgivernes organisasjonsstruktur og lavere behov for menneskelig kapital er kostnadene hos robotrådgivningsfirmaene ifølge Deloitte (2016) normalt 60 prosent lavere enn hos de tradisjonelle forvaltningsselskapene.

3.0 Bransjen

I dette kapitlet vil bankbransjen og investeringsbransjen i Norge bli beskrevet kort før vi gjøre rede for formuesforvaltningsbransjen i Norge. Da formuesforvaltning i de fleste tilfeller ikke bare handler om investeringsrådgivning, men også inneholder elementer fra tradisjonelle banktjenester, anser vi det som hensiktsmessig å introdusere begge aspektene.

I presentasjonen av formuesforvaltningsbransjen vil også Family Offices bli beskrevet, samt konkurranselandskapet i Norge og fremtidsutsiktene for bransjen.

3.1 Bankbransjen i Norge

En bank er en finansinstitusjon hvor hovedoppgaven er å motta og yte kreditt gjennom innlån og utlån (SNL, u.å). Bankene representerer den største og viktigste gruppen av finansinstitusjoner og bidrar til å opprettholde finansiell stabilitet i økonomien. De har enerett på innskudd⁷ fra allmennheten og står for den største andelen av utlån i Norge (Regjeringen, 2014). Da innskudd kan benyttes som betalingsmiddel utgjør bankene de viktigste aktørene i betalingssystemet per i dag. Alle betalinger som blir gjort i norske kroner gjøres avslutningsvis opp mellom bankene i Norges Banks oppgjørssystem (Norges Bank, 2018). Bankene utgjør et bindeledd mellom de som ønsker å spare penger og de som ønsker å låne penger, men det er ikke slik at banker kun fungerer som en slik mellommann. Bankene sies å skape penger når de utsteder et nytt lån til en kunde. Da bankene innehar en viktig rolle i samfunnet blir de nøye regulert. I Norge er det Finanstilsynet som fører tilsyn om banker og verdipapirforetak overholder lover og reguleringer. Målet med den omfattende reguleringen er å sikre både stabilitet og effektivitet i det finansielle systemet, samt redusere faren for fremtidige finanskriser (Norges Bank, 2018).

Norges Bank fungerer som bankenes bank. I praksis betyr dette at bankene har konti i Norges Bank og gjør opp betalinger seg imellom via disse. Norges Bank har også enerett til å utstede kontanter. Sist, men ikke minst er Norges Bank det utøvende organ i norsk pengepolitikk og fastsetter styringsrenten. Styringsrenten representerer renten på bankenes

⁷ Innskudd på bankkonto.

innskudd i Norges Bank. Bankene tjener penger på å utstede lån og få renteinntekter fra disse lånene. Utlånsrenten bankene tilbyr sine kunder fastsettes ved å legge et påslag på styringsrenten. Inntekten til bankene fastsettes ved å se på differansen mellom renter de betaler på innskudd og renter de tjener på lån (Norges Bank, 2018).

Den norske banksektoren er dominert av norskeide banker. Sektoren er kjennetegnet av at det er forholdsvis mange aktører, men høy konsentrasjon. DNB er Norges største bank og har en markedsandel når det gjelder utlån på hele 30 prosent i både person- og bedriftsmarkedet. Banksektoren i Norge er forholdsvis liten sammenliknet med andre europeiske land målt i samlet verdiskaping. Norske banker har en samlet forvaltningskapital på omtrent to ganger BNP mens den svenske bankbransjen er til sammenlikning tre ganger BNP (Norges Bank, 2018).

Største bankkonsern i Norge. Rangert etter forvaltningskapital. Per 31.12.2017

Bankkonsern	Inngår i:	Hovedkontor/hovedområde
DNB Bank ASA	DNB ASA	Oslo/ hele landet
Nordea Bank Norge ASA	Filial av svensk bank	Oslo/ hele landet
Danske Bank Norge	Filial av dansk bank	Trondheim/ hele landet
Handelsbanken Norge	Filial av svensk bank	Oslo/ hele landet
SpareBank 1 SR-Bank	SpareBank 1-alliansen	Stavanger/ Rogaland, Hordaland, Agder
Sparebanken Vest	Selvstendig sparebank	Bergen/ Vestlandet
Santander Consumer Bank AS	Datterbank av spansk bank	Oslo/ bil- og forrukslån
SpareBank 1 SMN	SpareBank 1-alliansen	Trondheim/ Trøndeland, Nordvestlandet
SEB AB Oslofillialen	Filial av svensk bank	Oslo/ investeringsbank
Sparebanken Sør	Selvstendig sparebank	Arendal/ Agder, Telemark
Sparebank1 Østlandet	SpareBank 1-alliansen	Hamar/ Hedmark, Oppland, Oslo, Akershus
Sparebank 1 Nord-Norge	SpareBank 1-alliansen	Tromsø/ Troms, Nordland, Finmark
Sbanken ASA	Selvstendig forretningsbank	Hele landet
Swedbank Norge	Filial av svensk bank	Oslo/ forretnings- og investeringsbank

Kilde: Norges Bank

Figur 3: Største bankkonsern i Norge per 31.12.2017.

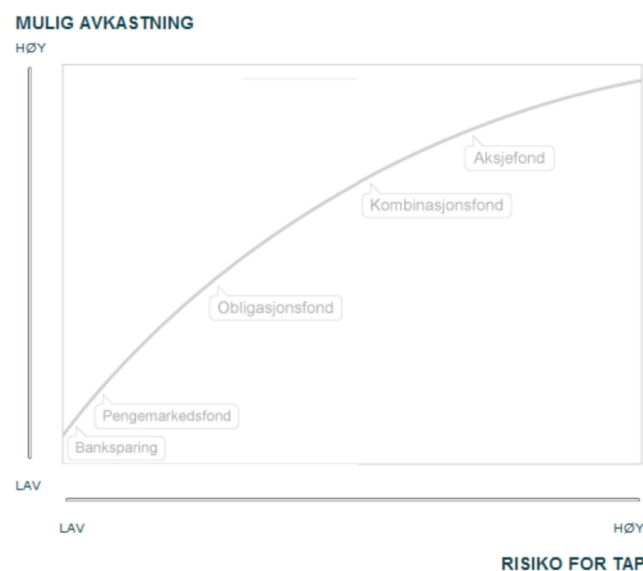
3.2 Investeringsbransjen i Norge

Et verdipapirforetak tilbyr investeringstjenester etter tillatelse fra Finanstilsynet (Norges Bank, 2018). Regjeringen definerer et verdipapirforetak som «et foretak som yter investeringstjenester til tredjemann eller utfører investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis» (Regjeringen, 2017). Norske verdipapirforetak tilbyr i hovedsak meglertjenester, tilrettelegging og fasilitering, investeringsrådgivning og analysetjenester. Ved inngangen til

2018 var det 106 verdipapirforetak med tillatelse i Norge hvor 23 av dem var banker med konsesjon som verdipapirforetak. Som for bankene er verdipapirforetakene i hovedsak norske, men med innslag av filialer av utenlandske verdipapirforetak (Norges Bank, 2018).

Alle norske verdipapirer og finansielle instrumenter er registrert elektronisk i Verdipapirsentralen ASA (VPS). Hver kundes verdipapirer blir registrert på denne kundens konti i VPS. Som kunde kan man logge inn i VPS på samme måte som i sin nettbank for å få oversikt over beholdning, transaksjoner og lignende. Samlet markedsverdi på verdipapirer registrert i VPS var i 2018 over 5 600 milliarder kroner, mens daglig bruttoomsætning var rundt 70 milliarder i 2017. Oppgjøret av verdipapirer fungerer slik at ved for eksempel et salg av en aksje flyttes aksjen fra selgerens konto til kjøperens konto registrert i VPS. Selve betalingsoppgjøret skjer i Norges Bank (Norges Bank, 2018).

Det finnes flere ulike investeringsalternativer, hver med ulik risiko og avkastning. Banksparing er den enkleste formen for sparing og innebærer nærmest ingen risiko (Døskeland, 2014). I Norge garanterer bankenes sikringsfond innskudd på inntil to millioner kroner for kunder i medlemsbankene per bank (Bankenes sikringsfond, u.å). Alle norske banker er dekket av denne garantien. Dersom man ønsker høyere avkastning enn renten på bankkonto må man være villig til å ta risiko, eventuelt redusere likviditeten. Sammenhengen mellom risiko og avkastning kan vises i følgende sammenheng:



Figur 4: Sammenheng mellom risiko og avkastning.

3.3 Formuesforvaltning

World Wealth Report 2018 viser at antall dollarmillionærer i Norge har tredoblet seg siden 2007 og økt med hele ti prosent fra 2016 (Capgemini, 2018). Den store veksten i antall millionærer gjør formuesforvaltning og investeringsrådgivning til en stadig mer attraktiv næring. I samme undersøkelse påpeker Capgemini at store teknologiselskaper som Google, Amazon, Facebook og Alibaba vil på sikt kunne utnytte deres kunde- og markedsinformasjon til å utfordre banker og verdipapirforetak som tradisjonelt sett har drevet med slike tjenester.

Med økt formue øker behovet for investeringsrådgivning. Jo større formue man har, jo mer komplekse kan problemstillinger bli når det gjelder hva man skal investere i, hvilken eksponering man ønsker, risiko og skatt. Hver formue har sin historie å fortelle og er i stor grad noe man ønsker å bevare for fremtidige generasjoner. Det kan være fordelaktig å få hjelp til å fatte de riktige beslutningene, og har man en formue på en viss størrelse kan man få investeringsrådgivning, samt tilgang til et bredt servicetilbud, innen formuesforvaltning⁸ eller Private Banking. Kundeopplevelsen står sentralt og DNB markedsfører sin Private Banking avdeling som «opplevelsen av noe ekstra» (DNB, u.å.a). Denne opplevelsen er dog forbeholdt kunder med minst 2 millioner i investerbar formue⁹.

Private Banking er et tilbud som kun er tilgjengelig i banker, mens rådgivningstjenester kan også fås hos andre verdipapirforetak. Det er selvfølgelig forskjeller mellom ulike foretak, men felles for alle er at skreddersydd investeringsrådgivning til formuende personer og selskaper står i sentrum. Family Office skiller seg spesielt fra tradisjonell formuesforvaltning som et eget servicetilbud og er ofte administrert som et eget segment under Private Banking paraplyen til bankene. Vi vil i dette delkapittelet fokusere på de største tilbyderne av formuesforvaltning, Private Banking og Family Office tjenester i Norge og deres servicetilbud.

⁸ Formuesforvaltning som en tjeneste, ikke selskapet Formuesforvaltning AS.

⁹ Minstekravet for å bli kunde i DNB Private Banking.

3.3.1 Tradisjonell formuesforvaltning og Private Banking

En formuesforvalter er opptatt av en kundes totale økonomiske situasjon, og ønsker å sikre at formuen vil bli beskyttet i det lange løp (Geier, 2018). Som kunde får man altså en personlig rådgiver som vil utarbeide investeringsforslag basert på sin risikoprofil, økonomiske situasjon og målsetting. Rådgiveren fungerer som kundens kontaktperson og skal bistå med alt fra investeringsråd til andre finansielle tjenester (SEB, u.å.b). For å bli sertifisert rådgiver må man bestå autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere (AFR) og ha erfaring fra finansbransjen (FinAut, u.å). Bransjen for formuesforvaltning baserer seg mye på relasjoner mellom rådgiver og kunde, og som rådgiver er omdømme og nettverk viktig. Som et eksempel viser Nordnet til at de fleste nye kundene deres velger å bli kunde på bakgrunn av anbefalinger fra venner og familie (Skar, 2013).

Det er ikke hvem som helst som får bli formuesforvaltningskunde. Bankene og verdipapirforetakene setter gjerne minstekrav til investerbar kapital (AUM) eller inntekt. Disse kravene er ikke noe alle de ulike bankene og verdipapirforetakene oppgir informasjon om. DNB er blant de få aktørene i bransjen som har offentliggjort sitt minstekrav (DNB, u.å,b). Formuesforvaltning på sin andre side oppgir ikke sine krav på sine nettsider, men ifølge Finansavisen har en typisk kunde i Formuesforvaltning mellom ti og 50 millioner kroner investert. Deres største kunde har over tre milliarder kroner forvaltet av selskapet (Orskaug, 2018). Kravet for å bli kunde kan derfor sies å være høyt. Ifølge FundingPartner (2018) er årsaken til at det eksisterer slike minstekrav for å sørge for at kundene investerer nok i bankens produkttilbud for å veie opp for den ekstra oppfølgingen man får fra sin rådgiver. Som formuesforvaltningskunde kan du forvente ekstra oppfølging, men alt har sin pris.

I tillegg til investeringsrådgivning får man også tilgang til andre tjenester og fordeler som rådgivningskunde. Servicetilbudet varierer mellom aktørene i bransjen, og kan dekke alt fra generelle banktjenester, finansiering, arrangementer, idrett, kredittkort og kunstrådgivning til analyser og rapporter. Eksempelvis vil en kunde i DNB Private Banking blant annet få tilgang på concierge-tjenester, gode tilbud på forsikringer, tilgang til flyplasslounger og rabatter på ulike butikker, samt tilgang til in-house analyser (DNB, u.å,c).

3.3.2 Family Office

Det er vanskelig å gi en klar definisjon på hva et Family Office er da hver familie er unik, men ifølge EY (2016) kan det defineres som et familieeid selskap som forvalter familiens formue og håndterer andre familieforhold. Family Offices har gjerne høyere investerbar kapital enn tradisjonelle formuesforvaltningskunder, men følger likevel samme regulatoriske krav. Et av våre intervjuobjekter, Andriy Yartys, Head of Compliance & Risk i Formuesforvaltning sier at det i dag ikke er etablerte noen normer for hvor grensen går mellom Family Office kunder og øvrige kunder.

Ifølge EY (2016) er Family Offices den typen av investeringselskap som vokser raskest, og anslår at over halvparten av alle Family Offices har blitt satt opp etter år 2000. Grunnen er at velstående familier med økende grad ser fordelene med å samle formuen i et eget Family Office. Et typisk Family Office har ifølge EY (2016) minst 200 millioner USD i forvaltningskapital. Fordelene med å sette opp et Family Office kan være mange. EY (2016) lister opp ønske om økt personvern og konfidensialitet, legge til rette for sammenfallende interesser mellom rådgiver og selskapet, potensielt høyere avkastning gjennom sentralisert og profesjonell investeringsaktivitet, risikostyring og koordinere andre profesjonelle tjenester på samme sted som grunner til å sette opp et Family Office. I tillegg gir høy AUM en bedre mulighet for diversifisering av investeringer. Family Offices er også generelt fokusert mot langsiktige investeringer da de primært fokuserer på bevaring av formuen til neste generasjon.

Det er generelt to typer Family Offices i dag; «Single Family Office» (SFO) og «Multifamily Office» (MFO). SFO betjener kun en familie, mens MFO ligner mer på tradisjonell Private Bankings forretningsmodell, og tilbyr sine tjenester til flere familier samtidig (Kenton, 2018).

Tilbud i Norge

Family Offices er komplekse selskap som krever ekspertisehjelp på flere områder. I takt med den markante økningen i etableringer av Family Offices de siste årene har også servicetilbudet til dette segmentet økt betraktelig (EY, 2016).

Så hvilket tilbud har Family Offices i Norge i dag? SEB er en av aktørene som satser på slike tjenester. I tillegg til rådgivende kapitalforvaltning, finansiering og generelle banktjenester tilbyr også SEB stiftelsestjenester og forvaltning, «Family Services» og kunstrådgivning (SEB, u.å,c). «Family Services» tilbyr skreddersydde løsninger for familier innenfor fritidsaktiviteter, idrett, reiser, selskap og arrangementer. I tillegg arrangerer SEB såkalte «Next Generation» forum for arvinger av familieformuer. Formuesforvaltning er en annen tilbyder av Family Office tjenester i Norge. Formuesforvaltning på sin side tilbyr ikke generelle banktjenester, men forvaltning, «Family Governance», støtte ved generasjonsskifte samt et Family Office forum. I tillegg arrangerer selskapet temadager, workshops og «Formueskolen» for neste generasjon (Formuesforvaltning, u.å,b). DNB har også et tilbud til Family Offices og sier de har «et eget spesialistteam som over flere år har håndtert store familieformuer med komplekse og individuelle behov innenfor alle finansielle områder. Vi er spesialister på skreddersydde løsninger hvor vi benytter hele bankens kompetanse og løsningsbredde» (DNB, u.å,d).

Ved å se på servicetilbudet til de største tilbyderne av Family Office tjenester i Norge er det tydelig at man som kunde får tilgang på mer enn investeringsrådgivning og finansiering. Hele familien skal ivaretas og aktørene i markedet ønsker å være en støttespiller i alle avgjørelser og fungere som en «one-stop shop» (Kenton, 2017).

Utvikling

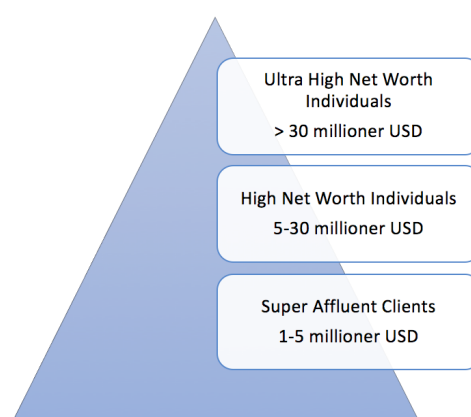
Forbes spår at både veksten i antall Family Offices og deres AUM er forventet å fortsette fremover. Flere Family Offices er nå i stand til å foreta transaksjoner som tradisjonelt har vært forbeholdt store selskaper eller private equity («PE») selskaper (EY, 2016). Denne trenden har fått økende oppmerksomhet fra store investeringsbanker, som har allokert deler av sin kompetanse til disse selskapene. Forbes spår videre at vi vil se et skifte mot enda mer profesjonelle og komplekse Family Offices, som krever rådgivning på ytterligere flere områder. Forbes oppsummerer at nøkkelen til suksess i denne bransjen er å ha en dyp og involvert relasjon til sine kunder, forstå deres ønsker og tilby tjenester skreddersydd til kundenes behov (Botha, 2018).

3.3.3 Konkurransesituasjon i Norge

En vesentlig forskjell mellom aktørene i bransjen for formuesforvaltning er hvorvidt man er en del av en bank eller ikke. Det er utbredt blant norske banker, både forbrukerbanker og

selskapsbanker, å ha en egen Private Banking avdeling. DNB, Nordea, Danske Bank, SEB, Handelsbanken med flere tilbyr Private Banking tjenester i sitt servicetilbud. Som Private Banking kunde i en av disse bankene får man samlet alle sine finansielle tjenester på et sted, både dagligbank, lån og investeringer. I tillegg kan man benytte seg av tjenester andre steder i banken. På den andre siden finner man uavhengige rådgivere uten en bank i ryggen, slik som for eksempel Formuesforvaltning (Formuesforvaltning, 2019). I motsetning til banker har slike uavhengige rådgivere en mer spesifisert forretningsmodell og et annet inntektsgrunnlag.

Formuesforvaltningstjenester er administrert på ulike måter blant konkurrentene. Valg av målgruppe er en av hovedforskjellene. Ifølge Euromoney's Private Banking and Wealth Management Survey 2018 kan formuesforvaltningstjenester deles inn i tre kategorier. I det nedre sjiktet finner man «super affluent clients» som er kunder med mellom en og fem millioner dollar i investerbar formue. Noen aktører sikter seg inn mot «High Net Worth Individuals» (HNWI) eller «Ultra High Net Worth Individuals» (UHNWI) som henholdsvis har investerbar formue på mellom fem og 30 millioner dollar eller over 30 millioner dollar (Euromoney, 2018). I mange tilfeller vil høyere formue føre til et økt behov av personlig oppfølging. Ofte fordi kundene har administrert sin formue i mer komplekse eierskapsstrukturer, men også fordi det er snakk om større investeringer i gjerne mer komplekse produkter.



Figur 5: Ulike i segmenter i formuesforvaltning.

For å kartlegge de største og viktigste aktørene i bransjen for formuesforvaltning i Norge har vi valgt å ta utgangspunkt i Euromoney's Private Banking and Wealth Management Survey

2018 og Kantar SIFO (Prospera) Private Banking 2018 undersøkelse. Førstnevnte definerer Private Banking som banktjenester rettet mot kunder med investerbar formue på en million dollar eller mer. Undersøkelsen er en såkalt «peer-review» og kartlegger hvem de ulike Private Banking og forvaltningsselskapene anser som sine sterkeste konkurrenter. Prospera-undersøkelsen er basert på 500 intervjuer med Private Banking kunder med mer enn fem millioner kroner i investerbar formue. Vi mener resultatene av disse to undersøkelsene gir et godt bilde av konkurransesituasjonen i Norge.

Formuesforvaltning er kåret til Norges beste i kategorien Private Banking i Prospera-undersøkelsen (Prospera, 2018). Det er tredje året på rad Formuesforvaltning vinner denne kategorien. Etterfulgt av Formuesforvaltning finner man Handelsbanken, Nordea, Pareto og Danske Bank (Prospera, 2018). Under er en skjematisk oversikt over vinnerne i de relevante kategoriene i Euromoney's Private Banking and Wealth Management Survey 2018.

Euromoney's Private Banking and Wealth Management Survey 2018				
«Best Private Banking Services Overall»	«HNWI»	«UHNWI»	«Super affluent clients»	«Family Office Services»
DNB	DNB	SEB	DNB	SEB (1)
Formuesforvaltning	Formuesforvaltning	Formuesforvaltning	Formuesforvaltning	Formuesforvaltning (1)
SpareBank 1	Nordea	UBS	Nordea	Nordea
Nordea	SpareBank 1	SpareBank 1	Danske Bank	UBS
SEB	Handelsbanken	JP Morgan	SpareBank 1	SpareBank 1/ JP Morgan

Figur 6: Oversikt over de største aktørene i bransjen.

