



Langsiktig sparing i aksjemarkedet

Konsekvenser av endring av fondskonto og innføring av aksjesparekonto

Katrine Gustavsen & Ena Tikvesa

Veileder: Trond M. Døskeland

Masteroppgave, Økonomi og Administrasjon, Økonomisk styring

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 innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som et avsluttende ledd av masterstudiet i økonomisk styring ved *Norges Handelshøyskole* (NHH). Arbeidet med masteroppgaven har vært svært lærerik, men til tider også utfordrende. Spesielt har det krevd mye tid å hente inn informasjon om produktene da informasjonen som ligger ute kan anses som uoversiktlig, og markedet kan være unødvendig komplisert. Likevel har det vært spennende å studere aksjemarkedet og forsøke å skape en klarhet rundt spareproduktene, i tillegg til å se hvordan endringene vil kunne påvirke private investorer.

Vi har hatt som hensikt å skrive en oppgave som skal kunne hjelpe den gjennomsnittlige norske sparer med å ta bedre beslutninger i aksjemarkedet, ikke minst i perioder hvor markedet er i endring. Vi har derfor forsøkt å presentere viktig informasjon på en oversiktlig og forståelig måte, slik at investor kan få en bedre forståelse av komponentene i de ulike spareproduktene før en eventuell investeringsbeslutning tas.

Temaet som er valgt for oppgaven har vært fremme i media det siste året, og har dermed bidratt til å gjøre arbeidet spennende. Det har vært interessant å skrive om et så aktuelt tema som vil kunne ha betydning for valg den enkelte sparer vil ta i fremtidens aksjemarked. Til slutt ønsker vi å rekke en stor takk til vår veileder Trond M. Døskeland for gode tilbakemeldinger og hyggelige samtaler underveis.

Bergen, juni 2017

Ena Tikvesa

Katrine Gustavsen

Sammendrag

I denne oppgaven har vi sett på hvordan endringene i sparemarkedet for aksjer påvirker investeringsvalget til private aksjeinvestorer. Vi har sammenlignet de tre ulike spareproduktene aksjefond, fondskonto og aksjesparekonto som skal tilbys på det norske markedet fra slutten av 2017. Spesielt har vi hatt fokus på endringen av fondskonto, som gir tre fondskontoalternativer, samt innføringen av aksjesparekonto. Formålet med oppgaven er å vurdere de tre spareproduktene opp mot hverandre, gjennom Døskelands (2014) fire sparekriterier; avkastning, risiko, likviditet og vanskelighetsgrad. Dette har vi gjort ved å lage en deskriptiv modell for hvert produkt som vi videre har kalibrert med lik kalibreringsprofil for å belyse forskjellene i produktene. Vi har vært interessert i å kartlegge konsekvensene av endringene i sparemarkedet, og har derfor sammenlignet dagens produkter med de foreslåtte fremtidige produktene.

Analysen av spareproduktene viser at *fondskonto per i dag* og *aksjesparekonto* kommer best ut i en vurdering basert på alle sparekriteriene. Dersom vi kun ser på kriteriet avkastning vil aksjesparekontoen gi høyest sluttverdi på grunn av lave estimerte kostnader og skjermingsfradrag. Fondskonto per i dag kommer på tredjeplass når vi ser på sluttverdi, men får en høyere poengsum på kriteriet risiko enn aksjesparekontoen. Dette er fordi en fondskonto ikke har geografiske investeringsbegrensninger slik som en aksjesparekonto. I den samlede vurderingen kommer *Fondskonto alternativ 1* med skjermingsfradrag og *Fondskonto med 150 % forsikringselement* på delt andreplass. Dette er på grunn av det gunstige skjermingsfradraget for alternativ 1 og en lavere skattesats for produktet med 150% forsikringselement da dette produktet beskattes som kapitalforsikring.