Basert på resultatene fra to de undersøkelsene er det tydelig hvilke aktører som dominerer det norske markedet; Formuesforvaltning, DNB og SEB. Formuesforvaltning vinner Prospera undersøkelsen, deler førsteplassen med SEB i Family Office tjenester, og kommer på andre plass i alle andre kategorier. Alt i alt kan Formuesforvaltning rangeres som den beste «allroundaktøren» i bransjen.

DNB troner på sin side på førsteplass i kategoriene «Commercial Banking Capabilities» og «Innovative Technology - Client Experience» i Euromoney's undersøkelse for 2018. Undersøkelsen utnevner dermed DNB til Norges beste på Private Banking med best tilbud av generelle banktjenester og størst fokus på teknologi. Blant vinnerne i undersøkelsene retter DNB på sin side seg mot tradisjonelle Private Banking tjenester til velstående kunder («Super affluent clients»), mens Formuesforvaltning, og særlig SEB, retter i tillegg fokuset

mot personer og Family Offices med enda høyere formue. Dette viser at de ulike aktørene i bransjen har ulike målgrupper, og dermed også ulike måter å jobbe og tilnærme seg kundene på.

3.3.4 Kostnadsstruktur

Tradisjonelt belastes kundene et honorar som en prosentsats av AUM. For eksempel belastes man som rådgivningskunde i SEB med et rådgivningshonorar som utgjør inntil 1,2 prosent per år av kundens totale portefølje (AUM) ved utløpet av det enkelte kvartal (SEB, u.å,d). Denne satsen kan variere fra kunde til kunde ut ifra hvilken avtale de har gjort med sin rådgiver, men satsen kan ikke overstige 1,2 prosent. Det vil si at for en kunde med 50 millioner i AUM vil bli belastet 600.000 kr per år i rådgivningshonorar ved en sats på 1,2 prosent. Mer realistisk vil et rådgivningshonorar være litt lavere ved så høy AUM, så ved et honorar på 0,6 prosent vil årlig rådgivningshonorar utgjøre 300.000 kr. Dette er store beløp, men Trond Døskeland (2014, s. 412) sier at det kan lønne seg for formuende kunder å betale for rådgivning. Ikke bare for å ta bedre beslutninger, men også fordi rådgivningskostnaden vil fordele seg utover et større beløp og dermed ikke utgjøre en så stor del av avkastningen relativt sett enn det vil for retailkunder.

3.3.5 Fremtidsutsikter

McKinsey konstaterer i sin «European Private Banking Report 2018» at det er profittvekst i Private Banking sektoren i Vest-Europa, men at hoveddriverne bak denne veksten har vært utenfor bankenes kontroll. Mer enn halvparten av profittveksten fra 2013 til 2017 var et resultat av gunstig avkastning i finansmarkedene som økte AUM fremfor nye kunder, og denne avhengigheten av markedsutvikling reiser spørsmål om bransjens evne til å opprettholde profittvekst fremover (Briot, Lacroix, Quensel & Vandenberghe, 2018). Dette blir underbygget av en undersøkelse utført av Deloitte som viser at til tross for markedsvekst falt marginene med over 40 prosent relativt sett fra 2000 frem til 2017 (Kobler, Schlotmann & Fischer, 2017). En annen faktor som vil påvirke bransjen er økte kostnader knyttet til compliance¹⁰ og etterlevelse av regelverk som MiFID II, AML, GDPR og PSD2. Ifølge

¹⁰ Et organ, i for eksempel en bank, som sørger for etterlevelse av lover og regler på best mulig måte (KPMG, u.å).

Euromoney vil bankene i Vest-Europa investere nesten 60 prosent mer i compliance i 2019 enn de gjorde foregående år (Avery, 2019).

Videre har man sett tendenser til at aktørene reposisjonerer sin virksomhet mot mer velstående kundesegmenter, og dermed reduserer sin andel av mindre velstående kunder. Mindre velstående kunders AUM gikk fra 19 til 16 prosent av total AUM, mens UHNWI-andelen økte fra 26 til 30 prosent i perioden frem til 2017 (Briot, et al, 2018).

4.0 Metode

I dette kapittelet beskrives metoden som brukes til å svare på problemstillingen skissert i kapittel 1. Følgelig vil vi presentere vår forskningstilnærming, datainnsamling og forskningskvalitet.

4.1 Forskningstilnærming

Ettersom vi ønsker å oppnå en dypere forståelse av hvordan formuesforvaltningsbransjen utvikler seg, synes kvalitative undersøkelser å være et hensiktsmessig valg da slike undersøkelser kan bidra til dypere forståelse om et tema (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016, s. 566). Vi ønsker å besvare problemstillingen vår ved å utføre intervjuer med nøkkelpersoner som vi mener kan inneha relevant kunnskap og innsikt om bransjen for formuesforvaltning, om ulike regelverk eller robotrådgivning. Ved å intervju de valgte intervjuobjektene anser vi det som sannsynlig at deres ytringer kan være beskrivende for bransjen som en helhet. Vi underbygger funnene våre ved å benytte informasjon fra relevant teori og nyere kilder. Kildene vi benytter oss av er relevante konsulentrapporter, direktiv og forskrifter, artikler og undersøkelser. Kun dokumenter som vi fant pålitelig og troverdig ble brukt i denne oppgaven. Formålet med dette er å få dypere innsikt i bransjen, sette oss inn i ulike reguleringer og forstå hvordan robotrådgivere utfordrer bransjen. Denne innsikten vil hjelpe oss å besvare vår problemstilling.

4.1.1 Forskningsdesign

Forskningsdesignet er en overordnet plan over de metodene som er brukt gjennom innsamling og analysering av data, med formål om å besvare oppgavens problemstilling (Saunders et al., 2016, s. 162). Det finnes tre hovedtyper forskningsdesign; kausalt, deskriptivt og eksplorativt. Et kausalt design brukes til å forklare årsakssammenhenger, mens et deskriptivt forskningsdesign benyttes når man ønsker å forklare eller beskrive et fenomen. Et eksplorativt forskningsdesign benyttes for å utforske et fenomen hvor det foreligger lite forskning, og derav en måte å tilegne seg dypere innsikt og forståelse rundt fenomenet som studeres (Saunders et al., 2016, s. 176). Ettersom vi undersøker hvordan formuesforvaltningsbransjen i Norge vil utvikle seg vil et eksplorerende forskningsdesign

være best egnet for denne oppgaven. Saunders et al. (2016, s.176) beskriver at et eksplorerende forskningsdesign er passende når det er snakk om en bransje i endring.

Målet ved å velge en eksplorerende forskningstilnærming er å i større grad oppnå åpenhet, samt oppdage nye utfordringer som ikke tidligere har blitt forutsett. Selv med en slik tilnærming har eksisterende litteratur blitt brukt for å oppnå en grunnleggende innsikt i formuesforvaltningsbransjen i Norge. Litteraturgjennomgangen ga oss også en pekepinn på hva vi burde undersøke videre, samt et faglig godt utgangspunkt i forkant av datainnsamlingen.

Da vi baserer vår analyse på ekspertintervjuer er det kort vei mellom intervjuobjektens yttringer og våre funn. Metoden vi anvender for å besvare problemstilling kan derfor karakteriseres som en direkte beskrivelse av omstendighetene i bransjen. Oppsummert utfører vi en studie av en bransje i endring med en eksplorativ forskningstilnærming. Vi ønsker å avdekke nåsituasjonen og fremtidsutsikter, samt diskutere funnene våre i lys av det teoretiske rammeverket.

4.1.2 Metode for datainnsamling

Valg av forskningsmetode avhenger av problemstillingen og formålet med studien. Gitt vår problemstilling og valget av et eksplorativt forskningsdesign faller det seg naturlig å benytte en kvalitativ metode i oppgaven (Saunders et al., 2016, s. 568). Da de ulike regelverkene vi gjør rede for er relativt nylig implementert i Norge er effekten vanskelig å måle. Videre er også robotrådgivere et relativt nytt fenomen. Dette begrenser utvalget av numeriske datakilder. Som en konsekvens valgte vi å benytte oss av ikke-numeriske data, og konkluderte derfor med at den passende innsamlingsmetoden for primærdata er ekspertintervjuer.

Ekspertintervjuer er som ordet tilsier; rettet mot eksperter. Intervjuobjektet blir definert som en ekspert fordi han eller hun har spesialisert kunnskap og ekspertise innenfor sitt profesjonelle og yrkesmessige område. Hvem som blir identifisert som en ekspert, og hvem som ikke blir det, avhenger av studiens tema og forskerens dømmekraft (Meuser & Nagel, 2009). Ved siden av ekspertintervjuene fikk vi ved hjelp av ulike kilder mulighet til å innhente kunnskap om aktuell teori og bakgrunnsinformasjon som belyser oppgavens forskningsspørsmål. Søk i eksisterende litteratur var også viktig for å kartlegge lignende

forskning som tidligere har blitt gjennomført, og således hvilke områder som var mangelfulle eller ubesvarte. Kartlegging av eksisterende litteratur bidro i så måte til å klargjøre områder der vi så behov for å samle inn oppdaterte data.

I forbindelse med gjennomføringen av ekspertintervjuene benyttet vi oss av semistrukturerte intervjuer som ofte er hovedkilden til primærdata i kvalitativ forskning (Saunders et al., 2016, s. 391). Et semistrukturert intervju er ikke-standardisert. Det vil si at det er en mellomting av et åpent intervju, som anses som en vanlig samtale, og et lukket intervju, hvor spørsmålene er fastsatt på forhånd (Saunders et al., 2016, s. 391). Følgelig vil det si at et semistrukturert intervju har til dels fastsatte temaer og spørsmål, men at man har muligheter for å avvike fra strukturen dersom intervjuobjektet kommer med interessant eller uventet informasjon. En slik fleksibel struktur åpner også opp for anledningen til å stille oppfølgingsspørsmål (Larsen, 2017). Vi anså det som hensiktsmessig å gjennomføre semistrukturerte intervjuer da intervjuobjektene våre er eksperter på ulike felt.

4.2 Datainnsamling

4.2.1 Intervjuforberedelser

For å besvare problemstillingen vår valgte vi å ta utgangspunkt i intervjuer med aktører som jobber i formuesforvaltningsbransjen, advokater med innsikt i det regulatoriske området, samt eksperter fra robotrådgivningssiden. I samarbeid med Finance Innovation og Atle Sivertsen fikk vi kontakt med to advokater i Advokatfirma PwC Bergen og Jan Åge Skaathun i Quantfolio. Vi benyttet også vårt eksisterende nettverk til å nå ut til relevante intervjuobjekter. Vi laget deretter en liste over resterende aktuelle kandidater og selskaper. Videre tok vi direkte kontakt med noen av intervjuobjektene via e-post og LinkedIn. Mens vi i andre tilfeller sendte e-post til pressekontakten i interessante selskaper, som videre koblet oss sammen med relevant person. Alle e-postene ble sendt ut i løpet av februar måned med forespørsel om å ha intervjuet i løpet av mars. Prosjektet ble også meldt inn til *Norsk senter for forskningsdata (NSD)*.

Vi intervjuet et utvalg av tolv personer fordelt på ni intervjuer. Det er ulike oppfatninger av hvor mange personer som bør intervjues, men ifølge Johannessen, Tufte & Christoffersen (2016) bør fokuset ligge på å finne relevante personer å intervju fremfor antall personer.

Thomas og Polio mener at en passende utvalgsstørrelse er mellom seks og tolv personer (Gubrium, Holstein, Marvasati & McKinney, 2012). Som et resultat mener vi vårt utvalg er tilfredsstillende for vår studie. Intervjuobjektene ulike bakgrunner og kompetanseområder var verdifullt for oss da vi fikk innsikt i temaene vi ønsket å ta opp fra flere vinkler. På den måten vil vi kunne besvare problemstillingen vår på en bedre måte.

Intervjuguide

I forkant av intervjuene er det viktig å utarbeide en god intervjuguide (Saunders et al., 2016, s.403). Intervjuguiden ble utarbeidet i god tid før intervjuene skulle avholdes, slik at det var tid til å evaluere og eventuelt korrigere innholdet. Intervjuguiden ble delt inn i tre hoveddeler; bransjen, reguleringer og robotrådgivning. Vi la ulik vekt på kategoriene ut i fra kompetanseområdene til hvert intervjuobjekt. Se *vedlegg 1* for den generelle intervjuguiden som ble benyttet.

Informasjonsskriv

Informasjonsskrivet¹¹ ble sendt ut omtrent en uke før hvert intervju ble avholdt. Dette dokumentet inneholdt en oversikt over de aktuelle temaene som ville bli diskutert under intervjuet, i tillegg til en del retningslinjer som hvert enkelt intervjuobjekt måtte godkjenne før intervjuet startet. Her kom vi også med en forespørsel om bruk av lydopptak under intervjuet, samt publisering av navn i oppgaven hvilket alle intervjuobjektene godkjente.

4.2.2 Datakilder

I dette delkapittelet vil ekspertene som er intervjuet bli presentert kort med deres arbeidsstilling og kompetanseområde.

Jan Åge Skaathun, Quantfolio - intervjuet 07.03.2019 i Bergen

Jan Åge Skaathun er gründer og Chief Sales Officer i FinTech-selskapet Quantfolio, hvor han blant annet har ansvar for alt som er av kommersiell aktivitet. Quantfolio er et Bergensbasert oppstartsselskap som blant annet tilbyr robotrådgivningsløsninger til banker. Han er også en av fem gründere bak skoleverktøyet «It's Learning».

¹¹ Se vedlegg 2.

Stine Seljeseth Aase, Advokatfirma PwC - intervjuet 12.03.2019 i Bergen

Stine Seljeseth Aase jobber som advokat i Advokatfirmaet PwC i Bergen innenfor finans og selskapsrett. Hennes fokus er på det finansregulatoriske, og da spesielt de nye direktivene som har vist sin fremtreden den siste tiden, herav PSD2, MiFID II og MiFIR.

Jon Magnus Hellevik, Advokatfirma PwC - intervjuet 12.03.2019 i Bergen

Jon Magnus Hellevik jobber også som advokat hos PwC Bergen innenfor alminnelig forretningsjus, selskap- og skatterett, men først og fremst med GDPR. Det siste halvåret har han arbeidet med implementeringen av GDPR for en større utenlandsk bank.

Andriy Yartys, Formuesforvaltning - intervjuet 14.03.2019 i Oslo

Andriy Yartys leder enheten for Compliance og risikostyring i Formuesforvaltning¹². Denne enheten sørger for at Formuesforvaltning følger alt av lover og regler. Han har elleve års erfaring fra både Finanstilsynet og Formuesforvaltning, og har en master fra University of Birmingham.

Håvard Solheim, Kron - intervjuet 14.03.2019 i Oslo

Håvard Solheim er siviløkonom fra Universitetet i Tromsø og autorisert finansiell rådgiver. Han jobbet tidligere som rådgiver hos Formuesforvaltning, og startet i Kron i 2017. Der er han produkteier, samt finansiell rådgiver med ansvar for konsesjonen investeringsrådgivning. Som produkteier er man ansvarlig for utviklingsplanen til selskapet, samt gjennomføringen av denne.

Jan Magne Berge, Nordea Private Banking - intervjuet 15.03.2019 i Oslo

Jan Magne Berge jobber i Frontline Support i Nordea Private Banking. Han startet som «executive advisor» i Private Banking i 2012, men har vært en del av Frontline Support avdelingen de siste tre årene. Jan Magne er utdannet sivilingeniør, og har erfaring fra blant annet Hydro.

¹² Formuesforvaltning AS.

Nils Kristian Einstabland, Selmer - intervjuet 18.03.2019 i Oslo

Nils Kristian Einstabland er partner og advokat i Selmer. Han er spesialist på rettslige spørsmål knyttet til media, telekom og teknologi. Etter å ha jobbet tett med disse bransjene siden tidlig på 1990-tallet har han meget god innsikt i både de regulatoriske og politiske rammebetingelsene, og er en av Norges mest erfarne advokater innen sitt felt.

Hilde Høksnes, Selmer - intervjuet 18.03.2019 i Oslo

Hilde Høksnes er senioradvokat i Selmer. Hun arbeider hovedsakelig med regulatoriske spørsmål knyttet til foretak under Finanstilsynets tilsyn, med særlig fokus på rammevilkår og strukturtilpasning for banker, forsikringsselskaper, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper.

Line Coll, Wikborg Rein - intervjuet 19.03.2019 i Oslo

Line Coll er partner ved Wikborg Reins Oslo-kontor og leder av firmaets fagområde for teknologi og IT-rett. Hun er ekspert innenfor personvern og digitalisering, og har her over 20 års erfaring. Tidligere jobbet hun som advokat i Statoil ASA.

Tannaz Chegini Sundar, SEB - intervjuet 19.03.2019 i Oslo

Tannaz Chegini Sundar har erfaring fra ulike roller innenfor SEB og er blant annet autorisert finansiell rådgiver. Den siste tiden har hun ledet et lite team med Regulatory Specialists innenfor Client Account Management. De har et faglig ansvar for Client Life Cycle Management innenfor Family Office Group segmentet, med hensyn til regulatoriske krav fra et AML perspektiv.

Stine Østnes, SEB Family Office Group - intervjuet 19.03.2019 i Oslo

Stine Østnes har også flere års erfaring fra SEB Family Office Group og har blant annet ledet deres Client Support-avdeling. Hun er autorisert finansiell rådgiver og har de siste årene jobbet som «Client Executive», spesielt rettet mot stiftelser.

Håkon Hansen, DNB - intervjuet 20.03.2019 i Oslo

Håkon Hansen er konserndirektør for forretningsområdet «Wealth Management and Insurance» i DNB. Innenfor dette forretningsområdet ligger både Private Banking, kapitalforvaltning, innskuddspensjon og salg av spareprodukter til retailmarkedene. Tidligere

har han blant annet vært «Head of Private Banking» i DNB og ledet DNB Luxembourg i ti år.

4.2.3 Intervjuutførelse

Samtlige av intervjuene ble gjennomført i løpet av to uker, hvor vi startet med ekspertene som befant seg i Bergen og avsluttet med de resterende syv i Oslo. Alle intervjuene ble gjennomført ansikt til ansikt og fant sted på de enkeltes arbeidsplasser. Dette var et ønske fra vår side da vi mente dette ga oss et mer personlig og nøyaktig preg på intervjuene. Ifølge Thagaard (2013, s.113) vil utvikling av tillit og troverdighet i intervjusituasjoner som foregår ansikt til ansikt kunne gi et bedre grunnlag for at intervjuobjektet kan fortelle mer åpent om sine erfaringer og kunnskap. Samtlige intervjuer hadde en varighet på mellom 40 til 60 minutter.

Formålet med intervjuene var å få et godt innblikk i intervjuobjektens meninger og tanker angående aktuelle temaer vi ønsket å diskutere. Saunders et al. (2016, s. 407) nevner viktigheten av de første minuttene av intervjuet. De første minuttene kan ha innvirkning på hvordan intervjuet utarter seg, og er dermed avgjørende for å etablere en god kontakt med intervjuobjektet. I tillegg er det viktig å tilrettelegge for at personen føler seg komfortabel i intervjusituasjonen (Saunders et.al, 2016, s. 407). I henhold til Kvale og Brinkmann (2015) ønsker gjerne intervjupersoner en klar oppfatning av intervjueren og situasjonen før han eller hun begynner å snakke fritt. Av den grunn startet vi hvert intervju med å presentere oss selv, forklare oppgavens formål samt be om en bekreftelse på bruken av lydopptak. Et bevisst valg fra vår side var at vi valgte å bruke en av oss som ordstyrer under intervjuene. Den andre hjalp til med å holde tråden og passe på tiden, i tillegg til å komme med oppfølgingsspørsmål dersom det trengtes. Dette la grunnlaget for en ryddig og oversiktlig intervjuprosess.

Gjennom intervjuene benyttet vi oss både av åpne og mer spesifikke spørsmål¹³. Bruken av åpne spørsmål kan føre til at man kommer mer i dybden hos informantene, samtidig som det lar intervjuobjektet velge retning på svarene ut i fra egne erfaringer (Justesen & Mik-Meyer, 2010). Slike spørsmål åpnet også ofte opp for bruken av oppfølgingsspørsmål som ga oss ny

¹³ Se intervjuguide i vedlegg 1.

kunnskap og nye innfallsvinkler til temaet. Eksempler på slike oppfølgingsspørsmål var å be intervjuobjektet utdype en ytret mening eller be dem forklare enkelte konsepter som ble tatt opp i samtalen. De spesifikke spørsmålene på sin side ble benyttet for å avdekke mer konkret informasjon som for eksempel «hvilke direktiv anser dere som mest utfordrende i dag?».

Intervjuene ble avrundet med at vi ga intervjuobjektene anledning til å ta opp temaer han eller hun kunne tenke seg å prate om, men som ikke hadde kommet frem gjennom intervjuet. I tillegg forklarte vi videre fremdrift og ble enige om prosedyre for godkjenning av sitater.