Aksjefond og *Fondskonto alternativ 2* finner vi som de dårligste spareproduktene i aksjemarkedet. Den største baksiden for aksjefond er at en sparer må realisere gevinst og betale skatt for hvert bytte, dermed vil en innlåsnings effekt begrense sparerens. Fondskonto alternativ 2 kommer dårlig ut fordi produktet har samme beskatning som aksjefond og aksjesparekonto, men har ikke skjermingsfradrag og spareproduktene nøytraliseres dermed ikke. Basert på vår analyse kan det tenke seg at aksjesparekonto vil bli den foretrukne spareformen for nordmenn som ønsker å investere i aksjer de neste årene. Det er likevel usikkerhet knyttet til om det som en konsekvens av endringene vil bli et høyere antall sparere i aksjemarkedet, eller om investorer kun vil endre valg av spareprodukt.

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	1
1.1 BAKGRUNN FOR OPPGAVEN	1
1.2 PROBLEMSTILLING	3
1.3 OPPGAVENS AVGRENSNING	4
1.4 OPPGAVENS STRUKTUR.....	5
2. LANGSIKTIG SPARING	7
2.1 SPARING	7
2.2 SPAREKRITERIENE	10
2.2.1 Avkastning	10
2.2.2 Risiko	13
2.2.3 Likviditet	15
2.2.4 Vanskelighetsgrad	15
3. DET NORSKE SKATTESYSTEMET	17
3.2 FRITAKSMETODEN	18
3.3 AKSJONÆRMODELLEN.....	18
3.3.1 Skjermingsfradrag.....	19
3.3.2 Oppjusteringsfaktor.....	20
4. DE LANGSIKTIGE SPAREPRODUKTENE	21
4.1 AKSJEFOND	21
4.2 DAGENS FONDSKONTO	23
4.2.1 Endringer av dagens fondskonto	24
4.2.2 Uklarheter vedrørende endringer av fondskonto	25
4.3 AKSJESPAREKONTO	27
4.4 OPPSUMMERING AV SPAREPRODUKTENE	29
5. MODELLER FOR DE LANGSIKTIGE SPAREPRODUKTENE	30
5.1 VÅRE AVGRENSNINGER OG ANTAKELSER.....	30
5.2 SVAKHETER MED MODELLEN	31
5.3 GENERELLE MODELLER FOR LANGSIKTIG SPARING.....	33
5.4 KOMPARATIV STATISTIKK.....	34
6. PARAMETERNES VERDIER	35
6.1 ESTIMERT AVKASTNING.....	36
6.2 ESTIMERT STANDARDAVVIK.....	38
6.3 ESTIMERT SKJERMINGSFRADRAG	39
6.4 ESTIMERTE KOSTNADER.....	40
7. HVILKET AV SPAREPRODUKTENE KOMMER BEST UT I FORHOLD TIL “SPAREKRITERIENE”?	43
7.1 AVKASTNING	44
7.1.1 Resultat fra kalibreringen	45
7.1.2 Bytting mellom fond	49
7.2 Risiko	52
7.3 LIKVIDITET	54
7.4 VANSKELIGHETSGRAD.....	55
7.5 OPPSUMMERING OG RANGERING I MATRISE	57
8. DISKUSJON - HVOR GUNSTIGE ER ENDRINGENE?	59
8.1 ENDRING AV FONDSKONTO	60
8.2 INNFORING AV AKSJESPAREKONTO	62

8.2.1 OVERGANGSORDNINGEN	64
8.3 VIL FLERE SPARE I AKSJEMARKEDET ETTER ENDRINGENE?	66
9. KONKLUSJON	70
LITTERATURLISTE	72
VEDLEGG	79
VEDLEGG 1: OVERSIKT OVER PARAMETERNE SOM BRUKES I MODELLERINGEN.....	79
VEDLEGG 2: SKJERMINGSFRADRAG	80
VEDLEGG 3: KOSTNADESTIMERING FOR FONDSKONTO MED 150% FORSIKRINGSELEMENT ..	81
VEDLEGG 4: METODISK FORKLARING AV MONTE CARLO SIMULERING	83