4.2.4 Dataanalyse

Transkribering

Transkribering av lydopptakene ble gjort fortløpende etter hvert intervju da vi fortsatt hadde samtale friskt i minnet. I intervjusituasjonene var det levende samtaler og flere av intervjuobjektene brukte virkemidler som kroppsspråk, ansiktsuttrykk og gestikulering når de snakket. Slike virkemidler er vanskelig å formidle gjennom transkripsjonene av intervjuene, men vi forsøkte så godt vi kunne å formidle dette ved å kommentere i teksten. Transkripsjonene blir et forsøk på overføring fra muntlig til skriftlig språk, og ifølge Kvale (1997) blir de kunstige konstruksjoner av intervjuene som fant sted. Skriftlig og muntlig språk bygger på ulike normer og regler, og det er derfor vanskelig å bevare hele meningen med det som blir sagt i et intervju ved overføring fra muntlig til skriftlig form. Dette var momenter vi også opplevde, og vi la mye arbeid bak å transkribere så nøyaktig som mulig. I dette tilfellet hjalp det at vi hadde samtale friskt i minne, i tillegg til at vi var to om arbeidet slik at vi kunne utfylle hverandre om nødvendig.

Sortering og analyse

Etter at vi hadde transkribert alle intervjuene hadde vi over hundre sider med dialog. Vi måtte derfor gå systematisk til verks for å sortere ut de sitatene vi anså som relevante og ville bruke videre i analysen. Måten vi gjorde dette på var å først utarbeide kategorier basert på funn. Deretter sorterte vi sitatene inn i egne dokumenter for hver enkelt kategori, før vi videre markerte ut de viktigste og beste sitatene under hver kategori. Dette ble gjort for å sørge for å få en god oversikt over materialet vi skulle anvende videre. Hver kategori ble deretter gjennomgått flere ganger for å sørge for at vi hadde et godt analysegrunnlag og sitatene ble renskrevet fra et muntlig til et skriftlig språk.

Etter gjennomgangen og kategoriseringen av sitatene kunne analysen begynne. For å sørge for en ryddig analyse valgte vi å dele opp analysen vår i funn og diskusjon, i hvert sitt kapittel. Funnene våre ble presentert i sitatform, både direkte og indirekte, og delt inn i de samme kategoriene som beskrevet ovenfor. Ved å presentere funnene våre på denne måten sørget vi for en ryddig fremstilling av ekspertenes tanker og meninger. Diskusjonskapittelet baserer seg på de mest sentrale funnene, som sammen med relevant litteratur og kilder la grunnlaget for å besvare vår problemstilling.

Da førsteutkastet av analysen var skrevet utarbeidet vi en oversikt til hvert av intervjuobjektene med hvilke av deres sitater vi ønsket å bruke i analysen. Denne oversikten ble deretter sendt ut til intervjuobjektene for godkjenning. Ettersom vi ønsket at presentasjonen av funnene våre skulle samsvare med intervjuobjektene meninger fikk de tilbud om å få vite hvilken kontekst sitatene skulle brukes i dersom dette var ønskelig. Det at intervjuobjektene selv får kontrollere og dobbeltsjekke at det de sa under intervjuet gjengis korrekt i oppgaven bidrar til å styrke analysen (Saunders et al., 2016, s. 576). Ved kontrollering av sitatene var det flere av intervjuobjektene som ønsket å gjøre endringer. I enkelte tilfeller ble sitatet fjernet, mens i andre tilfeller var det kun snakk om enkle moderinger på formuleringer og språk.

4.3 Forskningskvalitet

For å sikre studiens legitimitet og troverdighet vil det i dette delkapittelet gjøres en vurdering av forskningskvaliteten. For å sikre at dataene som analysen baserer seg på reflekterer faktiske forhold vil vi ta utgangspunkt i kriterier for reliabilitet og validitet (Saunders et al., 2016).

4.3.1 Validitet

Begrepet validitet er knyttet til tolkning av data, og refererer til studiens hensiktsmessighet og gyldighet, samt hvorvidt studiens resultater og funn er nøyaktige og generaliserbare (Saunders et al., 2016, s. 202). Validitet deles inn i intern validitet, ekstern validitet og begrepsvaliditet.

Intern validitet

Intern validitet oppnås når forskningen demonstrerer et korrekt kausalt forhold mellom to variabler. På bakgrunn av denne studiens kvalitative metode og eksplorative design vil en diskusjon om intern validitet være lite relevant (Saunders et al., 2016, s. 203). I denne oppgavens resultater vil vi i større grad kunne oppnå en indikasjon på hvordan ulike forhold henger sammen, heller enn en kausal sammenheng.

Ekstern validitet

Ekstern validitet knyttes til hvordan den forståelsen som utvikles i en studie også kan være gyldig i andre sammenhenger (Thagaard, 2015, s.205). Det kan omhandle andre situasjoner, bedrifter eller bransjer. Med andre ord handler ekstern validitet om muligheten til å generalisere funnene i studien (Saunders et al., 2016, s. 204). Det er uklart om den eksterne validiteten vil være sterk i denne oppgaven. For det første omhandler besvarelsen formuesforvaltningsbransjen i Norge, og det er dermed usikkert hvorvidt funnene vil være gyldige i andre land. Dette underbygges med at de ulike regelverkene som studeres i denne oppgaven har en noe ulik virkning avhengig av landet det er snakk om. Videre er formuesforvaltningstjenestene som det er snakk om i denne oppgaven forbeholdt en segmentert andel av befolkningen. Det vil derfor være vanskelig å se om funnene som er gjort vil ha en direkte generaliserbar effekt på de øvrige segmentene.

Begrepsvaliditet

Begrepsvaliditet referer til hvorvidt det er samsvar mellom begreper og de teoretiske definisjonene av fenomenene en ønsker å undersøke (Jacobsen, 2015). Som nevnt tidligere er formuesforvaltningsbransjen kjent under mange navn, og det var derfor viktig for oss at intervjuobjektene hadde samme forståelse for begrepene vi brukte, i tillegg til å sørge for at intervjuobjektene forstod hva vi spurte om. Av den grunn var vi tydelig på at vår masteroppgave omhandler bransjen for investeringsrådgivning til formuende personer, herunder også Family Office tjenester. Begrepene ble definert og avklart både i mailkorrespondansen i forkant og ved oppstarten av hvert intervju.

Under hvert intervju ønsket vi at hver respondent skulle ha klart for seg hva vi ønsket svar på. Det ble derfor gitt beskjed om at intervjuobjektene måtte gi beskjed dersom noen av spørsmålene var uklare. På bakgrunn av det ovennevnte har vi den oppfatningen at det ikke oppstod noen misforståelser rundt begreper eller fenomener som vi ønsker å studere.

4.3.2 Reliabilitet

Begrepet reliabilitet, eller overførbarhet, refererer i utgangspunktet til spørsmålet om en annen forsker som anvender de samme metodene vil komme frem til samme resultat (Thagaard, 2015, s.202). Hvis man ved å gjenskape tidligere forskningsdesign evner å få samme funn, vil forskningen vurderes som pålitelig (Saunders et al., 2016, s. 202). Da vi benyttet oss av semistrukturerte intervjuer vil det i utgangspunktet ikke være hensiktsmessig å sette krav til høy reliabilitet. Grunnen til dette er fordi resultatene reflekterer situasjonen i markedet på det tidspunktet intervjuene ble gjennomført, noe som antas å endres over tid. Derfor vil intervjuobjektene kunne ha andre svar på et senere tidspunkt (Saunders et al., 2016, s. 398-399).

En generell utfordring knyttet til studier basert på ekspertintervjuer er at intervjuene er samtalestyrt. Begrunnelsen er at vi som forskere til en viss grad kan påvirke respondentene og dermed også resultatene. I tillegg vil sannsynligvis ikke andre forskere stille de samme oppfølgingsspørsmålene som vi gjorde underveis i intervjuene. Muligheten til å gjennomføre samme undersøkelse med samme resultat vil derfor være usannsynlig. Likevel var vi konsekvente i utarbeidelsen av intervjuguiden, og vurderte nøye om spørsmålene hadde en førende karakter, og hvorvidt spørsmålene fremstod som objektive og nøytrale. Her fikk vi også en vurdering fra veileder. En slik gjennomgang ble gjort for å i størst mulig grad styrke troverdigheten og påliteligheten av studien vår. Det er verdt å nevne at vi fikk svært gode tilbakemeldinger fra våre intervjuobjekter på spørsmålene som ble stilt og flyten i selve intervjuet.

5.0 Funn

I dette kapittelet vil vi presentere våre kvalitative funn fra de tolv ekspertintervjuene. Funnene presenteres i form av sitater fra intervjuobjektene og er delt inn i kategorier. Hovedkategoriene er reguleringer, robotisering og teknologisk utvikling, relasjoner og bransjens utsikter. Enkelte av hovedkategoriene er igjen delt inn i underkategorier. Funnene vil hjelpe oss å danne et bilde av hvilke utfordringer formuesforvaltningsbransjen står overfor, og hvordan bransjen posisjonerer seg for å møte disse utfordringene.

5.1 Reguleringer

Bank- og finansbransjen er preget av stadig økte regulatoriske krav og bransjen har særlig opplevd en regulatorisk bølge fra 2017 og frem til i dag. MiFID II, AML4, GDPR og PSD2 ble alle implementert i denne perioden. Formuesforvaltningsbransjen i Norge blir spesielt påvirket av de nye reguleringene da disse berører flere sider ved deres forretningsmodell og konkurranselandskapet. Økte regulatoriske krav fører til en generell omstilling i måten man jobber på og nye arbeidsoppgaver dukker opp i forbindelse med etterlevelsen av kravene. Flere av ekspertene påpeker at disse endringene er vanskelig å forholde seg til og at det er mye som har skjedd på kort tid. På spørsmålet om hvordan implementeringen av regelverkene påvirker måten bransjen må jobbe på svarer Jan Magne Berge i Nordea følgende:

«Jeg skulle gjerne sett på det som en mulighet, men jeg må være ærlig og si at det er negativt. Veldig arbeidskrevende.»

Sitatet ovenfor blir støttet av Håkon Hansen i DNB som forteller at alle reguleringene som kommer er en stor utfordring for bransjen. Det er dog forskjeller mellom aktørene når det gjelder måten man har jobbet på tidligere, og for noen var de regulatoriske kravene allerede en naturlig del av arbeidshverdagen. Likevel representerer den regulatoriske bølgen en utfordring for bransjen som helhet i måten man skal etterleve de økte kravene.

Samtidig som bransjen har opplevd en regulatorisk bølge har teknologiutviklingen innenfor bank og finans skutt fart. Mens bankene og myndighetene fortsatt forsøker å løse uløste

regulatoriske problemer, fortsetter teknologien å forandre bransjen på uforutsette måter. Denne teknologiske utviklingen går raskere enn myndighetene klarer å regulere, og kravene kommer gjerne som et resultat av teknologiske fremskritt. Nils Kristian Einstabland i Selmer understreker poenget på følgende måte:

«Det er jo litt av lovgivningens natur. Den kommer som et svar på et behov eller et problem. Og jeg tror at etterhvert som teknologiutviklingen går raskere så er det vanskeligere for lovgivningen å holde følge.»

Compliance og etterlevelse

Å etterleve ulike regulatoriske krav har absolutt blitt en stor del av hverdagen innen formuesforvaltning. De nye direktivene fører til økte krav til systemstøtte og det kreves store investeringer i Compliance. Jan Magne Berge i Nordea forteller at de i dag har betydelig flere ansatte i Compliance enn for noen år siden.

I og med at utviklingen har gått i retning av flere og mer detaljerte regulatoriske krav, samt at det blir et sterkere fokus på forretningsetikk i bransjen, har Compliance fått en klart viktigere rolle i verdipapirforetakene. Det har skjedd et skifte i hvordan man jobber med Compliance og det er i stor grad blitt et satsningsområde. Funksjonen har gått fra å være et kontrollorgan til et rådgivende organ som kontinuerlig jobber for å etterleve kravene på best mulig måte. Satt på spissen så har funksjonen gått fra å ha en mindre viktig rolle til å bli helt essensielt for verdipapirforetakenes virksomhet.

«For ti år siden husket vi aldri om «i» var før eller etter «a» i Compliance. Det vet vi nå for å si det sånn. Det er en veldig annerledes verden enn hva det var for bare noen få år siden.»
(Håkon Hansen, DNB)

«Det viktig å tenke på at Compliance-elementet ikke er en engangsjobb. Man må hele tiden sørge for at bedriften etterlever regelverket, og har ressurser og fokus på Compliance over tid.» (Line Coll, Wikborg Rein)

I tillegg har de økte regulatoriske kravene ført til et behov for etablering av nye funksjoner i verdipapirforetakene. SEB på sin side har valgt å etablere en «Regulatory Office»-funksjon som fungerer som en bro mellom de finansielle rådgiverne i Family Office Group og

Compliance. Dette ble gjort for å øke kvaliteten i rådgivningsarbeidet og sikre at de regulatoriske kravene ble etterfulgt. Denne omstruktureringen er et resultat av den regulatoriske bølgen som har vært, og Stine Østnes i SEB tror ikke denne funksjonen vil bli borte selv om intensiteten i nye reguleringer skulle avta.

«Når det først er etablert en så viktig funksjon så kan jeg ikke se for meg at den blir borte med det første. Og denne omstruktureringen kommer jo nettopp av at det har vært en ganske intens periode med nye regulatoriske krav.»

I tillegg er det et økende fokus fra Finanstilsynet når det gjelder etterlevelse av reguleringene. Det kommer til å bli kontroller og stedlige tilsyn for å sikrestille at kravene blir fulgt. Håkon Hansen i DNB forteller at selv om DNB sjeldent blir tatt for å gjøre feil, kan de bli straffet like hardt for å ikke ha tilstrekkelige prosedyrer, rutiner eller dokumentasjon. Videre medfører den regulatoriske bølgen mange ulike direktiv å forholde seg til på samme tid. Dette kan føre til utfordringer ved etterlevelse og det kan være vanskelig å vite hvor grensene går mellom de ulike direktivene. Flere av ekspertene enes om at en tydeligere dialog med tilsynsmyndighetene er nødvendig. Line Coll i Wikborg Rein forklarer det slik:

«Finansinstitusjoner må kunne gå i dialog med myndighetene og kreve avklaringer fordi det er et spenn i regelverk som skaper en utfordring for aktørene som skal etterleve disse. Myndighetene og lovgiver bør gjøre det enklere å etterleve.»

Videre viser våre funn at regulatoriske forpliktelser i henhold til MiFID II og AML kommer foran forpliktelser i henhold GDPR der samme områder reguleres. Dette gjelder blant annet ved oppbevaring av kundeopplysninger.

5.1.1 MiFID II

En av de viktigste grunnene til at MiFID II direktivet kom var for å ytterligere styrke investorbeskyttelsen. Hva som er det beste for kunden skal være hovedfokuset. Andriy Yartys i Formuesforvaltning sier følgende:

«Når jeg holder opplæring for ansatte så har jeg en slide hvor jeg krysser over MiFID II og sier «glem regelverket, og tenk på hva som er det beste for kunden». Veldig mange av krav i MiFID stemmer godt med det man forventer av god rådgivning, både når det gjelder opplysninger, dokumentasjon og oppfølging. Gjør man en god jobb som rådgiver, vil man samtidig dekke en stor andel av lovkrav.»

Videre poengterer flere av ekspertene at implementeringen av MiFID II i formuesforvaltningsbransjen har krevd omfattende omstillinger og investeringer i nye systemer. Jan Magne Berge i Nordea kritiserer tilsynsmyndighetene for å gi bransjen for lite tid til å tilpasse seg regelverket.

«MiFID II krevde et helt nytt IT-system som vi har brukt et år på å få til å virke. Så du kan jo si at bankene og næringen ikke var klar. Og det er et lite spark til tilsynsmyndighetene som har all verdens av tid til å utrede, men så gir de ikke oss noe tid. Så der håper jeg at de blir flinkere fremover og at vi kan ha en dialog.»

Returprovisjoner

Hvordan man skal håndtere returprovisjoner var et av de store spørsmålene i forbindelse med innføringen av MiFID II. Bruk av returprovisjoner har lenge vært utbredt i formuesforvaltningsbransjen og vært en betydelig inntektskilde. I dag kan ikke uavhengige rådgivere under noen omstendigheter motta returprovisjoner, mens ikke-uavhengige rådgivere fortsatt kan motta returprovisjoner dersom visse kriterier er oppfylt som beskrevet i delkapittel 2.8.1. Flere av ekspertene påpeker at det er ulik tolkning av reglene blant aktørene i bransjen.

«De som er ikke-uavhengige kan ikke uten videre motta returprovisjon. Det er et krav i regelverket at hvis man mottar returprovisjoner skal selskapet dokumentere at det anses egnet til å forbedre kvaliteten av tjenestene som tilbys.»

(Andriy Yartys, Formuesforvaltning)

«Når det kommer til returprovisjoner så handler det om å kunne vise en faktisk «added value» for å kunne beholde returprovisjonen. Der er det veldig ulik praksis blant aktørene.»

(Stine Østnes, SEB)

«For at man skal fortsette å kunne motta returprovisjoner så er det blant annet et vilkår at man må forbedre kvaliteten på tjenesten. Og vi ser også en innstramming i hva som ligger i kvalitetsforbedring. Et eksempel er at man kan motta provisjoner hvis man tilbyr et tilstrekkelig stort utvalg av finansielle instrumenter fra flere aktører, også fra uavhengige tredjeparter.»

(Hilde Høksnes, Selmer)

Det er knyttet stor usikkerhet til hvordan utviklingen i bruk av returprovisjoner vil bli. Andriy Yartys i Formuesforvaltning sier at han tror at vi allerede i de neste årene vil se en betydelig nedgang i bruk av returprovisjoner i bransjen. Konsensus blant ekspertene er at alle tror at man vil se en endring i inntektsgrunnlaget på det området fremover.

«Det kan hende at det vil bli færre avtaler om returprovisjoner og at rådgiverne ikke blir så opptatt av å ha slike avtaler fremover.»

(Stine Østnes, SEB)

«Vi har jo sett på Nederland og Storbritannia. De har gått til forbud av returprovisjoner og gått over til kundebetalte rådgivningsavgifter. Det kan godt tenkes at det er fremtiden.»

(Håkon Hansen, DNB)

Jan Magne Berge i Nordea går så langt med å si at returprovisjoner fort kan bli en «gamechanger» i bransjen sånn som man blant annet så i Storbritannia og Nederland. Forbudet av returprovisjoner erstattet en produktbasert rådgivningskultur med en mer kundeorientert rådgivning. Stine Østnes i SEB på sin side sier følgende:

«Det kan hende at hele fee-strukturen vil endre seg. At man tar servicehonorarer fremfor å beholde returprovisjoner, men jeg tror kanskje man tjener de samme pengene, men kaller det forskjellige ting.»

Til tross for ovennevnte synspunkter har det enda ikke kommet noen uttalelser fra tilsynsmyndighetene vedrørende returprovisjoner etter implementeringen av MiFID II. Ifølge Andriy Yartys i Formuesforvaltning har det danske Finanstilsynet gjennomført en slik kontroll:

«De har sett på hva verdipapirforetakene mener øker kvaliteten på tjenestene og hvorfor de mottar returprovisjoner. Det de fant ut var at verdipapirforetakene presenterer det som at du får en forbedret tjeneste, mens de i praksis leverte lovpålagte ting.»

På den andre siden er regelverket slik at dersom man kan bevise en merverdi av returprovisjoner kan man fortsette med denne praksisen. Som en ikke-uavhengig investeringsrådgiver har SEB valgt å beholde returprovisjoner, og det samme har de fleste andre bankene i bransjen også gjort. Stine Østnes underbygger dette med følgende:

«SEB har valgt frem til nå å beholde returprovisjonen i stor grad og noe av grunnen til det er jo rett og slett at vi tar et rådgivningshonorar, men vi yter en ganske stor service som går langt utover det når det kommer til rapportering og deponering. Vi har også banktjenestene våre samt flere tjenester og vi skal jo ha en fornuftig inntekt likevel for at det skal være levedyktig dette her.»

Interessekonflikt

Problemene med returprovisjoner, som blant annet Forbrukerrådet peker på, er at det kan oppstå en interessekonflikt mellom kunde og rådgiver. Denne interessekonflikten oppstår på bakgrunn av at rådgiver kan ha en økonomisk interesse av å anbefale kunden dyre fond fremfor de fondene som faktisk er til det beste for kunden. Utfordringen ved å være en ikke-uavhengig rådgiver som mottar returprovisjoner er altså at det kan stilles spørsmål ved rådgiverens insentiver og at det kan foreligge en viss interessekonflikt i bunn. Dette er en utfordring flere av ekspertene enes om.

«Fordelen med å være uavhengig er at kunden er helt sikker på at han får det rådet som rådgiveren objektivt sett mener er korrekt. Hvis man tenker rent logisk så vil jeg tro at folk vil velge en uavhengig rådgiver fremfor «avhengig». Så man er sikker på at man får det resultatet rådgiveren mener er best, og ikke bare det produktet som gjør at rådgiveren tjener mest penger.»

(Stine Seljeseth Aase, Advokatfirmaet PwC)

«En av grunnene til at kundene faktisk velger Formuesforvaltning er fordi de ser at det ligger en del interessekonflikter hos de som ikke er uavhengige. Det er et viktig spørsmål om interessene til kunden og rådgiver er sammenfallende.»

(Andriy Yartys, Formuesforvaltning)

Uavhengig vs. ikke-uavhengig investeringsrådgivning

Innføringen av MiFID II førte altså til et skille i rådgivningsbransjen mellom uavhengige og ikke-uavhengige rådgivere. Som påpekt i delkapittel 2.8.1 må flertallet av norske sparebanker velge mellom returprovisjonen fra sine leverandører og muligheten til å markedsføre seg som uavhengige investeringsrådgivere. De fleste banker som tilbyr investeringsrådgivning har valgt å være ikke-uavhengige. Selv om uavhengighet og bruk av returprovisjoner har vært et sentralt emne i bransjen for formuesforvaltning, deler flertallet av ekspertene samme oppfatning av at kundene ikke bryr seg noe særlig om uavhengighet eller vet hva det innebærer.

«Per i dag så er kanskje utfordringen at det ikke er etablert en god nok forståelse blant forbrukere. Hvem er uavhengige og hvem er det som ikke er uavhengige og hva er forskjellen mellom disse to.»

(Andriy Yartys, Formuesforvaltning)

En annen faktor som blir påpekt er at dersom kundene opplever at de har et stort nok tilbud av verdipapirer å velge mellom og at rådgiveren gir råd utover egne produkter spiller uavhengighet egentlig ingen rolle. Å øke produktspekteret sitt blir pekt på som kanskje den enkleste måten å tilpasse seg regelverket, og ifølge Håkon Hansen i DNB så har ikke det med hvorvidt man er uavhengig eller ikke noe å si så lenge kundene møter en aktør med en åpen plattform. Stine Østnes i SEB er av følgende oppfatning:

«Jeg tror at våre kunder er veldig lite opptatt av uavhengighet nettopp fordi vi har en så stor fondsbase. De kan kjøpe så og si hva de vil, og vi har jo flere kunder som egentlig til tider dikterer hva vi tar inn i den basen fordi de er store og ønsker å kjøpe et fond som vi ikke har.»

Det har også blitt påpekt at det er et skille mellom ulike typer kundesegmenter når det gjelder uavhengighet og hvorvidt kundene er villig til å betale for å få uavhengige

investeringsråd. Hilde Høksnes i Selmer poengterer at typiske formuesforvaltningskunder i Private Banking og Family Office kan være noe mer villig til å betale for uavhengig investeringsrådgivning enn hva det mer ordinære retailmarkedet er. Nils Kristian Einstabland i Selmer underbygger dette ved å si følgende:

«Kundene i Private Banking segmentet har nok økt bevissthet og god kompetanse selv og har såpass store midler at den kostnaden de betaler for uavhengig råd er nokså liten i forhold til de midlene de besitter.»

Kostnadsspesifisering

MiFID II regelverket krever at verdipapirforetakene opplyser kundene om alle kostnader knyttet til rådgivningen i god tid før rådgiveren leverer de aktuelle rådene til kunden gjennom en «cost-and-charges» rapport. MiFID II øker kompleksiteten i kostnadsrapportering drastisk og man kan ikke lenger belaste kundene en prosentsats av AUM uten å spesifisere hva kundene faktisk betaler for.

«Kundene våre er ikke dumme, de vet jo hva de betaler. Men det er noe med å få det svart på hvitt.» (Jan Magne Berge, Nordea)

De økte kravene til spesifisering av kostnader har ført til en tyngre rådgivningsprosess. Flere av ekspertene påpeker at det er blitt mer administrativt arbeid knyttet til å gi et råd. Ikke bare knyttet til kostnadsspesifisering, men også for å etterleve andre krav i forbindelse med MiFID II. Stine Østnes i SEB sier følgende:

«Hvis jeg for eksempel skal rådgi en ikke-profesjonell kunde så må jeg blant annet først vise kunden hva dette vil koste, «cost-and-charges», gi en «ex-post» rapport og følge masse forskjellige krav knyttet til det. I tillegg er det krav til å få logget rådene ordentlig og få en bekreftelse fra kunden. Også når det er gjort så må jeg tydeliggjøre overfor kunden at dette var et hensiktsmessig råd. Det er ganske mye å forholde seg til.»

Da rådgivningsprosessen har blitt mer omfattende og tidkrevende reiser det seg spørsmål knyttet til lønnsomhet. Man kan ikke tilby rådgivningstjenester til alle segmenter dersom prosessen er såpass krevende. Hilde Høksnes i Selmer støtter dette argumentet:

«Som følge av disse nye kravene så vil kanskje ikke investeringsrådgivning bli tilbudt i like stor grad til alle kunder. Muligens kun til de som har en del midler å investere.»

Å etterleve MiFID II kravene kan i ytterste konsekvens føre til at det kun er formuende kunder som kan motta tradisjonell, personlig investeringsrådgivning på generell basis. Resultatet av det er at de lavere segmentene må over på mer digitale og skalerbare løsninger. Dette vil vi komme tilbake til i delkapittel 5.2.

5.1.2 AML

Det fjerde hvitvaskingsdirektivet ble iverksatt i Norge høsten 2018. Innføringen av AML har blant annet ført til økte rapporteringskrav, noe som ifølge våre eksperter er veldig ressurskrevende å håndtere. Det stiller økte krav til nye arbeidsrutiner, systemstøtte, bemanning, i tillegg til at nye kostnader dukker opp.

«Nå har vi 200 stykker i banken som kun jobber med AML som sjekker transaksjoner kontinuerlig. Vanvittig ressurskrevende, vanvittig dyrt, men selvsagt vanvittig viktig at vi gjør det.» (Håkon Hansen, DNB)

Ifølge Jan Magne Berge i Nordea er AML, og tilhørende «Know Your Customer» (KYC) prosesser, det direktivet som har vært vanskeligst å omstille seg til. Det samme poenget understreker Tannaz Chegini Sundar i SEB:

«En av de største utfordringene i dag er hvordan man skal implementere de nye antihvitvaskingsreglene i praksis.»

I henhold til AML er alle finansinstitusjoner rapporteringspliktige, og det stiller strengere krav til kundekontroller. Dette for å forhindre hvitvasking og terrorfinansiering i EU. Flere av ekspertene påpeker at disse økte kravene setter relasjonen til kundene på prøve da kundene i visse tilfeller kan føle seg mistenkeliggjort. Videre blir det påpekt at det kan være vanskelig for kundene å forstå hvorfor finansinstitusjonene må gjøre en slik omfattende informasjonsinnhenting.

«Det å hente inn dokumentasjonen i en type «Customer Due Dilligence¹⁴» er kjempevanskelig.» (Jan Magne Berge, Nordea)

*«Det er mange kunder som har mye frustrasjon rundt alt det vi spør om.»
(Håkon Hansen, DNB)*

5.1.3 GDPR

Etter innføringen av GDPR har fokuset på personvern endret seg drastisk. Jan Åge Skaathun i Quantfolio påpeker at det å få GDPR som et beskyttelsesvern for forbrukere er nødvendig og bra, og at det alt i alt er mer positivt enn negativt. Det er viktig at finansinstitusjonene innretter seg det nye regelverket for å unngå risikoen for bøteleggelse. I tillegg kan et brudd i regelverket også oppfattes som et tillitsbrudd blant kundene. Innføringen av GDPR har ført til enorme kostnader og bransjen står nå overfor et omfattende arbeid med behandling av dokumentasjon og opplysninger om kundene, noe som oppleves som krevende blant våre eksperter:

*«Akkurat i dag vil jeg tro det vi sliter mest med er GDPR. Både tolkningene, konsekvensene og implementeringen av GDPR. Dere kan jo tenke dere hvor mye usystematisk data som ligger også i DNB.»
(Håkon Hansen, DNB)*

*«Hvis du driver en bank med en del antall kunder og ansatte så kan GDPR være et veldig tungt regelverk å følge. Du må ha ekstreme infrastrukturer i banken for at det skal fungere, og det krever mye tid og ressurser.»
(Jon Magnus Hellevik, Advokatfirmaet PwC)*

*«Det er også en utfordring for bankene med håndtering og lagring av all innhentet kundeinformasjon, fra et GDPR perspektiv. Hva er «need to have» og hva er «nice to have»?
Det er en balansegang som ikke alltid er like enkelt å ta stilling til.»
(Tannaz Chegini Sundar, SEB)*

¹⁴ Prosessen der relevant informasjon om kunden samles inn og evalueres for å kartlegge eventuell risiko for foretaket og/eller hvitvasking og terrorfinansiering.

I henhold til GDPR skal det være en grunn til at man skal innhente informasjon og det kan være problematisk for finansinstitusjonene å innhente den informasjonen de trenger. En av våre eksperter trekker frem at «alle» har fått med seg GDPR, så kundene kan være skeptiske til å gi fra seg informasjon. Videre er GDPR et omfattende direktiv, og grunnet den regulatoriske bølgen bransjen står overfor sier Jan Magne Berge i Nordea at kan det være enklere, og i mange tilfeller fristende, å kun dekke minstekravene ved implementeringen.

Videre påpeker Nils Kristian Einstabland i Selmer at problemet med GDPR er ikke nødvendigvis GDPR i seg selv, men at man ikke brydde seg om den gamle personvernloven. Det får man igjen for nå. For å være GDPR compliant så kreves det et omfattende arbeid, og enda mer om man ikke har vært konsekvent og etterlevd den gamle personvernloven. Nils Kristian Einstabland forteller videre at før man forstod og lærte GDPR ordentlig så hadde man muligens den oppfatning at direktivet kunne inneholde en begrensning, men at han tror man nå har klart å finne en løsning på de aller fleste praktiske utfordringer. Line Coll i Wikborg Rein sier følgende:

«GDPR innebærer sjeldent en «show-stopper». Det er veldig sjelden at reglene i GDPR innebærer at man ikke kan gjennomføre den type prosesser eller arbeidsoppgaver som de andre direktivene vil innebære.»

5.1.4 PSD2

PSD2 blir omtalt som direktivet som vil endre bankbransjen slik vi kjenner den og vil åpne opp for en helt annen konkurransesituasjon enn tidligere. Og som beskrevet i delkapittel 2.8.4 åpner direktivet døren for alle selskaper som er interessert i å benytte seg av bankenes informasjon (Hellström, 2018). Bankene må tilrettelegge sine kontotjenester, slik at kunden kan benytte andre tilbydere av betalingstjenester for å utføre sine betalinger eller få en oversikt over sine konti i ulike banker. Dette krever store systemendringer. Hilde Høksnes i Selmer forklarer direktivet slik:

«Det sentrale med PSD2 er kanskje det at tredjepartsaktører kan få tilgang til kontoinformasjon fra bankene. Og bankene må jo selv tilrettelegge for det og gi disse aktørene tilgang. Så det er klart at det krever ganske store systemendringer og det er jo også større risiko knyttet til feil, svindel og hvitvasking.»

PSD2 handler først og fremst om forbrukere. At man nå får en åpning av konkurransen i en skjermet bransje er ifølge Jan Åge Skaathun i Quantfolio bare positivt. Formålet med direktivet er å legge til rette for økt konkurranse i betalingsmarkedet i EU, og inviterer nye aktører som FinTech-selskaper til å komme på banen. De tradisjonelle bankene har en jobb å gjøre for å unngå å bli forbigått teknologisk og sikre sin posisjon i markedet. Stine Østnes i SEB er av følgende oppfatning:

«Jeg tror at for brukerne så er PSD2 bare positivt. Det kommer til å skje masse bra. Så gjelder det bare for bankene å henge med. Og det går veldig, veldig raskt. Det er ingen tid å miste.»

«Jeg tror at PSD2 både er en mulighet og en trussel, det handler om å være god og hvorvidt man henger med.»

Basert på våre funn er ikke formuesforvaltningsbransjen den bransjen som er spådd til å bli påvirket mest av PSD2. Til tross for dette så mener flere av ekspertene at PSD2 utgjør en mulighet for bransjen, spesielt på rapporteringssiden. Fordelen ligger i å kunne samle en kundes beholdninger hos ulike aktører på et sted. En rådgiver vil på den måten kunne få en oversikt over en kundes totale økonomiske situasjon, både konti og verdipapirer, og på den måten skreddersy rådgivningen ytterligere.

Et annet moment som en av våre eksperter påpeker er at bankene har kapital til å velge å ta rollen som en PISP eller AISP selv. Bankene må altså velge hvilken type rolle de vil ta. Bransjen er derfor spådd til å forandre seg ganske drastisk fremover.

5.2 Robotisering og teknologisk utvikling

Etterspørselen etter rådgivningstjenester forventes å øke fremover ifølge World Wealth Report 2018, men som flertallet av ekspertene påpeker vil det ikke lenger være lønnsomt å tilby tradisjonell rådgivning til alle kunder. Digitalisering er løsningen. Robotrådgivere gjør sitt inntog i rådgivningsbransjen og ønsker å gjøre sparing i verdipapirer tilgjengelig for alle.

«En stor del av kundene våre kommer ikke til å få tilgang på personlig relasjon fremover fordi det er ikke lønnsomt. Marginene er skviset og de regulatoriske kravene er så store. Digitalisering er løsningen, ellers så kommer vi ikke til å ha noen løsning til den kundegruppen.»

(Håkon Hansen, DNB)

Kundene i formuesforvaltning derimot er ikke spådd til å adaptere robotiserte løsninger i stor grad. Ihvertfall ikke slik som disse løsningene er i dag. Ekspertene enes om at relasjonen står sterkt i dette segmentet og at det gjerne er snakk om rådgivning knyttet til betydelige investeringer i mer komplekse produkter.

«Jeg tror at for kundene med de store porteføljene vil det fortsatt være mennesker involvert. Det er snakk store summer og hele familiens økonomi, og da dukker andre problemstillinger opp som ikke er aktuelle for mindre kunder. Hvertfall i de neste 5-10 årene så tror jeg fortsatt det menneskelige aspektet kommer til å være veldig viktig.»

(Håvard Solheim, Kron)

«I Private Banking bransjen så er produktene og rådende såpass avanserte at det ikke er automatisert. Det er litt som advokatbransjen. Vi opplever jo ikke at roboter er noen trussel, men jobber du med forbrukerjuss så er det noe helt annet.»

(Nils Kristian Einstabland, Selmer)

I takt med fremveksten av digitalisering i bank- og finansbransjen ser man likevel et skifte i kundepreferanser mot enklere løsninger. Dette gjelder også for kundene i formuesforvaltning. Jan Åge Skaathun i Quantfolio mener det er viktig å ta hensyn til de kundene som også ønsker digitaliserte løsninger og sier videre at han ser en utvikling i rådgiverrollen:

«I større grad må du ta hensyn til de som ønsker en heldigital reise også i dette segmentet her. Det er ikke alle som har lyst til å komme inn å snakke med rådgiver, ta en kaffe og tegne på en «whiteboard». Man ønsker å gjøre en intelligent plassering, men man ønsker ikke å gjøre det selv. Så disse rådgiverne og formuesforvalterne må ha digitale kanaler.»

Jan Magne Berge i Nordea mener at tradisjonelle rådgiverne kan erstattes på sikt, men at det er forskjeller mellom segmentene. Likevel understreker han at kundenes prioriteringer ikke nødvendigvis endrer seg dersom man passerer seks millioner¹⁵ i investerbar formue.

Jan Åge Skaathun i Quantfolio påpeker at en robotrådgiver er en helt uavhengig rådgiver. Dette begrunner han med at teknologien finner de beste instrumentene selv og setter det sammen til en ideell portefølje for kunden. Han sier at robotrådgiveren da ikke har noen egeninteresse i å rådgi et produkt fremfor et annet. Det er likevel viktig å poengtere at dette kommer an på inntektsmodellen til den enkelte robotrådgiver. Flere av ekspertene understreker at det i mange tilfeller til syvende og sist er mennesker bak som konstruerer algoritmene som rådene baserer seg på og er uenig i Skaathuns synspunkt.

«Algoritmene er jo laget av mennesker som jobber i banken. Så en robotrådgiver, som er ikke-uavhengig, hvordan vet du hvilken interesse han som lagde algoritmen hadde da han lagde den? Var det på bakgrunn av at banken skulle tjene mest mulig penger eller var det på bakgrunn av å gi best mulig råd? Og det tror jeg ikke norske forbrukere skjønner.»
(Håvard Solheim, Kron)

Det er også regulatoriske utfordringer ved utvikling av robotrådgivere. Nils Kristian Einstabland i Selmer sier at den store regulatoriske utfordringen blir nettopp hvordan man skal sikre transparens i løsningene, og tilse at de er så nøytrale som de gir seg ut for. Videre stiller flere av ekspertene spørsmål ved hvor avanserte robotrådgiverne faktisk er. Håkon Hansen i DNB sier at det som kalles robotrådgivning i dag egentlig bare er en fondsrådgiver. Det benyttes ikke noe kunstig intelligens eller «Big Data» i særlig stor grad. Likevel spår han en mer sofistikert løsning i fremtiden. Håvard Solheim i Kron deler mange av synspunktene:

«Roboter brukes faktisk i porteføljesammensetning overalt. Alle rådgivere/forvaltere har jo et Excel-ark eller lignende med algoritmer hvor man laster inn data og det er jo i prinsippet en robot, selv om det kanskje ikke er automatikk eller basert på maskinlæring.»

¹⁵ Minstekravet for å bli kunde i Nordea Private Banking.

Som et stikk mot rådgivningsbransjen generelt har omfattende forskning vist at det er vanskelig å oppnå meravkastning over tid. Jan Åge Skaathun i Quantfolio sier følgende:

«Det er finnes mye forskning som er ganske konkluderende både fra Forbrukerombudet, NHH og andre som sier det at aktiv forvaltning i aksjefond ikke genererer meravkastning over tid. Over en 5 eller 10 års periode er det overveiende sannsynlig at sparere vil være «better-off» ved å gå over til rimelige indeksprodukter.»

Han er likevel av den oppfatningen at om man har gode avanserte modeller så er det mulig å skape meravkastning ved å la roboter og maskindrevne algoritmer gjøre forvaltningen. Hvorvidt dette stemmer er usikkert. Det er enighet blant ekspertene med erfaring fra formuesforvaltning at det viktigste for dette segmentet fortsatt er personlig og skreddersydd rådgivning. Robotrådgivning alene utgjør ikke en trussel for bransjen hevder de. Blant annet er det å virkelig forstå og formidle risiko til kunder vanskelig å gjøre automatisk. Stine Østnes i SEB sier følgende:

«Jeg tror ikke robotrådgivning kommer til å ta over. Ja, man kan fylle inn informasjon inn i et spørreskjema, dette er min risikoprofil, dette er så lenge jeg har tenkt til å ha pengene, men du får kanskje ikke sagt «dette er viktig for meg». Du får ikke den skreddersømmen.»

Selv om robotisering ikke nødvendigvis skulle utgjøre en trussel for rådgiverne i formuesforvaltningsbransjen i dag, utgjør det en trussel for andre roller i foretakene. Nils Kristian Einstabland i Selmer påpeker at robotisering spesielt utgjør en trussel for analytikere som lager mye av materialet som rådgiverne baserer rådgivningen på. Han sier videre at roboter kan utarbeide bedre analyser enn tradisjonelle bankansatte. Hvorvidt dette er en realitet er fortsatt uvisst. Selv om Stine Østnes i SEB ikke anser robotrådgivere som konkurrenter i dag, så mener hun at robotisering utgjør det en mulighet for aktørene i formuesforvaltning:

*«Umiddelbart ser jeg ikke på det som en trussel, men det kan være en mulighet for oss.
Bedre verktøy for oss.»*

Jan Åge Skaathun i Quantfolio jobber også med å utvikle robotiserte løsninger for formuesforvaltningssegmentet. Han understreker at formålet ikke er å erstatte rådgivere, men

å tilby et supplement til deres eksisterende virksomhet. I møter med forvaltningshus, Family Offices og høyst formuende familier ser han at mange sitter med de samme problemstillingene. Disse problemstillingene omhandler først og fremst dårlige beslutningsverktøy. Det finnes mye ekspertise i formuesforvaltningsbransjen, men de trenger nye og bedre verktøy for å hjelpe kundene på en bedre måte fremover. Et konkret eksempel som Jan Åge Skaathun trekker frem er at de sammen med Aars¹⁶ og deres investeringsdirektør lager et beslutningsverktøy som kan hjelpe selskapet å ta bedre beslutninger fremover. Bransjeekspertene enes om at de ser et behov for bedre digitale løsninger, både for å gjøre prosesser enklere, men også for å være konkurransedyktige fremover.

«Det er ganske mange skjema som jeg må bruke tid på i forbindelse med et råd. Så jeg tror absolutt at digitalisering og robotisering kan gjøre denne prosessen enklere.»

(Stine Østnes, SEB)

«Vi må også investere i gode digitale verktøy så kundene velger våre kundeflater.»

(Håkon Hansen, DNB)

«Jeg tror at tradisjonell Wealth Management kommer til, og fortsatt ønsker å ha et innslag av rådgivere og personer. Også tror jeg at for dette segmentet så handler det mer om å effektivisere prosesser som ligger bak.» (Håvard Solheim, Kron)

Andriy Yartys forklarer at Formuesforvaltning har valgt å tilby en hybridmodell der den personlige rådgivningen er kombinert med en digital opplevelse. Enkelte av kundene kan velge å ha en digital interaksjon med sin rådgiver, mens andre foretrekker fysiske møter. Det er snakk om skreddersydd og personlig rådgivning i begge tilfeller, men selskapet satser både på en digital og face-to-face betjening av kunder, som regel en kombinasjon av begge. Kunden får velge selv.

Videre er ekspertene enige i at robotisering kan hjelpe til å gjøre kundeopplevelsen enda bedre. Særlig én av ekspertene poengterer at når man snakker om robotrådgivning er man

¹⁶ Møller familiens Family Office, som er et av de ledende i Norge (Aars, u.å).

veldig fokusert på forvaltningsdelen av det. Vel så viktig er hva roboter kan gjøre for å forbedre kundeopplevelsen.

«Jeg opplever ofte at når man snakker om roboter så er man veldig fokusert på den delen som handler om forvaltning. Men så vet jo jeg at mye av styrken til roboten ligger i selve kundeopplevelsen. Altså hva kan man egentlig kan bruke algoritmer til. Eksempler på dette er å gi relevante nyheter, vise bedre hvordan porteføljer er satt sammen og lignende.»
(Håvard Solheim, Kron)

Jan Magne Berge støtter opp under dette argumentet, og forklarer at forbedring av kundeopplevelsen er et naturlig neste steg for anvendelse av kunstig intelligens i rådgivningsarbeidet:

«AI har vi jobbet med ganske lenge og det første vi jobbet med var RPA¹⁷. Videre implementerte vi AI i rådgivningen, gjennom robotrådgiveren vår Nora¹⁸. Neste generasjon tenker jeg vil være en «hybrid-advisor», og å kunne sette rådgiveren i stand til å være mer proaktiv. Når kunden kommer inn så vet man hva som skjer i livet deres og hvordan det har gått med porteføljen. Slik at AI kan hjelpe rådgiverne til å vite hva som er riktig å snakke med kundene om akkurat nå.»

Proaktivitet er et viktig moment i denne sammenhengen, og ved å være proaktiv kan man både forbedre kundeopplevelsen og styrke relasjonen til kunden. Det å vite akkurat hva man skal snakke med kunden om og når kan beskrives som et konkurransefortrinn, og kundene vil føle seg mer ivaretatt. Et eksempel Håvard Solheim i Kron trekker frem er som følger:

«Det roboten virkelig kan hjelpe deg med er brukeropplevelsen. Si at en kunde er veldig nervøs. En rådgiver har kanskje ikke kapasitet til å følge opp hele tiden, mens en robot kan legge merke til at denne kundene logger seg inn i porteføljeoversikten oftere enn vanlig. Og da burde rådgiveren få beskjed om at det er en kunde som antageligvis er nervøs basert på atferden eller at roboten selv sender ut en mail, eller et push-varsel, til kunden.»

¹⁷ «Robotic Process Automation».

¹⁸ En helautomatisert robotrådgiver lansert av Nordea i 2018.

Basert på foregående funn er det tydelig at ekspertene enes om at det er enorme muligheter når det gjelder robotisering i formuesforvaltningsbransjen og at man er nødt til å ha kompetanse på området for å holde seg konkurransedyktige. En mulighet er å først se hvilke robotløsninger som fungerer i markedet og heller kjøpe opp kompetansen senere. Line Coll i Wikborg Rein er av den oppfatning av at man må handle nå for å redusere risikoen for å bli forbigått teknologisk:

«Jeg tenker at man bare må se mulighetene i det som skjer nå. Man må hoppe på det digitale toget nå, fordi det er nå det går. Og hvis man sitter og er usikker på om AI har noen posisjon i næringen fremover så blir man akterutseilt. Det handler om å finne de områdene hvor AI kan fungere nå.»

5.3 Relasjoner

Formuesforvaltning er en bransje der relasjoner står sterkt. Flere av ekspertene forteller at de har jevnlig kontakt med kundene, og at denne relasjonen settes pris på blant kundene. Håkon Hansen i DNB og Stine Østnes i SEB understreker viktigheten av relasjoner i formuesforvaltningsbransjen:

«Relasjoner er superviktig, og jo høyere opp i segmentet du kommer jo viktigere er det.»
(Håkon Hansen, DNB)

«Når det kommer til forvaltning av masse penger så tror jeg at du ikke du kutter kontakten helt. Skal du sitte og gjøre alt digitalt så er du egentlig din egen rådgiver.»
(Stine Østnes, SEB)

Uten tilstedeværelse av gode relasjoner kan det være vanskelig å holde på kundene over tid. Desto høyere investerbar formue en kunde har, desto flere aktører kan det tenkes at kunden ønsker for å dekke sine finansielle behov og derav spre sine engasjementer. Derfor er det viktig å opprettholde en god relasjon og et godt forhold til kundene.

«Vi vet at jo høyere opp på segmentet du kommer, jo mer «multibanked» enn «overbanked» er kundene. Du bruker aldri bare en aktør. Så det handler om at banken skal tiltrekke seg mest mulig «share of wallet» fra kundene.»
(Håkon Hansen, DNB)

Det å kartlegge kundenes mål og behov og bakgrunnen for disse er et sentralt regelverkskrav i MiFID II. Som et eksempel forklarer Andriy Yartys at Formuesforvaltning hever denne prosessen over regelverkskrav og bistår med kartleggingen av mål og fremtidsplaner i tre ulike deler; trygghet, bevare og utvikle, og skape. Innenfor hver av delene kan det identifiseres ønsker, behov og mål. Formålet med finansporteføljen er å bidra til å realisere målene innenfor hvert område. Arbeidet med kartleggingen, identifisering av behov hos kunden, involvering av selskapets eksperter innen juridiske spørsmål, skatt og forretningsførsel står sentralt i jobben for å skape en god relasjon mellom kunde og rådgiver. Formuesforvaltning tilbyr med disse tjenester en helhetlig investeringsrådgivning som de mener skiller seg fra ellers vanlig kapitalforvaltning i markedet. Videre påpeker Andriy Yartys at det vil være svært viktig å klare å formidle denne forskjellen mellom tjenestene som formuesforvaltere tilbyr og ren kapitalforvaltning fremover.

Til tross for at kundens avkastning helst skal være god, så er det minst like viktig å fokusere på relasjonen mellom kunde og rådgiver. En god relasjon kan føre til langvarige kundeforhold, som igjen er i rådgivers interesse både med tanke på nettverket, å knytte til seg neste generasjon, og ikke minst lønnsomhet. I tillegg har MiFID II bidratt til at man må tenke mer på relasjonen da det er et minstekrav i regelverket at man må treffe kunden minst en gang i året og bekrefte at de forutsetningen som ligger til grunn for forvaltningen fortsatt stemmer. Videre sier Andriy Yartys følgende:

«Veldig mange tenker kanskje på selve etableringen av kundeforhold som den viktigste prosessen. For oss er det like viktig at kundene blir her i forhåpentligvis flere generasjoner og at de får god løpende oppfølging etter at de har blitt kunde.»

Relasjonen vil fortsatt være grunnpilaren i bransjen, men man må også ta innover seg den digitale bølgen som preger markedet for å henge med på utviklingen.

«Jeg tror ikke relasjonen vil gå helt bort gjennom de neste årene, men du må ta inn over deg det digitale. At folk ønsker mer «convenience» digitalt.»

(Jan Åge Skaathun, Quantfolio)

5.4 Bransjens utsikter

5.4.1 Marginpress

En av ekspertene påpeker at Private Banking segmentet historisk har vært blant de mest lønnsomme delene i bankbransjen. Denne situasjonen er i ferd med å endre seg, og som et resultat av både den regulatoriske bølgen og teknologisk utvikling har det oppstått et marginpress i bransjen. Flere av ekspertene påpeker at aktørene i bransjen vil kjenne mer på marginpresset fremover:

«Vi har snakket om marginpress i mange år, men vi har ikke opplevd det. Neste generasjons marginpress kommer fra mange kanter samtidig. Det ene er jo at MiFID II krever mer transparens. At vi må lage «cost-and-charge» rapporter. Det andre er jo at det er en supertrend som går fra aktiv til passiv forvaltning. Der er det jo mye lavere marginer. Og det tredje er selvfølgelig fremveksten av FinTech-delen. Ikke at vi har møtt så mye av det enda, men det ligger i horisonten.»

(Jan Magne Berge, Nordea)

«Samtidig som kostnadene går opp for å drive den butikken vi holder på med, så går marginene den andre veien. Du får jo stadig press på marginene fordi du får mer og mer transparens og det er sånn verden utvikler seg.»

(Håkon Hansen, DNB)

Marginpresset kommer både fra økte kostnader og lavere inntekter. Rådgivningsbransjen har tradisjonelt sett vært basert på en AUM-basert inntektsmodell, hvor rådgiveren får betalt i form av en prosentsats av kundens formue under forvaltning. Jan Åge Skaathun i Quantfolio stiller spørsmål ved denne praksisen og mener man må tenke annerledes:

«Fremover så tror jeg at rådgivningshonoraret vil være vanskelig å forsvare. Jeg tror man må finne andre mekanismer på verdi og smarte tilleggsprodukter som kunden er villig til å betale for som gir en sofistikert og mer automatisert rådgivning.»

«Jeg tror man må se på forretningsmodellene sine. Er det rimelig å anta at man kan «charge» X prosent i overskuelig fremtid på den tjenesten vi tilbyr? Eller må man tenke annerledes?»

Ekspertene enes om at man må tenke annerledes fremover for å kunne fortsette med en lønnsom drift.

5.4.2 Neste generasjon

Som en av ekspertene påpeker tilhører flertallet av formuesforvaltningskunder i dag en eldre generasjon. De har hatt visse forventninger til rådgiveren sin, og er i mange tilfeller mindre opptatt av gode teknologiske løsninger. En av ekspertene påpeker at de har sluppet unna med middels bra rapporteringsløsninger til nå fordi kundene ikke har brydd seg om det. Ekspertene enes om at man vil se et skifte i forventninger fremover når neste generasjon tar over familieformuene.

«Det er klart at bransjen vil bli påvirket. Det ene er jo at du har et skifte i hvem kundene er. Nå er det veldig mye kapital hos godt modne mennesker som setter pris på den tradisjonelle rådgiverrollen. Men vi ser at mer og mer går i arv, du får mennesker som selger bedrifter, og unge mennesker som har mye penger. De forventer også andre tjenester.»

(Jan Åge Skaathun, Quantfolio)

For å tiltrekke seg neste generasjon og sørge for å bevare relasjonene til familiene har flertallet av aktørene i bransjen utviklet et konsept tiltenkt nettopp dette. Som funnene våre fra delkapittel 5.3 tilsier står relasjoner svært sterkt i formuesforvaltning.

«Vi har ganske omfattende programmer som går over et par år, hvor vi tar med oss neste generasjon for å gi de lærdom i hva det vil bety å forvalte store verdier. Ikke finansteori, men kanskje andre ting som man kommer til å oppleve som arving eller at man skal bli en del av et større familieeid selskap.»

(Håkon Hansen, DNB)

«Jeg tror at vi er inne på noe med å være så opptatt av relasjoner som vi er. Vi har et kjempefokus på «Next Generation» for å sørge for å knytte de til oss og. Også må vi bare passe på å henge med på det andre så vi klarer å tilby de yngre generasjonene hva de forventer.»

(Stine Østnes, SEB)

De yngre generasjonene har ulike prioriteringer og ønsker enn den tradisjonelle formuesforvaltningskunden. Teknologi, gode digitale løsninger, samt etiske og ansvarlige investeringer vil det bli et økende fokus på fremover skal vi tro ekspertene. Likevel verdsetter neste generasjon en person å snakke med og støtte seg på i rådgivningsprosessen:

«Vi tror at i større grad så kommer den fremvoksende generasjonen, og i økende grad andre, til å tenke at over hvor pengene de sparer til pensjon faktisk går og hva de representerer.

Der er også teknologi kjempeviktig.»

(Jan Åge Skaathun, Quantfolio).

«Store deler av våre kunder er jo eldre. Så det vil skje en flom av generasjonsskifter fremover. Vi etablerte derfor et konsept som heter «Next Generation» og i den forbindelse hadde vi flere kundeintervjuer med arvinger mellom 20 og 35 år. Vi trodde at de i stor grad ønsket seg «top notch» mobilløsninger, men det de ønsket var å ha en person å snakke med.

Så jeg tror nok at de ønsker begge deler.»

(Jan Magne Berge, Nordea)

5.4.3 Utvikling i segmentet

Formuesforvaltningsbransjen har vært en lønnsom og stabil bransje over tid, men grunnet regulatoriske endringer, press fra teknologi og endrede kundepreferanser spår man nå en utvikling i segmentet. Og noen har allerede sett et skifte.

«Jeg tror jeg ville begynt å forberede meg på en annen hverdag og et skifte; både teknologisk og i kundepreferanser.»

(Jan Åge Skaathun, Quantfolio)

«Som jeg flåsete pleier å si noen ganger: de største kundene våre ringer jo ikke til oss for å spørre om hvilket fond skal de skal kjøpe, det skjer jo aldri.»

(Håkon Hansen, DNB)

Selv om bransjen burde tilpasse seg teknologiens utvikling og kundens ønsker er særlig en av ekspertene overbevist om at formuesforvaltningssegmentet kommer til å se ganske likt ut fremover.

«En eiendomstransaksjon til en milliard her i byen kommer aldri til å bli digitalisert, det er langt frem hvertfall, ikke i min tid.»

(Håkon Hansen, DNB)

Bransjeekspertene har ikke troa på en helautomatisert rådgivningsprosess, men de ser heller for seg å digitalisere deler av prosessen og administrative oppgaver. Jan Åge Skaathun i Quantfolio har troa på denne kombinasjonen:

«Den største verdien til bankene er at de har mye data, de har tillit og de har veldig flinke rådgivere. Så kombinasjonen av de tingene, sammen med robotisering for kundene, har jeg veldig tro på.»

Jan Magne Berge i Nordea mener det ligger verdier i formuesforvaltningsbransjen som man enda ikke har utnyttet. For å posisjonere seg for fremtiden har han en idé:

«Det er to verdier som vi ikke har utnyttet godt nok i Private Banking. Det ene er data og det andre er verdien av å ha mange kunder i et nettverk. Bankene har enorme mengder data som ikke utnyttes for å forbedre relasjonen mellom banken og kundene. Private Banking kan tilby ekstraverdi ved å hjelpe til med å forbedre relasjonen mellom sine egne kunder gjennom å skape «communities». Der kan kunder med kompletterende behov møtes. For eksempel kan man utvikle interne «peer-to-peer lending»¹⁹ mellom kundene.»

¹⁹ Låneavtaler som inngås mellom privatpersoner.

5.4.4 Konkurranselandskap

Trussler fra FinTechs

Fremveksten av FinTech-selskaper den seneste tiden har vært enorm og i tillegg åpner PSD2 opp for at blant annet disse selskapene kan etablere seg i bankbransjen og utfordre de tradisjonelle aktørene. Konkurranselandskapet er spådd til å endre seg drastisk, men majoriteten av ekspertene tror det vil være vanskelig for FinTech-selskapene å etablere en sterk markedsposisjon:

«Jeg tror det er tungt å komme inn i markedet uten å ha et solid merkenavn med deg. Jeg tror det vil bli tungt å løfte store volumer.»

(Håkon Hansen, DNB)

«Det sitter litt langt inne å flytte alle sparepengene sine inn i en FinTech.»

(Jan Åge Skaathun, Quantfolio)

Videre sier Håkon Hansen at han tror barrieren til å velge en FinTech-aktør overfor en bank kommer til å vokse med tiden. Blant annet innføringen av GDPR har ført til at man har blitt mer sensitiv til deling av personlig informasjon og man vil derfor trolig være mer kritisk til hvilke aktører man ønsker å dele informasjonen med.

«Vil du faktisk gi all din private informasjon til en nettside, eller til en app som du knapt nok har hørt om før. Jeg tror denne barrieren kommer til å vokse.»

(Håkon Hansen, DNB)

Bankene har et konkurransefortrinn ved at de har et kjent merkenavn blant kundene. Et annet fortrinn for de eksisterende aktørene er at Norge allerede har et rimelig og velfungerende banksystem som gjør det mindre attraktivt for FinTech-selskaper å etablere seg. Nils Kristian Einstabland i Selmer forklarer situasjonen slik:

«Norge har ganske billige banktjenester og et velfungerende bankvesen i forhold til andre land. Vi jobber litt sammen med Revolut²⁰, som har hatt veldig stor suksess i andre land. Men man merker at mange mener at deres forretningsmodell ikke så spennende i Norge siden vi har BankAxept²¹ og systemer som gjør at det er relativt billig å flytte rundt på penger.»

Videre spådde Capgemini i deres World Wealth Report 2018 at GAFA-selskapene²² vil utgjøre en trussel for formuesforvaltningsbransjen. Disse selskapene har enda ikke gjort et stort fremstøt i Norge, noe som Nils Kristian Einstabland er overrasket over:

«Jeg er litt overrasket over at ikke Apple og Google har gitt et sterkere støt, men jeg tror at siden Norge er et så lite marked at vi ikke er så viktig.»

Norge med sine drøye 5,3 millioner innbyggere utgjør kanskje ikke et attraktivt nok marked for disse selskapene i første omgang. I tillegg vil de norske kundenes tillit til bankene være problematisk.

«I bunn og grunn så ligger det en veldig høy tillitsterskel til norske banker. Jeg tror det skal en del til før veldig mange velger å bruke Facebook, Apple eller andre aktører for lommeboken sin.»
(Håkon Hansen, DNB)

«Det Facebook sliter med er jo akkurat det med tillit. Når selv Kron er skummelt for mange hvorfor skal du da gå til Facebook.»
(Håvard Solheim, Kron)

²⁰ Britisk FinTech-bank som leverer hel-digitale løsninger til en lavere kostnad enn tradisjonelle banker (Revolut, u.å).

²¹ Det nasjonale betalingssystemet i Norge (BankAxept, u.å).

²² Akronym for Google, Amazon, Facebook og Apple.

Selv om ekspertene er skeptisk til GAFA-selskapenes rekkevidde i det norske markedet og ikke ser på dem en reell trussel i dag er de enige i at man absolutt bør holde et øye med dem i tiden fremover.

Antall aktører og kunder

Som et resultat av den regulatoriske bølgen, samt den teknologiske utviklingen i bank- og finansbransjen, enes ekspertene om at både samarbeid med og oppkjøp av FinTech-selskaper er svært interessant. Videre spår flere av ekspertene at man vil se en rekke konsolideringer i bransjen fremover.

«Banker har ikke nødvendigvis «innovasjonshuber»²³ som fokuserer på nytenking innenfor digitale tjenester og har heller ikke mulighet til å ha all mulig potensiell nyttig kompetanse på området in-house. I slike tilfeller mener jeg at det er lurt av bankene å se på hva som fungerer i markedet og inngå samarbeid eller kjøpe tjenestene av andre slik at kundene nyter godt av dette.» (Stine Østnes, SEB)

*«Det er åpenbart for meg at alle de nye reguleringene som kommer fort kan lede til en ytterligere konsolidering i markedet. Fordi det er vanskeligere for de små aktørene å hele tiden adoptere alt det som kommer og kunne stå ansvarlige for det.»
(Håkon Hansen, DNB)*

²³ Et møtested hvor man sammen jobber for å utvikle nyskapende ideer.

6.0 Diskusjon

I oppgavens diskusjonskapittel skal vi se nærmere på fire aspekter ved oppgavens funn vi anser som spesielt interessante. Med utgangspunkt i funnene har vi utarbeidet fire spørsmål som legger grunnlaget for diskusjonen. For å besvare disse spørsmålene skal vi anvende relevant litteratur som er presentert i kapittel 2, samt andre relevante kilder. Ved å diskutere disse aspektene ønsker vi å besvare vår problemstilling:

Hva er hovedutfordringene for formuesforvaltningsbransjen i Norge i dag, og hvordan vil bransjen utvikle seg fremover?

6.1 Fører bruk av returprovisjoner til et prinsipal-agent problem og bør returprovisjoner forbys?

I oppgavens kapittel 2 presenterte vi litteratur knyttet til prinsipal-agent teori og viste at denne samfunnsøkonomiske teorien er høyst relevant i forholdet mellom kunde og rådgiver i formuesforvaltning. I en rådgivningssituasjon ansetter kunden (prinsipalen) en rådgiver (agenten) til å utarbeide en investeringsstrategi eller formuesplan på vegne av kunden. Vi skal nå diskutere hvorvidt bruk av returprovisjoner i formuesforvaltningsbransjen oppfyller kriteriene for et prinsipal-agent problem. Videre vil vi gjøre rede for om innføringen av MiFID II har hatt en effekt på problemet, og basert på funn fra ekspertintervjuene, samt uttalelser fra Forbrukerrådet, diskutere hvorvidt returprovisjoner bør forbys.

For at bruk av returprovisjoner skal kunne beskrives som et prinsipal-agent problem må det for det første foreligge en økonomisk oppside for rådgiver. Dette kriteriet kan det argumenteres for at er oppfylt. Dette fordi det koster mer å få rådgivning enn å investere selv, og rådgiver tjener penger på å selge fond som de mottar returprovisjoner fra. For det andre må det være et element av interessekonflikt i relasjonen. Forbrukerrådet argumenterer for at denne inntektsmodellen frister rådgivere til å anbefale kundene dyre og dårlige råd og at interessekonflikten har bidratt til at kunder i stor grad har fått råd om å velge dyrere spareprodukter som rådgiverne tjener mer penger på (Forbrukerrådet, 2019a).

Til slutt må det være et tilfelle av asymmetrisk informasjon, altså at rådgiver sitter på informasjon som kunden ikke har. Det kan argumenteres for at det tidligere har vært et tilfelle i bransjen, men at implementeringen av MiFID II har ført til økt transparens når det gjelder spesifisering av kostnader og på den måten forsøker å fjerne eventuell informasjonsasymmetri mellom kunde og rådgiver på dette punktet. I en rådgivningssituasjon må rådgiver blant annet utarbeide en omfattende «cost-and-charges» rapport til kunden, som også spesifiserer eventuelle vederlag fra tredjeparter. Som et resultat kan en argumentere for at styrket investorbeskyttelse i forbindelse med MiFID II sakte, men sikkert fører til at prinsipal-agent problemet ved bruk av returprovisjoner blir mindre fremtredende. Det er en grunn til at MiFID II direktivet ble innført. Bransjen så behovet for et direktiv som styrker investorbeskyttelsen og gjorde flere grep. Disse grepene var blant annet å stramme inn bruken av returprovisjoner og kreve mer åpenhet rundt kostnader ved investeringsrådgivning.

Som beskrevet i delkapittel 2.8.1 kan ikke-uavhengige rådgivere beholde returprovisjoner dersom man oppfyller visse kriterier, men våre funn viser at det er svært ulik praksis mellom aktørene i bransjen. Verdipapirforetakene må kunne vise til en faktisk merverdi for kunden, noe som danske tilsynsmyndigheter ikke kunne finne bevis på hos danske investeringsrådgivere. Forbrukerrådet har gått hardt ut og anbefalt et forbud av returprovisjoner, men på andre siden finner man de som mener at bransjen kommer til å finne ut av dette selv. Håkon Hansen i DNB belyste at så lenge kunden møter en rådgiver med et stort investeringsunivers så vil ikke hvorvidt man er uavhengig eller ikke spille noen rolle. Dette er Forbrukerrådet (2019a) uenig i og anser dagens system for returprovisjoner som bransjen største kilde til interessekonflikt, uavhengig av størrelsen på investeringsuniverset. I sin rapport «Forby Returprovisjoner» påpeker Forbrukerrådet (2019a) at det er urealistisk at en finansiell rådgiver vil være upåvirket av størrelsen på returprovisjonene i en rådgivningssituasjon. De mener at en rådgiver som konsekvent anbefaler det rimeligste valget for kunden neppe genererer nok inntekter til å forsvare egen lønn over tid.

Videre viser våre funn visse fordeler med å være uavhengig. Spesielt fordi det setter klare forutsetninger for at det ikke foreligger interessekonflikter i valg av produkter som anbefales til kunder. Likevel viser våre funn at flere av aktørene i bransjen er av den oppfatning av at kundene ikke bryr seg om uavhengighet i særlig stor grad. Det kan stilles spørsmålstegn ved

om det heller er slik at kundene ikke vet hva uavhengig rådgivning faktisk innebærer. Det kan dog argumenteres for at det økte fokuset på bruken av returprovisjoner i bransjen, og spesielt Forbrukerrådets forbudsforslag, vil gjøre kundene mer oppmerksomme på problematikken. Når kundene blir mer oppmerksomme på problematikken kan det tenkes at de blir mer selektive når det gjelder hvem som skal gi dem investeringsråd, hvorvidt rådgiveren er uavhengig og kostnaden ved rådgivning. Som våre funn tilsier står tillit også svært sentralt i bransjen, og for å bevare tilliten mener Forbrukerrådet (2019a) at det er helt avgjørende at kundene kan stole på at de rådene man får gis med integritet og uten egeninteresse.

Dagens Næringslivs leder 2. april 2019 kommer med motargumenter til Forbrukerrådets forbudsforslag og mener at rådgivning faktisk må koste noe. Forbrukerrådet mener et forbud mot returprovisjon vil gi bedre rådgivning, men sier lite om hvem som skal betale for den (Dagens Næringsliv, 2019). I tillegg opplever bransjen et stadig skifte i retning av investering i indeksfond, som også våre funn støtter opp under. Videre viser våre funn at bransjen tror at man allerede de neste årene vil se en nedgang i bruk i returprovisjoner, og at hele inntektsmodellen kommer til å endre seg. Et potensielt utfall er at man heller vil hente inntektene fra kundebetalt rådgivningsavgifter slik som man blant annet har sett i Storbritannia.

For å posisjonere seg for en ny hverdag har DNB gjort et kutt i sine returprovisjoner til et fast, lavt nivå, likt for alle fond og uavhengig av forvalter. DNB mener dette kuttet vil fjerne mulige interessekonflikter (Bjerknes, 2019b). Hvorvidt dette stemmer har nylig blitt diskutert i det offentlige bilde. Dagens Næringsliv mener at et slikt kutt viser at bransjen er på vei til å finne en løsning på interessekonflikten, uten et forbud. Forbrukerrådet på sin side gir DNB skryt for dette tiltaket, men mener at det er mye bedre å fjerne returprovisjonen helt da det fortsatt vil være en interessekonflikt. Likevel er det flere trender i markedet som tyder på at problemet er i ferd med å forsvinne av seg selv i takt med at kundene velger bort dyre og middelmådige fond på eget initiativ, kostnadskutt i bransjen og økt bevissthet generelt (Forbrukerrådet, 2019b). Dette underbygges igjen fra våre funn som tilsier at bransjen vil gå bort fra returprovisjoner og at rådgiverne blir mindre opptatt av å inngå slike avtaler fremover. Det kan argumenteres for at en naturlig overgang kan være en bedre løsning enn et forbud.

Forbrukerrådet (2019a) hevder også at et forbud mot returprovisjoner vil lede kundene over på transparente og kostnadseffektive selvbetjeningsplattformer. Jan Åge Skaathun i Quantfolio er enig, og argumenterer for at en robotrådgiver kan løse interessekonflikten ved å la teknologien sette sammen en optimal portefølje for kunden. Ved å la teknologien bestemme kan man også fjerne eventuell usikkerhet knyttet til beslutningsgrunnlaget. Flere av ekspertene er dog uenig i dette, og mener det til syvende og sist er menneskene som lager algoritmene som rådene baserer seg på som har ansvaret. Så selv om roboten skulle velge fond selv, så kan den være satt opp med en interesse av å anbefale visse fond som selskapet tjener bedre på fremfor hva som faktisk er det beste rådet objektivt sett. Dette viser at per i dag så er ikke robotrådgivning løsningen på denne interessekonflikten.

Basert på våre funn ser vi at selv om innføringen av MiFID II og styrket investorbeskyttelse forsøker å viske ut informasjonsasymmetri ved returprovisjoner, foreligger det fortsatt en underliggende interessekonflikt i bransjen som blant annet Forbrukerrådet mener er skadelig. De ikke-uavhengige rådgiverne er uenige og flere av aktørene i bransjen har heller valgt å innrette seg kravene MiFID II stiller ved å øke produkttilbudet sitt, og blant annet DNB har kuttet returprovisjonene kraftig. Våre funn tilsier at bruken av returprovisjoner vil reduseres kraftig de neste årene. Det kan derfor argumenteres for at interessekonflikten er i ferd med å løse seg selv, og at et forbud ikke er nødvendig. Forbud eller ikke så enes ekspertene om at inntektsmodellen vil endre seg fremover. Når inntektsmodellen endres blir spørsmålet hvordan bransjen skal opprettholde lønnsomheten.

6.2 Hvordan kan aktørene i bransjen opprettholde lønnsomheten fremover?

Funnene våre tilsier at formuesforvaltningsbransjen står overfor et marginpress og at presset kommer fra flere kanter samtidig. Den ene faktoren som bidrar til pressede marginer er økte regulatoriske krav, som ikke bare er dyrt å implementere, men også dyrt å etterleve. Flere av aktørene i bransjen har investert i nye IT-løsninger og både engasjert flere ressurser og opprettet nye funksjoner innad i virksomheten. Som beskrevet i delkapittel 3.3.5 vil bankene i Vest-Europa investere nesten 60 prosent mer i compliance i år enn de gjorde i fjor (Avery, 2019). Videre er det en trend i bransjen som går fra aktiv til passiv forvaltning, hvor inntjeningen er lavere. I tillegg legger FinTech-selskaper press på marginene, i form av å tilby billigere løsninger til samme målgruppe. Reduserte inntekter fra returprovisjoner bidrar

også til at man må tenke annerledes for å opprettholde lønnsomheten. Som et resultat fører økt fokus på investorbeskyttelse til at det på mange måter blir vanskeligere for rådgiverne å tjene penger på samme grunnlag som før. Funn fra ekspertintervjuene påpeker at det kan bli vanskelig å forsvare det tradisjonelle rådgivningshonoraret fremover og at man må finne andre mekanismer på verdi som kundene er villig til å betale for.

Våre funn tilsier at deler av dagens kunder ikke kommer til å få tilgang på personlig rådgivning fremover. Kostnadene ved personlig rådgivning kan oppfattes som for kostbare for enkelte segmenter, og for bransjen er det rett og slett ikke lønnsomt grunnet marginpresset forklart ovenfor. Som et resultat har man ikke råd til å tilby rådgivning til de lavere segmentene og aktørene vil rendyrke strategien sin mot Family Offices og UHNWI-segmentet. Dette kan beskrives som en fokuseringsstrategi, som beskrevet i delkapittel 2.2. Nøkkelen til en vellykket fokuseringsstrategi er å definere en spesifikk målgruppe og rette sin virksomhet mot denne målgruppen.

I 2017 økte andelen av AUM i UHNWI-segmentet fra 26 til 30 prosent i Vest-Europa, mens de lavere segmentenes AUM falt tilsvarende (Briot, et.al, 2018). Dette viser at aktørene går aktivt inn for å reposisjonere virksomheten sin mot mer velstående kundesegmenter. Ifølge EuroMoneys «Wealth Management: The Next Generation»-undersøkelse er dommen klar. Hvis kunden tilhører UHNWI-segmentet kommer den kunden til å få god service og personlig oppfølging fordi man er en lønnsom kunde. Dersom man tilhører segmentene under er ikke denne skreddersømmen garantert (Avery, 2019). Dette underbygges av oppgavens funn. Neste generasjons formuesforvaltning kommer til å være fokusert mot de mest velstående kundene og Family Offices, med skreddersydde løsninger og tilleggstjenester de kan tjene penger på. Slike tilleggstjenester kan være regnskapstjenester, arrangementer, analyser, kunstrådgivning, rådgivning ved generasjonsskifte og lignende som dette segmentet etterspør. Som en av ekspertene påpekte så ringer ikke de største kundene inn for å få råd om hvilke fond de skal kjøpe. Rådgivningen er mer kompleks, på flere plan og for hele familien.

De overnevnte faktorene tyder derfor på at bransjen kommer til å se et økt minstekrav for å bli kunde i formuesforvaltning. Fokuset fremover vil ligge på å utvikle gode digitale verktøy for å gjøre kundeopplevelsen bedre. Inntekten vil i større grad komme fra servicehonorar for de tjenestene man tilbyr. Relasjonen vil fortsatt være grunnpilaren, og det kan argumenteres

for at rollen går mer i retning av å bli en «relationship manager» fremfor en tradisjonell rådgiver.

6.3 Hvilke mulighetsområder har kunstig intelligens i formuesforvaltningsbransjen?

Våre funn viser at selv om det finnes mye ekspertise i formuesforvaltningsbransjen så trenger aktørene bedre verktøy for å møte kundenes behov fremover. Det kan derfor diskuteres om robotiserte og digitale løsninger kan være med på å dekke disse behovene. Accenture publiserte artikkelen «The Rise of Roboadvice: Changing the Concept of Wealth Management» i 2015 hvor de var av den oppfatning at robotrådgiverne vil gi dype og permanente endringer i måten råd blir gitt på i bransjen (Accenture, 2015). I samme artikkel ble det påpekt at formuesforvaltere ikke visste hvordan de skulle forholde seg til robotrådgivere. Det var fortsatt uklart hvorvidt en robotrådgiver var en konkurrent, en komplementær tjeneste, eller relevant i det hele tatt. Som beskrevet i delkapittel 2.9 var det først i 2017 og 2018 at de første robotrådgiverne etablerte seg i Norge, og foreløpig er tjenestene som tilbys relativt enkle. I følge våre funn har kunstig intelligens blitt et fokusområde i formuesforvaltningsbransjen, men ikke når det gjelder selve forvaltningen.

Selv om det allerede er etablert flere robotrådgivere i Norge så er det flere faktorer som tyder på at de vil slite med å etablere tillit blant forbrukerne. Undersøkelsen «Forbruker- og Finanstrender 2019» understreker at tilliten til robotrådgiverne ligger kun på 22 prosent, ned fire prosent fra 2018. Tilliten til tradisjonelle rådgivere derimot ligger på hele 77 prosent, opp tilsvarende fire prosent fra 2018. Barrieren for å benytte seg av en robotrådgiver fremfor en tradisjonell rådgiver kan derfor karakteriseres som høy. Denne tendensen underbygges av oppgavens funn. Dagens robotrådgivere utgjør ikke en direkte trussel for formuesforvaltning da de formuende segmentene fortsatt ønsker innslag av personlig relasjon.

Personlig relasjon til sin rådgiver er også viktig for neste generasjon. Ifølge en undersøkelse gjort av Deloitte blant millenniumsgenerasjonen²⁴ ønsker hele 82 prosent fortsatt å ha personlige møter med sin rådgiver. Dette underbygges av Jan Magne Berge i Nordea, som

²⁴ Generasjonen født mellom 1980 og 1995 (Deloitte, u.å,c).

fortalte at de i samtaler med arvinger avdekket at denne generasjonen ønsker en kombinasjon av gode digitale løsninger og personlig interaksjon. Dette understreker at selv om dagens robotrådgivere skulle bli stadig forbedret, vil personlig relasjon til rådgiver forbli avgjørende. For kundene med de store porteføljene og Family Offices er det snakk om store summer og gjerne en hel families formue, og behovet for menneskelig rådgivning og støtte øker i takt med kompleksiteten og verdiene man skal plassere. Komplekse prosesser ved for eksempel generasjonsskifte er vanskelig å gjøre digitalt. Accenture (2015) spådde at robotrådgiverne vil komplementere, i stedet for å erstatte, tradisjonelle formuesforvaltere. Dette blir underbygget av våre funn, hvor det fremkommer at digitalisering og kunstig intelligens blir sett på som et stort mulighetsområde blant aktørene i bransjen. I tillegg avdekket en studie av den finske formuesforvaltningsbransjen at flertallet av rådgiverne var av den oppfatning at de ville ta i bruk roboter for å effektivisere deres arbeid (Deloitte, 2017).

Våre funn tilsier at robotisering blir sett på som en mulighet til å blant annet gjøre kundeopplevelsen bedre og skape gode verktøy for rådgiverne. I tillegg kan kunstig intelligens brukes til å utvikle verktøy som vil underlette arbeidet med å etterleve regulatoriske krav, og da spesielt dokumentasjonskravene i forbindelse med MiFID II og AML. Videre viser våre funn at kunstig intelligens kan gjøre rådgivningen mer proaktiv. Dette innebærer at rådgiver, ved for eksempel å studere markedets utvikling og kundenes atferdsmønstre, til enhver tid kan vite hva man burde snakke med kundene om og når, fremfor å eksempelvis bare få en oversikt over hvordan avkastningen har vært på formuen det siste kvartalet. Å berolige kunder i turbulente markeder, foreslå endringer i porteføljen basert på kundens risikoprofil og ikke minst jobbe for å beskytte formuen over generasjoner er essensielt i rådgiverrollen. Deler av spareprosessen, som beskrevet i delkapittel 2.7.1, kan outsources til digitale løsninger og rådgiver kan bruke tid på hva som er det viktigste for kunden. I følge Accenture (2015) vil slike mekanismer tilrettelegge for bedre samhandling mellom investor og rådgiver.

Flere av ekspertene påpekte at robotisert og digitalisert rådgivning vil være eneste løsning for de lavere segmentene fremover grunnet pressede marginer og økte regulatoriske krav. Sett fra et annet perspektiv kan det tenkes at færre kunder vil være villig til å betale for personlig rådgivning fremover da kostnadene øker. Men hvorfor skal da de formuende segmentene være villig til å betale for personlig rådgivning? Jan Magne Berge i Nordea

påpekte i våre funn at kundenes prioriteringer ikke nødvendigvis endrer seg selv om formuen øker. Det kan argumenteres for at dersom kundene har rimeligere og effektive alternativer til tradisjonell formuesforvaltning, som for eksempel en uavhengig robotrådgiver, vil de ikke være villig til å betale dyrt for personlig rådgivning med mindre de ser en reell verdiskapning eller merverdi. Som diskutert i delkapittel 6.2 viser våre funn at det vil være viktig for aktørene i formuesforvaltning å kunne formidle verdien av de tjenestene man leverer. Videre vil det være viktig å finne andre mekanismer på verdi som kundene vil være villig til å betale for som går utover tradisjonell forvaltning. Eksempelvis rådgivning ved generasjonsskifte, regnskapstjenester, arrangementer og lignende.

En kombinasjon av relasjonsfokus og gode digitale løsninger, en såkalt hybridmodell, vil i følge våre funn være fremtiden for formuesforvaltning. En slik forretningsmodell kombinerer det beste fra personlig rådgivning og robotrådgivning. Ved å benytte digitale løsninger til å gjøre visse arbeidsoppgaver vil det frigjøre tid som rådgiver kan bruke på bedre oppfølging av kunden. I så måte representerer kunstig intelligens en mulighet til å gjøre spareprosessen mer effektiv og gjøre kundeopplevelsen bedre. Det er ingen tvil om at aktørene burde skaffe seg den relevante kompetansen på området så fort som mulig, men spørsmålet blir på hvilke måter.

6.4 Hvordan kan aktørene i bransjen posisjonere seg i et konkurranselandskap i endring?

Nye regelverk, samt et stadig økende fokus på digitalisering preger hverdagen i formuesforvaltning. Det fremgår av våre funn at flere av ekspertene mener at endringer er vanskelig og at det har skjedd mye på kort tid som man må ta innover seg. Et av direktivene som står sentralt i denne utviklingen er PSD2. Formuesforvaltningsbransjen er ikke den bransjen som er spådd til å bli påvirket mest av PSD2, men siden direktivet er nytt er det vanskelig å spå hvilke konsekvenser det vil ha. Verdipapirforetakene befinner seg i situasjon der det kan være vanskelig å se hvilke muligheter man faktisk kan utnytte fra direktivet. PSD2 påvirker i første omgang bankbransjen, og som nevnt i delkapittel 3.3 er de fleste av tilbyderne av formuesforvaltningstjenster i Norge tilknyttet en bank. I tillegg vil uavhengige aktører også merke implementeringen av direktivet.

Ved implementeringen av PSD2 må banker og verdipapirforetak åpne opp for deling av kontoinformasjon gjennom åpne API-er som baner vei for Open Banking. Som beskrevet i delkapittel 2.4 kan en Open Banking-plattform, i motsetning til en tradisjonell bankplattform, hjelpe kunden å samle alle finansielle tjenester på et sted i sin personlige plattform. En bank har lenge kunne utnytte fordelen av at de kan tilby et spekter av finansielle tjenester på en og samme plattform og være en såkalt one-stop-shop. Open Banking kan i ytterste konsekvens viske ut viktigheten av den tradisjonelle bankplattformen, da kundene nå kan velge å skape sin egen plattform med tjenester fra ulike aktører. Sbanken er en av aktørene som prøver å posisjonere seg for en ny fremtid, og kan omtales som en pioner på dette området. Banken inngikk i mars 2019 en PSD2-tilpasset avtale med Nets, som gjør at de får tilgang til en standardisert plattform som gjør det mulig å hente inn kontoinformasjon og gjennomføre betalinger i andre banker (Moe, 2019). Nets omtaler en slik Open Banking løsning som helt essensiell for å få et effektivt marked og utnytte mulighetene PSD2 åpner opp for.

Det kan argumenteres for at PSD2 representerer en fordel for formuesforvaltningsbransjen. Det at direktivet åpner opp for deling av kontoinformasjon til andre banker og verdipapirforetak gir aktørene en mulighet til å kunne gi skreddersydd rådgivning basert på en kundes totale økonomiske situasjon, uavhengig av hvor midlene står. Dette impliserer at man også kan rapportere på kundens totale portefølje, ikke bare de midlene som står hos den enkelte aktør. Videre peker et av våre funn på at det ligger store mulighetsområder i bransjen som enda ikke har blitt utnyttet. Jan Magne Berge i Nordea påpeker at den ene verdien man ikke har utnyttet godt nok er at man har mange kunder i et nettverk. Per i dag er hovedfokuset på relasjonen mellom kunde og rådgiver, men man kan se for seg at man i tillegg kan øke bevisstheten på relasjonen mellom kundene. Dette kan eksempelvis gjøres gjennom såkalt «peer-to-peer lending». Som beskrevet i litteraturen i delkapittel 2.4 bidrar plattformer til å gjøre ressurser og deltakere mer tilgjengelige for hverandre etter behov. Hvis formuesforvaltningsbransjen klarer å utnytte det eksisterende kundenettverket de har, kan det utgjøre en ytterligere verdiskapning for kundene, og følgelig resultere i en mer plattformbasert bransje.

Det holder ikke å kun fokusere på interne muligheter, men verdipapirforetakene må også ta innover seg at flere FinTech-selskaper, herunder robotrådgivningselskaper, og tredjepartsaktører er på god vei inn i markedet. I tillegg utgjør GAFA-selskapene en

98

potensiell trussel. Ved at slike selskaper nå kan få tilgang til kontoinformasjon fra bankene kan det true deres eksisterende forretningsmodell. Deloitte (2017b) påpeker at FinTech-selskapene har en fordel ved at de ikke er pålagt de samme regulatoriske kravene som banker og finansinstitusjoner, og kan derfor i større grad innovere og tilby billigere løsninger. I tillegg viser våre funn at de har løsninger og kompetanse som bankene og verdipapirforetakene etterspør. For å holde seg relevante må bankene og verdipapirforetakene sørge for å tilpasse sine forretningsmodeller og henge med på den teknologiske utviklingen.

På den andre siden har finansinstitusjonene sterke merkenavn som representerer et konkurransefortrinn og en strategisk inngangsbarriere i bransjen som beskrevet i delkapittel 2.5. Det fremkommer av oppgavens funn at et annet fortrinn for de eksisterende aktørene er at Norge allerede har et rimelig og velfungerende banksystem. Dette gjør det mindre attraktivt for utfordrere å etablere banktjenester i Norge da kundene ikke nødvendigvis ser behovet for å bytte aktør. Dette poenget blir støttet av undersøkelsen «Forbruker- og Finanstrender 2017» som viser at den norske befolkningen fortsatt har størst tillit til bankene (Finans Norge, 2017). Sosiale medier og FinTech-selskaper har vesentlig lavere tillit blant norske forbrukere.

Oppgavens funn peker videre på at barrieren til å velge en FinTech-aktør overfor en bank bare kommer til å vokse med tiden. En av grunnene til det er innføringen av GDPR. En av ekspertene trekker frem at «alle» har fått med seg GDPR. Dette har ført til at befolkningen har blitt mer sensitiv til deling av personlig informasjon. Kundene vil derfor trolig være mer kritisk til hvilke aktører de ønsker å dele informasjonen med. De nye aktørene kan med andre ord slite med å komme seg inn på markedet da inngangsbarrierene og byttekostnadene kan oppleves som høye. Det er likevel viktig å påpeke at dette kan endre seg fremover. Både fordi PSD2 tilrettelegger for lavere inngangsbarrierer i bransjen og fordi de yngre generasjonene stadig etterspør mer effektive løsninger og karakteriseres som mer ivrige til å adaptere teknologiske innovasjoner (Deloitte, u.å,c).

Til tross for høye inngangsbarrierer viser våre funn at teknologien og løsningene teknologiselskapene leverer er etterspurt i bransjen. James Gorman, CEO i Morgan Stanley, hevder i denne sammenheng «Whether we build or buy it, we should have it.» (Hernæs, 2016). Verdipapirforetakene må derfor ta et aktivt valgt om hvorvidt de vil utvikle

teknologien internt eller kjøpe opp kompetansen fra eksterne aktører. Coopetition er, som beskrevet i delkapittel 2.3, et samarbeid mellom konkurrerende aktører. Det fremgår fra oppgavens funn at flere av ekspertene enes om at samarbeid med FinTech-selskaper er svært interessant, og man fremover antageligvis vil se en rekke oppkjøp og fusjoner i bransjen.

Fordelen med slike samarbeid er at man kan innhente teknologisk spisskompetanse og på den måten være tidlig ute med teknologiske innovasjoner. På den andre siden kan samarbeid med FinTech-selskaper gjøre at man får mindre rom for skreddersydde løsninger. Våre funn understreker at det kan være vanskelig for aktørene i bransjen å vite akkurat hvilken type teknologi de skal utvikle, og at det er lettere å kjøpe opp allerede etablerte selskaper med løsninger som har vist seg å fungere. Vi argumenterer derfor for at coopetition kan være nøkkelen til å posisjonere seg i et konkurranselandskap i endring.

7.0 Konklusjon

I arbeidet med masteroppgaven har målet vært å få en dypere forståelse av formuesforvaltningsbransjen i Norge og bransjens hovedutfordringer. Omfattende reguleringer og fremvekst av finansiell teknologi, samt en utvikling i kundepreferanser taler for at bransjen nå står ovenfor et veiskille. Den tradisjonelle forretningsmodellen blir utfordret og aktørene blir nødt til å tenke nytt for å tilpasse seg utviklingen. Vi ønsket derfor å kartlegge bransjens kjennetegn i dag, og samtidig forsøke å danne oss et bilde av hvordan bransjen vil se ut fremover. På bakgrunn av vår målsetting formulerte vi følgende problemstilling:

Hva er hovedutfordringene for formuesforvaltningsbransjen i Norge i dag, og hvordan vil bransjen utvikle seg fremover?

For å besvare vår problemstilling valgte vi å ta utgangspunkt i eksisterende litteratur, nyere artikler, samt kvalitative data fra ekspertintervjuer. For å utarbeide vår intervjuguide gjorde vi et grundig forarbeid ved å sette oss inn i bransjen og dens dynamikk, kartlegge ulike reguleringer som i særlig grad påvirker bransjen, samt robotrådgivning. Denne informasjonen ble primært innhentet fra nyere artikler, lover og forskrifter. For å danne oss et fremtidssyn intervjuet vi tolv eksperter med relevant kompetanse fra formuesforvaltning, finansregulatorisk lovgivning, samt robotrådgivning.

Gjennom intervjuene og diskusjonen avdekket vi en rekke interessante funn. Først og fremst viser det seg at MiFID II fører til en stor omstilling i den tradisjonelle inntektsmodellen. Det viser seg at bransjen vil gå mer og mer bort fra returprovisjoner, og heller hente inntekter gjennom andre kundebetalte avgifter og på den måten nærme seg inntektsmodellen til uavhengige rådgivere. Bransjen står i dag overfor et marginpress som kommer fra flere kanter samtidig, både på inntekts- og kostnadssiden. For å løse denne problematikken argumenterer vi for at fremtiden til aktørene i formuesforvaltning vil være å rendyrke sin strategi mot mer velstående kundesegmenter, som ser verdien av personlig rådgivning og vil være villig til å betale for det. Disse kundene vil til gjengjeld få tilgang til et bredt servicetilbud, med rådgivning på flere plan. Minstekravet for å bli kunde vil øke og andre kundesegmenter med lavere investerbar formue vil ikke lenger kunne få tilgang på personlig

rådgivning da det er ikke er lønnsomt. På motsatt side vil sannsynligvis ikke disse kundene ha et ønske om å betale for disse tjenestene heller. Digitalisering er løsningen for disse segmentene, og da i retning av helautomatiske robotrådgivere. For Ultra High Net Worth Individuals og Family Office segmentene viser våre funn at en hybridmodell som kombinerer det beste fra personlig rådgivning og robotisering sannsynligvis er fremtiden.

Selv om funn viser at robotrådgivere har lav tillit blant norske forbrukere og ikke blir sett på som en reell trussel for bransjen per i dag, finner vi at samarbeid med FinTech-selskaper vil være helt avgjørende for bransjen fremover. Dette for å tilegne seg relevant kompetanse og møte kundenes forventninger. Samtidig vil det sannsynligvis være i FinTech-selskapenes interesse å inngå samarbeid for å dra nytte av bankenes og verdipapirforetakenes konkurransefortrinn. Vi fant ut at aktørene i bransjen ser på den teknologiske utviklingen som en mulighet til å få bedre verktøy, lette på administrative oppgaver og gjøre kundeopplevelsen bedre. Videre ser bankene og verdipapirforetakene på PSD2 som en mulighet til å kunne gi mer skreddersydd rådgivning da man kan få innsikt i en kundes totale økonomiske situasjon på en enklere måte. Samtidig bidrar direktivet til fundamentale endringer i bank- og finansnæringens konkurransebilde. Banker og verdipapirforetak vil nå møte konkurranse fra ikke bare andre banker, men også FinTech-selskaper. Det er klart at både de økte reguleringene og den teknologiske utviklingen representerer en utfordring for bransjen, men det gjelder å se potensialet i det. Utviklingen skjer raskt og det er grunn til å tro at man enda ikke har sett de løsningene som vil revolusjonere bransjen.

Det er viktig å poengtere at det foreligger visse begrensninger knyttet til oppgavens funn. For det første har vi kun intervjuet tolv eksperter, og det kan stilles spørsmål ved om utvalget er for smalt til at funnene kan sies å gjelde for hele bransjen. Vi argumenterer for at utvalget er stort nok da intervjuobjektene har ekspertkompetanse på området. En annen begrensning ved oppgaven er at bransjen er i stadig utvikling. Ekspertene påpekte at utviklingen går raskt og at det er mye som har skjedd på kort tid. Dette representerer en usikkerhet ved predikering av bransjens utsikter. Arbeidet med masteroppgaven strakk seg kun over en periode fra januar til slutten av mai 2019, men i løpet av denne perioden dukket det opp flere endringer som påvirker bransjen. Den raske utviklingen impliserer at funnene våre kan ha et begrenset tidsrom av relevans. Det er derfor viktig å påpeke at det i fremtiden vil være mulig å bidra til ny innsikt til tema med en lignende problemstilling og forskningsmetode.

8.0 Litteraturliste

- Aars (u.å). About Aars. Hentet 21.mai fra: <http://aars.no/en/about-aars>
- Accenture (2015). The Rise of Robo-Advice - Changing the Concept of Wealth Management. Hentet fra: <https://www.accenture.com/acnmedia/PDF-2/Accenture-Wealth-Management-Rise-of-Robo-Advice.pdf>
- Accenture (2018, 10. juli). Banks as open platform players. Hentet fra: https://bankingblog.accenture.com/banks-as-open-platform-players?lang=en_US
- Amadeo, K. (2019, 19. mars). What Is Competitive Advantage? Three Strategies That Work. *The Balance*. Hentet fra: <https://www.thebalance.com/what-is-competitive-advantage-3-strategies-that-work-3305828>
- Andresen, M., & Idsø, J. (2016, 15. desember). Prinsipal-agent-teori. *Store Norske Leksikon*. Hentet 8. mars 2019 fra: <https://snl.no/prinsipal-agent-teori>
- Andresen, M. E. (2014, 15. mai). Asymmetrisk informasjon. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra: https://snl.no/asymmetrisk_informasjon
- Ang, A. (2014). Asset management: a systematic approach to factor investing. New York: Oxford University Press.
- Avery, H. (2019, 6. februar). Wealth management: The Next Generation. *Euromoney*. Hentet fra: <https://www.euromoney.com/article/b1cy15c39280xx/wealth-management-the-next-generation>
- Bahr (2019). ESMA offentliggjør nye retningslinjer og svar på spørsmål om MiFID II. Hentet 31.januar fra: <http://www.anpdm.com/article/42445A427544475B43734342594571/21497428/4976567>
- Bakken, J. B. (2017, 23. mars). Bank kjøper robot-rådgivere. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/marked/robotrevolusjonen/christoffer-hernas/skandiabanken/bank-kjoper-robot-radgivere/2-1-56986>
- BankAxept (u.å). Om oss. Hentet 30.mai 2019 fra: <https://bankaxept.no/om-oss/>
- Bankenes Sikringsfond (u.å). Garantien. Hentet 5.mars 2019 fra: <https://www.bankenessikringsfond.no/garantien/category818.html>
- Banton C. (2019, 26. mars). Network Effect. *Investopedia*. Hentet 5. april 2019 fra: <https://www.investopedia.com/terms/n/network-effect.asp>
- BearingPoint (2016). Co-Opetition in the Banking Industry. Hentet fra: https://www.bearingpoint.com/files/BECH16_1084_WP_EN_Cooperation_Banking_Industry_final_web.pdf&download=0&itemId=286173

-
- Bengtsson, M., & Kock, S. (2000). Coopetition in business networks: to cooperate and compete simultaneously. *Industrial Marketing Management*. 411-426. [https://doi.org/10.1016/S0019-8501\(99\)00067-X](https://doi.org/10.1016/S0019-8501(99)00067-X)
- Berger, A., & Dick, A. (2006). Entry into Banking Markets and the Early-Mover Advantage. Hentet fra: <https://www.jstor.org/stable/pdf/4494273.pdf?refreqid=excelsior%3A12c87bfcc98f7642909ec6ce5fa88f60>
- Bjerknes, C. (2019a, 3. februar). DNB kutter kraftig i fondsgebyrer. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/privatokonomi/dnb/hakon-hansen/marit-krogh-owren/dnb-kutter-kraftig-i-fondsgebyrer/2-1-531497>
- Bjerknes, C. (2019b, 30. mars). Vil forby returprovisjon i fondsbransjen. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/privatokonomi/privatokonomi/jorge-jensen/forbrukerradet/vil-forby-returprovisjon-i-fondsbransjen/2-1-574839>
- Botha, F. (2018, 17. desember) The Rise Of The Family Office: Where Do They Go Beyond 2019? *Forbes*. Hentet fra: <https://www.forbes.com/sites/francoisbotha/2018/12/17/the-rise-of-the-family-office-where-do-they-go-beyond-2019/#79d233d25795>
- Briot, T., Lacroix, S., Quensel, J. & Vandenberghe, F. (2018). European Private Banking in 2018: Running for scale. *McKinsey*. Hentet fra: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/european-private-banking-in-2018-running-for-scale>
- Capgemini (2018, 21. juni). World Wealth Report 2018: Tredobling av norske dollarmillionærer siden 2007. Hentet fra: <https://www.capgemini.com/no-no/news/world-wealth-report-2018-tredobling-av-norske-dollarmillionaerer-siden-2007/#>
- Cayenne Consulting (2018). The Fallacy of First Mover Advantage. Hentet fra: <https://www.caycon.com/blog/2014/02/the-fallacy-of-first-moveradvantage>
- Chen, J. (2019, 24. mars). Mean-Variance Analysis. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/m/meanvariance-analysis.asp>
- Corporate Finance Institute (u.å,a). What are Barriers to Entry? Hentet 5. mars 2019 fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/barriers-to-entry/>
- Corporate Finance Institute (u.å,b). What is the First Mover Advantage? Hentet fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/first-mover-advantage/>
- Dagens Næringsliv (2019, 2. april). DN mener: Returprovisjon ved salg av fond har sine sider, men man kan ikke forby alt man ikke liker. Hentet fra:

<https://www.dn.no/leder/aksjefond/returprovisjon/mifid-ii/dn-mener-returprovisjon-ved-salg-av-fond-har-sine-sider-men-man-kan-ikke-forby-alt-man-ikke-liket/2-1-578728>

Danske Bank (2019). Dette betyr den nye EU-lovgivningen for deg som investor. Hentet 4.februar fra: <https://danskebank.no/privat/news/dette-betyr-den-nye-eu-lovgivningen-for-deg-som-investor#tip5>

Deloitte (u.å,a). Fem trender som endrer bank- og finansbransjen. E24. Hentet 4.april 2019 fra: <https://e24.no/betalt-innhold/bak-tallene/fem-trender-som-endrer-bank-og-finansbransjen/23550196>

Deloitte (u.å,b). Platform Business Model explained...in under 100 words. Hentet fra: <https://www2.deloitte.com/ch/en/pages/innovation/articles/platform-business-model-explained.html>

Deloitte (u.å,c). Millennials and wealth management: Trends and challenges of the new clientele. Hentet 21.mai 2019 fra: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-millennials-wealth-management-trends-challenges-new-clientele-0106205.pdf>

Deloitte (2015a). Navigating MiFID II Strategic Decisions for Investment Managers. Hentet fra: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu_en_wp_mastering-mifid-ii_13112015.pdf

Deloitte (2015b). Robo-Advisors: Capitalizing on a growing opportunity. Hentet fra: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/no/Documents/financial-services/Robo-advisors.pdf>

Deloitte (2016). Cost-Income Ratios and Robo-Advisory. Hentet fra: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financialservices/Robo-Advisory-in-Wealth-Management.pdf>

Deloitte (2017a). The Finnish perspective on robo-advisory. Hentet fra: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fi/Documents/financial-services/Robo-advisory.pdf>

Deloitte (2017b). Fintechs and regulatory compliance. Hentet fra: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/regulatory/articles/future-of-fintechs-risk-and-regulatory-compliance.html>

Deloitte (2018a). Platforming in Private Banking & Wealth Management. Hentet 4.april 2019 fra: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte_Platforming-in-Private-Banking-and-Wealth-Management.pdf

-
- Deloitte. (2018b). FinTech in the Nordics. Hentet fra:
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/se/Documents/financialservices/FinTech_Publikation_A4_WEB_FINAL.PDF
- Deutsche Bank (2017, 10. august) Robo-advice - a true innovation. Hentet fra:
https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000449125/Robo-advice_%E2%80%93_a_true_innovation_in_asset_management.pdf
- DNB (u.å,a). Velkommen til Private Banking - opplevelsen av noe ekstra. Hentet 12. februar 2019 fra: <https://www.dnb.no/privat/private-banking.html>
- DNB (u.å,b). Private Banking - Jeg ønsker mer informasjon. Hentet 12.februar 2019 fra: <https://www.dnb.no/privat/private-banking/webform/kontakt-oss.html>
- DNB (u.å,c). Dine kundefordeler. Hentet 16.februar fra: <https://www.dnb.no/privat/private-banking/det-lille-ekstra.html>
- DNB (u.å,d). Family Office. Hentet 21.februar 2019 fra: <https://www.dnb.no/privat/private-banking/family-office.html>
- Døskeland, T. (2014). Personlig Finans. Bergen: Fagbokforlaget.
- Eidem M. (2017, 12. august). Robotrådgiverne kommer. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/teknologi/privatokonomi/bank/sparing/robotradgiverne-kommer/2-1-142035>
- ESMA (2010). Understanding the definition of advice under MiFID. Hentet 4.februar 2019 fra: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf
- ESMA (2018). MIFID II. European Securities and Market Authority. Hentet 30. januar fra: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>
- EU GDPR (u.å). GDPR Key Changes. Hentet 31. januar 2019 fra: <https://eugdpr.org/the-regulation/>
- EUR-Lex (2019). Markets in financial instruments (MiFID) and investment services. Hentet 7.februar fra: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM%3A124036e>
- Euromoney (2018). Private Banking and Wealth Management Survey 2018: Country Results, Norway. Hentet fra: <https://www.euromoney.com/article/b16r5bqq1hlfr/private-banking-and-wealth-management-survey-2018-country-results-l-u#Norway>
- European Banking Federation (2016). PSD2 guidance. European Banking Federation. Hentet 30.februar 2019 fra: https://www.betalvereniging.nl/wp-content/uploads/EBF_PSD2_guidance_september2016.pdf

-
- Evans, P. C. & Gawer, A. (2016). The Rise of the Platform Enterprise. A Global Survey. Hentet fra: https://www.thecge.net/app/uploads/2016/01/PDF-WEB-Platform-Survey_01_12.pdf
- EY (2015). The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Hentet fra: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)
- EY (2016). EY Family Office Guide. Hentet fra: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-family-office-guide/\\$FILE/1006031-family-office-guide-hr.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-family-office-guide/$FILE/1006031-family-office-guide-hr.pdf)
- Fama, E. & French, K. (2010). Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance*, 65(5), 1915-1947. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x>
- FCA (2019, 18. februar). MiFID II costs and charges disclosures review findings. Hentet fra: <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/mifid-ii-costs-and-charges-disclosures-review-findings>
- Finans Norge (2016, 17. juli). Er fremtidens finansrådgiver en robot? Hentet fra: <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2016/07/er-fremtidens-finansradgiver-en-robot/>
- Finans Norge (2017, 6. mai) Liten tillit til å la sosiale medier utføre betalingstjenester. Hentet fra: <https://www.finansnorge.no/aktuelt/sporreundersokelser/forbruker-og-finanstrender/forbruker--og-finanstrender-2017/liten-tillit-til-a-la-sosiale-medier-utfore-betalingstjenester/>
- Finans Norge. (2018, 13. mars). Hvorfor bytter ikke flere kunder bank? Hentet fra: <https://www.finansnorge.no/aktuelt/sporreundersokelser/forbruker-og-finanstrender/forbruker--og-finanstrender-2018/hvorfor-bytter-ikke-flere-kunder-bank/>
- Finans Norge (2019, 15. februar). PSD2 eller betalingstjenestedirektivet. Hentet fra: <https://www.finansnorge.no/tema/bank/psd2-eller-betalingstjenestedirektivet>
- Finansnæringens autorisasjonsordninger (u.å). Hentet 14. februar 2019 fra: <https://www.finaut.no/afr/>
- Finansnæringens autorisasjonsordninger (2019). Forbruker- og finanstrender 2019. Hentet fra: https://www.finaut.no/media/filer_public/04/bb/04bb48a7-f803-4956-bbf3-601de0ba54ed/utviklingstrekk_2017_2019.pdf
- Finanstilsynet (2017a, 4. desember). MiFID II / MiFIR. Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.no/tema/mifid-ii--mifir/>

-
- Finanstilsynet (2017b, 9. november). MiFID II forskriften. Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/64dca07374fc4061955330dd3a8e9c9f/mifid-ii-forskrift.pdf>
- Forbrukerrådet (2019a, 28. mars). Forby returprovisjoner. Hentet fra: <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2019/03/29032019-forbud-mot-returprovisjoner-rapport.pdf>
- Forbrukerrådet (2019b, 9. april). Nei til rådgivningstvang. Hentet fra: <https://www.forbrukerradet.no/side/nei-til-radgivningstvang/>
- Forbrukertilsynet (2017). Forbrukerombudets høringsuttalelse til NOU 2017:1 Markeder for finansielle instrumenter – gjennomføring av MiFID II og MiFIR. Hentet 6.februar 2019 fra: <https://www.forbrukertilsynet.no/om-forbrukertilsynet/horingsuttalelser/forbrukerombudets-horingsuttalelse-nou-20171-markeder-finansielle-instrumenter-gjennomforing-mifid-ii-mifir>
- Formuesforvaltning (2017, 1. oktober). Norges nye sparekonto. Hentet fra: <https://formue.no/innsikt/norges-nye-sparekonto/>
- Formuesforvaltning (2018, 4. desember). Åpent møte hos formuesforvaltning. Hentet fra: <https://formue.no/innsikt/apent-mote-formuesforvaltning/>
- Formuesforvaltning (u.å,a). Vår uavhengighetserklæring. Hentet 6. februar fra: <https://formue.no/uavhengighet/#helhet>
- Formuesforvaltning (u.å,b). Family Office. Hentet 21. februar 2019 fra: <https://formue.no/family-office-home/>
- Fundingpartner (2018). Formuesguiden 2018: Slik velger du riktig Private Banking-program. Hentet fra: <https://fundingpartner.no/investere/blogg-formuesguiden-2018-slik-velger-du-riktig-private-banking-program/>
- Furuseth, T. (2017). Hvor mye betaler du for rådgivning i fond? *Morningstar*. Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/157460/hvor-mye-betaler-du-for-r%C3%A5dgivning-i-fond.aspx>
- Geier, B. (2018, 25. oktober). Asset Management vs. Wealth Management. *Smartasset*. Hentet fra: <https://smartasset.com/financial-advisor/asset-management-vs-wealth-management>
- Gjesdahl, K. A. (2017, 15. november). MiFID II kommer til Norge - er vi klar? *PwC*. Hentet 5.februar fra: <https://blogg.pwc.no/finansbloggen/mifid-ii-kommer-til-norge-er-vi-klar>
- Grant, M. & Kenton, W. (2019). Switching costs. *Investopedia*. Hentet 15.mai 2019 fra: <https://www.investopedia.com/terms/s/switchingcosts.asp>

-
- Gubrium J. F., Holstein J. A., Amir B. Marvasti A. B. & McKinney K. D. (2012). The SAGE handbook of interview research: the complexity of the craft. Thousand Oaks: SAGE Publications
- Hagiu, A., & Wright, J. (2015). Multi-sided platforms. *International Journal of Industrial Organization*, 43, 162-174. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2015.03.003>
- Hellström, V. (2018). PSD2, Direktivet som vil endre bankvirksomheten slik som vi kjenner den. *EVRY*. Hentet 30. januar 2019: <https://www.evry.com/no/media/artikler/psd2-the-directive-that-will-change-banking-as-we-know-it/>
- Hendrikse, G. (2003) Economics and management of organizations: co-ordination, motivation and strategy. London: McGraw-Hill.
- Holøien, M. (2018, 9.mai). Sbanken: 1. kvartal. Hentet fra: <https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2018/05/Sbanken-1.-kvartal>
- Hernæs C. (2016, 24. oktober). Will the rise of Robo-advice change wealth management for good? Hentet fra: <https://hernaes.com/2016/10/24/will-the-rise-of-robo-advice-change-wealth-management-for-good/>
- Hernæs C. (2018, 13. februar). The current state of fintech in Norway. Hentet fra: <https://hernaes.com/2018/02/13/the-current-state-of-fintech-in-norway/>
- Jacobsen, D. (2015). Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode. Oslo: Cappelen Damm Akademisk
- Johannessen, A., Tufte, P. A., & Christoffersen, L. (2016). Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode. 5. utgave. Oslo: Abstrakt forlag AS
- Jordheim, H. (2018, 11. november). Nordea har lansert spareroboten. *E24*. Hentet fra: <https://e24.no/boers-og-finans/fond/nordea-har-lansert-spareroboten-nora-i-norge/24487589>
- Justesen, L., & Mik-Meyer, N. (2010). Kvalitative metoder i organisasjons- og ledelsesstudier. København: Hans Reitzel Forlag.
- Kenton, W. (2017). One-Stop Shop. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/o/onestopshop.asp>
- Kenton, W. (2018). Family Office. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/f/family-offices.asp>
- Kerin, R., Varadarajan, R., & Peterson, R. (1992). First-Mover Advantage: A Synthesis, Conceptual Framework, and Research Propositions. Hentet fra: <https://www.jstor.org/stable/pdf/1251985.pdf>
- Kobler, D., Schlotmann, J. & Fischer, C. (2017, 28.september). Innovation – A new change in Private Banking & Wealth Management – Part 1. *Deloitte*. Hentet fra:

<https://blogs.deloitte.ch/banking/2017/09/innovation-taking-on-a-new-change-in-private-banking-and-wealth-management-part-1.html>

KPMG (u.å). Compliance. Hentet 19.mai 2019 fra:

<https://home.kpmg/no/nb/home/tjenester/radgivning/risikotjenester/compliance.html>

Kvale S. (1997): Det kvalitative forskningsintervju. Oslo: Gyldendal

Kvale, S., & Brinkmann, S. (2015). Det kvalitative forskningsintervju (3. utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk.

Larsen A. K., (2017). En Enklere Metode (2. utg.). Oslo: Fagbokforlaget

Lieberman M. & Montgomery D. (2002).

<http://www.anderson.ucla.edu/documents/areas/fac/policy/FMA1-SMJ1988.pdf>

Lien, L., Knudsen, E. & Baardsen, T. (2016). Strategiboken. Bergen: Fagbokforlaget

Meuser, M & Nagel, U. (2009). The Expert Interview and Changes in Knowledge Production. Hentet fra:

https://www.researchgate.net/publication/284419200_Interviewing_Experts

Moe, S. (2019, 14. mars). – Vi forsøker å ta lærdom av historien. *E24*. Hentet fra:

<https://e24.no/digital/bank/sbanken-inngaar-samarbeid-med-nets-vi-forsoecker-aa-ta-laerdom-av-historien/24580751>

Morgan Stanley (2019, 16. januar). What's a Robo-Advisor? Hentet fra:

<https://www.morganstanley.com/articles/whats-a-robo-advisor>

Morningstar (u.å). Passiv forvaltning. Hentet fra:

<http://www.morningstar.no/no/glossary/102747/passiv-forvaltning.aspx>

Nordnet (2019). Lov om verdipapirmarkedet. Hentet 01.februar 2019 fra:

<https://www.nordnet.no/footer/lov-om-verdipapirmarkedet.html>

Norges Bank (2017). Finansiell Infrastruktur. Hentet 30. januar 2019 fra:

https://static.norges-bank.no/contentassets/0af5e6ca88d54c7ca6ab9cd8b44257c8/finansiell_infrastruktur_2017.pdf?v=05/18/2017145640&ft=.pdf

Norges Bank (2018). Det norske finansielle systemet 2018. Hentet fra: https://static.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs_2018.pdf?v=07/03/2018125144&ft=.pdf

Orskaug, O. (7.mai 2018). Vokste med 9,2 milliarder. *Finansavisen*. Hentet fra:

<https://kron.no/assets/339194.pdf>

-
- Parr, O. S. (2018, 14. november). Nordnet lanserer robotfond. *Hegnar*. Hentet fra: <https://www.hegnar.no/Nyheter/Personlig-oekonomi/2018/11/Nordnet-lanserer-robotfond>
- Porter, M. E. (1992). Konkurransfortrinn (6. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.
- Prospera (2018). Private Banking 2018 Norway. Hentet fra: https://www.kantarsifo.se/sites/default/files/prospera_-_private_banking_2018_norway.pdf
- PwC (2017). Robo-advice. Hentet 20. februar 2019 fra: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/publications/robo-advice.html>
- PwC (u.å). Antihvitvask i finanssektoren. Hentet 5.april 2019 fra: <https://www.pwc.no/no/bransjer/bank-og-finans/finreg-skolen/generelle-regulatoriske-krav-mv/antihvitvask-i-finanssektoren.html>
- Regjeringen (2014). Banker. Hentet 16.mai 2019 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/finansmarkedene/bank/id2353822/>
- Regjeringen (2017). NOU 2017:1 Markeder for finansielle instrumenter — Gjennomføring av MiFID II og MiFIR. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2017-1/id2527830/sec3>
- Regjeringen (2018a, 14.september). 10 år etter finanskrisen: Hva har vi lært - og hvor står vi i dag? Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/innlegg-finanskriseseminar/id2611051/>
- Regjeringen (2018b). Endringer i verdipapirhandelloven og forskrifter. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endringer-i-verdipapirhandelloven-og-forskrifter/id2619220/>
- Regjeringen (2018c, 26.september). EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2013/mars/fjerde-hvitvaskingsdirektiv/id2433389/>
- Regjeringen (2018d). Ny personopplysningslov 20. juli. Hentet 31. januar 2019 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-personopplysningslov/id2599511/>
- Revolut (u.å). A radically better account. Hentet 26.mai 2019 fra: <https://www.revolut.com/en-NO/>
- Saunders M., Lewis P. & Thornhill A. (2016). Research Methods for Business Students. Harlow: Pearson.
- Sbanken (u.å). Sparerobot. Hentet 21. februar 2019 fra: <https://sbanken.no/spare/sparerobot/>

-
- Schjødt (2017a). MIFID II - NORSK LOVFORSLAG FREMLAGT. Hentet 6.februar 2019 fra: <https://www.schjodt.no/aktuelt/nyhetsbrev/mifid-ii---norsk-lovforslag-fremlagt/>
- Schjødt (2017b). MiFID II - Utvalgte problemstillinger. VFF Compliance Seminar. Hentet 6.februar 2019 fra: <https://vff.no/assets/Presentasjoner/2017/Foredrag-3-Birte-Berg.pdf>
- Schjødt (2018, 19.november). MIFID II INNTAS I NORSK LOV FRA ÅRSSKIFTET – SÆRNORSKE EGENHANDELSREGLER ER HISTORIE. Hentet fra: <https://www.schjodt.no/aktuelt/nyhetsbrev/mifid-ii-inntas-i-norsk-lov-fra-arsskiftet--sarnorske-egenhandelsregler-er-historie/>
- Serhan, A., West, C., Share, G., Wolper, G., Miller, J., Abu-Habsa, M. & Chan W. (2017). Morningstar Global Fund Investor Experience Study 2017. Hentet 3. april 2019 fra: http://images.mscomm.morningstar.com/Web/MorningstarInc/%7B839bffca-c041-48c0-b069-6e2f857c4a96%7D_GlobalFundInvestorExperienceReport2017.pdf
- SEB (u.å,a). Rådgivningsavtale. Hentet 3.april 2019 fra: https://seb.no/siteassets/priser_og_vilkar/radgivningsavtale_investeringsradgivning.pdf
- SEB (u.å,b). Rådgivende kapitalforvaltning. Hentet 13.februar 2019 fra: <https://seb.no/privat/family-office-group/investeringstjenester/radgivende-kapitalforvaltning>
- SEB (u.å,c). Family Office Group. Hentet 21.februar 2019 fra: <https://seb.no/privat/family-office-group/family-advisory>
- SEB (u.å,d). Priser rådgivning og handel. Hentet 26.februar 2019 fra: <https://seb.no/site-assistance/priser-og-vilkaar/priser-radgivning-og-handel>
- Selmer (u.å). FORESLÅR NYE REGLER FOR VERDIPAPIRFORETAK VED GJENNOMFØRING AV MIFID II OG MIFIR. Hentet 8.februar 2019 fra: <http://www.selmer.no/no/nyhet/foreslar-nye-regler-for-verdipapirforetak-ved-gjennomforing-av-mifid-ii-og>
- Selmer (2018). SPAREBANKER MÅ VELGE: PROVISJON ELLER UAVHENGIG RÅDGIVER. Hentet 6. februar 2019 fra: <http://www.selmer.no/no/nyhet/sparebanker-ma-velge-provisjon-eller-uavhengig-radgiver>
- Skar, A. (2013, 8.mai). Moderne Private Banking – for smartere millionærer! *Nordnet*. Hentet fra: <https://blogg.nordnet.no/moderne-private-banking-for-smartere-millionaerer/>
- SNL (u.å). Bank. Hentet 4. mars 2019 fra: <https://snl.no/bank>

-
- Strandli, A. (2017, 24.mars) Skandiabanken satser på roboter. *Dagbladet*. Hentet fra: <https://www.dagbladet.no/nyheter/skandiabanken-satser-pa-roboter/67424079>
- Swedbank (2019). INFORMASJON OM KUNDEKLASSIFISERING. Hentet 31.januar 2019: https://www.swedbank.no/idc/groups/public/@i/@sc/@all/@lci/documents/presentation/cid_418116.pdf
- Thagaard, T. (2013). Systematikk og innlevelse. En innføring i kvalitativ metode (4.utg.). Bergen: Fagbokforlaget
- Trumpy, J. (2018, 11. desember). Vipps-sjef Berit Svendsen hjelper Kina-gigant inn i Norge. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: https://www.dn.no/marked/vipps/sparebanken-vest/mobilbetaling/vipps-sjef-berit-svendsen-hjelper-kina-gigant-inn-i-norge/2-1-497597?_1
- Verdipapirhandelloven (2007). Lov om verdipapirhandel. (LOV-2007-06-29-75). Hentet fra: https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL_3-2-2#KAPITTEL_3-2-2
- Walz, U. (2018b, 17. januar). Fintech Session 4-5: PART III. ECONOMICS OF NETWORK INDUSTRIES. [Powerpoint-presentasjon]. Hentet fra: Canvas
- Wiersholm (2018). Endringer i verdipapirhandelloven (MiFID II og MiFIR) – lovproposisjon publisert i dag. Hentet 7.februar 2019 fra: <https://www.wiersholm.no/current/Nyheter/Endringer-i-verdipapirhandelloven-lovproposisjon-publisert-i-dag>
- Zhu, F. & Furr, N. (2016) Products to Platforms: Making the Leap. *Harvard Business Review*. Hentet fra: <https://hbr.org/2016/04/products-to-platforms-making-the-leap?fbclid=IwAR0RBLVqJ51jjxkPLPIrMrz5tM2kVCpXvyswrfFHcyXqP1Tb778kl1Yu2BY>
- Øyvann, S. (2019, 20. februar). EU PSD2 blir norsk lov 1. april. *Computerworld*. Hentet fra: http://www.cw.no/artikkel/fintech/eu-psd2-blir-norsk-lov-1-april?fbclid=IwAR3ZXVIYKXhaY_dsO1-vEWGpmFS5ixsBzh2zhzQJxjvKLReh_DiBZ31iTdA

Vedlegg

Vedlegg 1 - Intervjuguide

Intervjuguide – Formuesforvaltning

Formalia

- Kort informasjon om oss og masteroppgaven.
- Opplyse om lydopptak.
- Dersom du ikke ønsker å besvare spørsmålene er det helt greit.
- Opplyse om at prosjektet meldes til NSD og at prosjektet avsluttes 1.juni 2019.

Del 1: Bakgrunn

Formål: Bli kjent med intervjuobjektene og deres kompetanse.

Fortell om deg selv, selskapet du jobber i og din stilling.

Del 2: Bransjen

Formål: Adressere bransjens muligheter og utfordringer fremover.

Hva anser dere som bransjens største utfordring i dag?

- Hva skiller utfordringene til Private Banking/Family Office fra utfordringene til tradisjonell bank- og rådgivningsvirksomhet?
- Hvordan forberedere dere på å møte disse utfordringene?
- Hvilke av deres eksisterende tjenester tror dere vil være mest konkurranseutsatt fra nye aktører de neste årene?

Hvordan tror dere fremtiden til Private Banking ser ut?

- Hvordan ser bransjen ut om 5 år?
- Hvordan ser dere på endringen i inngangsbarrierer i bransjen?

Hva mener dere må til for å oppnå en sterk markedsposisjon innenfor Private Banking?

- Hvor viktig er eventuelle tilleggstjenester for å oppnå konkurransefortrinn?

Hva mener dere må til for å oppnå en sterk markedsposisjon innenfor tilbud av Family Office tjenester?

- Hva gjør dere for å møte disse kundenes mer komplekse behov?

I følge CapGeminis World Wealth report for 2018 var det kun 55 prosent av verdens såkalte «high net worth individuals» som mente at de hadde veldig god kontakt med sine rådgivere. Opplever dere at relasjonen mellom kunde og rådgiver blir viktigere fremover?

- Jobber dere aktivt for å opprettholde tilliten blant kundene?
- Hvordan opprettholde tilliten til kundene i fremtiden?

Vi ser at antall millionærer i Norge øker. I fremtiden, ser dere for dere å få flere kunder eller færre kunder?

Del 3: Reguleringer

Formål: Kartlegge hvilke effekter reguleringer som MiFID II, PSD2 og GDPR har på Private Banking/Family Office bransjen i Norge.

På hvilken måte påvirker implementeringen av nye regelverk deres arbeidshverdag? Hvilket direktiv påvirker dere mest?

GDPR og MiFID II har vært sagt av visse å trekke i ulike retninger. MiFID II krever mer dokumentasjon i forbindelse med verdipapirhandel og «KYC», mens GDPR ønsker å styrke kundens personvern. Har dere noen tanker om hvorvidt dette er en reell problemstilling?

- Hva med PSD2 og GDPR?

Vil MiFID II gjøre at en rådgiver må bruke mer tid per kunde og per råd?

Returprovisjoner og produkttilbud har vært et omdiskutert tema ifbm MiFID II. Tror dere vi vil se mindre bruk av returprovisjoner i fremtiden?

- Er dette en viktig problemstilling? Har det en praktisk betydning for kundene?

Hvordan har/vil inntektsgrunnlaget i Private Banking/Family Office endre seg?

- Hva vil være hovedforskjellen mellom uavhengige og ikke-uavhengige rådgivere?

PSD2 forventes og bli implementert i Norge ila 2019. Hvordan tror dere dette vil påvirke bankbransjen?

- Hvordan vil Private Banking/Family Office merke effektene av PSD2?
- Hvilke forberedelser gjør dere?

I forbindelse med PSD2, hvordan stiller dere til det å måtte tilrettelegge for deling av kunde- og kontoinformasjon til andre aktører dersom kunden skulle ønske det?

- På hvilken måte kan økt konkurranse i betalingsmarkedet utfordre bankenes nåværende posisjon i markedet?

Det er nærliggende å anta at det på sikt vil komme reviderte direktiv, som PSD3, MiFID III osv. Hvordan vil bransjen respondere på stadig mer omfattende reguleringer?

- Er dette noe dere legger til rette for i dag?

Del 4: Robotisering

Formål: Kartlegge bransjens syn på robotrådgivning og hvilken påvirkning det vil ha.

Ser dere på robotrådgivning som en konkurrent?

- Hvordan kan denne typen teknologi være med å påvirke bransjen?

Ser dere for dere at rådgivningsprosessen blir mer og mer automatisert/robotisert?

- Vil en robot kunne fullverdig erstatte en menneskelig rådgiver, eller er de bare ment som et supplement?

Ser dere på robotrådgivning som en mulighet i deres virksomhet?

- Ser dere for å dere å tilby en robotrådgivningstjeneste i fremtiden?
- Kan samarbeid med f. eks FinTechs være relevant?

Yngre generasjoner er generelt mer teknologifokusert og ønsker mer lettvinte og høyteknologiske løsninger enn eldre generasjoner. Hvordan ser dere på utvikling i slike kundepreferanser?

- Kan innføring av robotrådgivning være med på å dekke eventuelle behov som denne generasjonen ønsker?

Hva er deres meninger om kundenes preferanser angående finansielle tjenester fra tredjeparter?

- GAFA selskapene utfordrer rådgivningsselskap i følge World Wealth Report 2018. Ser dere på GAFA som en reel trussel for deres bransje?
- Hvordan kan dere tilpasse dere for å beholde kundene hvis konkurranselandskapet endrer seg?

Avslutning:

Formål: Kartlegge om intervjuobjektene ønsker å tilføye annen informasjon som er av relevans for oppgaven.

**Har dere noen tanker om annen informasjon som vil være relevant for vår oppgave?
Har dere noen spørsmål til oss?**

Vi vil sende ut en liste over sitatene i forbindelse med avslutning av prosjektet så dere kan se på det og bekrefte innholdet.

Takk for intervjuet!

Vedlegg 2 - Informasjonsskriv

Informasjonsskriv

Formål

Vi er to studenter fra Norges Handelshøyskole som dette semesteret skriver masteroppgave innenfor hovedprofilen finansiell økonomi. Oppgaven skrives i samarbeid med Finance Innovation, Norges største finansteknologiklynge.

Vi har valgt å skrive om Private Banking og Family Office bransjen i Norge. Her tenker vi først å fremst å kartlegge endringer mtp MiFID II, GDPR og PSD2, samt press fra finansiell teknologi (FinTech) som robotisering og kunstig intelligens. I vår besvarelse vil vi bruke teori fra finans- og strategifaget for å bygge opp under vår analyse.

Problemstillingen er som følger:

Hva er hovedutfordringene for formuesforvaltningsbransjen i Norge i dag, og hvordan vil bransjen utvikle seg fremover?

Ved å intervjuer nøkkelpersoner som besitter relevant og dyp kunnskap om bransjen, reguleringer og robotisering ønsker vi å produsere en masteroppgave som er up to date, gir et oversiktlig bilde over markedssituasjonen og inneholder innsiktsfulle drøftelser. I den forbindelse ønsker vi å intervjuer deg til vårt forskningsprosjekt.

Hva innebærer deltakelse i studien?

Deltakelse i studien innebærer at du vil bli intervjuet én gang, og intervjuet vil ha en varighet på omtrent en time. Med ditt samtykke ønsker vi gjerne å bruke lydopptak og ta notater underveis, da det gjør det lettere for oss å både kunne delta i samtalen, men samtidig være sikker på at vi ikke går glipp av viktig informasjon. Lydopptaket vil senere transkriberes, før materialet blir sendt til deg for endelig godkjenning. Dette ønsker vi å gjøre for å sjekke at vi har tolket sitatene dine rett.

Hva skjer med informasjonen om deg?

Vi ønsker å benytte oss av ditt navn, arbeidssted og stilling i vår oppgave. Alle personopplysninger behandles konfidensielt. Både opptak og transkribert materiale vil lagres lokalt på en privat maskin med passordbeskyttelse. Alle respondenter har muligheten til å være anonyme i utredningen dersom det er ønskelig. Prosjektet avsluttes 01.juni 2019, og alle opptak og personopplysninger er slettet innen den datoen.

Frivillig deltakelse

Det er selvfølgelig frivillig å delta i studien, og du har rett til å trekke deg fra intervjuet uten samtykke, og det uten å oppgi noen grunn. Om du trekker deg, vil alle opplysninger om deg bli anonymisert.

Dersom du har spørsmål når det gjelder studien, ta gjerne kontakt med oss på mail eller telefon. Du kan også kontakte veilederen vår, Tommy Stamland (+47 55959308) hvis det er ønskelig.

Studien er meldt til Personvernombudet for forskning for NSD – Norsk senter for forskningsdata AS. Oppgaven vil publiseres i NHH Brage, som er det åpne institusjonelle arkiv ved Norges Handelshøyskole.

NHHs personvernombud kan kontaktes på e-post (personvernombud@nhh.no) og NSD på e-post (personverntjenester@nsd.no) eller telefon: 55 58 21 17.

Vi ser frem til intervjuet!

Med vennlig hilsen

Anine Wictorsen

E-post: anine.wictorsen@student.nhh.no

Tlf: 97720322

Øydis Haavi

E-post: oydis.haavi@student.nhh.no

Tlf: 41494744

Samtykke

Jeg har lest og forstått informasjonen om studien, og er villig til å delta på intervju

(Signatur prosjektdeltaker, dato)