Figuroversikt

Figur 1 Det norske pensjonssystemet

Figur 2 Konsumglatting

Figur 3 Aksjekursutvikling OSEBX, MSCI Europe & MSCI World

Figur 4 Forventet avkastning og risiko

Figur 5 De ulike spareproduktene

Figur 6 Ulike fondskonto-alternativer

Figur 7 Utvikling av kostnader

Figur 8 Oversikt over modellene for spareproduktene

Figur 9 Kalibrering av modellene

Figur 10 Kostnader og skatt for aksjesparekonto

Figur 11 Sammenligning av spareproduktene

Figur 12 Sluttverdi ved bytte

Figur 13 Aksjefonds sluttverdi ved 0-14 bytter

Figur 14 Antall spareavtaler i aksje- og kombinasjonsfond

Figur 15 Sluttverdi per år basert på tilfeldig avkastning

Figur 16 Sluttverdi med Monte Carlo simulering

Tabelloversikt

Tabell 1 Oppsummering av spareproduktene

Tabell 2 Estimerte parameterverdier

Tabell 3 Utvikling skjermingsrente 2006-2017

Tabell 4 Oversikt over kostnadene for spareproduktene

Tabell 5 Totale kostnader og kostnad i prosent for spareproduktene

Tabell 6 Sannsynlighet for tap

Tabell 7 Persentiler

Tabell 8 Rangering i matrise

Tabell 9 Oversikt over parameterne i modellene

Tabell 10 Skjermingsfradrag

Tabell 11 DnBs anslag på forsikringskostnader

Tabell 12 Danica Pensjons anslag på forsikringskostnader

Tabell 13 Estimering av forsikringskostnader

Tabell 14 Sentralmål for spareproduktene

1. Innledning

1.1 Bakgrunn for oppgaven

Utviklingen i finansmarkedet og endringer i statens ordning for offentlig pensjon fører til at hver enkelt av oss må ta flere finansielle beslutninger enn tidligere. I tillegg vil det faktisk at nordmenn stadig lever lenger gjøre det nødvendig å spare mer på egenhånd for å opprettholde kjøpekraft som pensjonist. Det er derfor viktig for fremtiden at sparepenger forvaltes slik at avkastning sikres. Dagens betingelser for individuell pensjonssparing mangler skattesymmetri og det spares derfor lite i denne typen spareprodukter. Det er av den grunn viktig å få på plass bedre ordninger for å stimulere til økt sparing.

Finansielle beslutninger baseres på kunnskap og hvilke alternativer som er tilgjengelig for den enkelte. Informasjonsteknologi har ført til at forbrukerne har tilgang til flere leverandører og et større tilbud, dermed har også mulighetene i sparemarkedet økt (Nyhus & Refvik 1, 2016). Åpenhet rundt produkter er positivt fordi det skaper et enklere sammenligningsgrunnlag, men da de ulike leverandørene markedsfører tilnærmet like produkter under ulike navn kan det virke forvirrende. Samtidig kan det være vanskelig å finne informasjon om de totale kostnadene til de ulike produktene. Skal finansmarkedet fungere optimalt er opplyste forbrukere nødvendig, og det er derfor viktig at finansmarkedet ikke blir så komplisert at en forbruker må ha økonomisk bakgrunn for å kunne investere i aksjer. Det kan i så tilfelle skape en asymmetri mellom hvem som deltar i finansmarkedet. Det bør også være i leverandørens interesse å tilby enkle produkter som forbrukerne stoler på og ønsker å investere i fordi dette vil kunne stimulere til økt salg. Med dagens ordninger er økonomisk forståelse avgjørende for å selvstendig kunne ta gunstige finansielle beslutninger i aksjemarked. Bedre økonomisk forståelse vil også føre til at man som sparer har mulighet til å utfordre tilbyderne i markedet i forhold til hvilke produkter og hvilken kvalitet de leverer.

Aksje Norge utførte i 2016 på bakgrunn av OECD en kartlegging av finansiell forståelse blant den norske befolkningen. Rapporten viser at finansspørsmål er utfordrende for mange av respondentene, og at kvinner tydelig kan mindre enn menn (Nyhus & Refvik 1, 2016). Dette viser nødvendigheten av å innføre enkle spareløsninger med mer informasjon, samt undervisning innenfor privatøkonomi i skolen. I tillegg finner undersøkelsen at de med høyere

finansiell kunnskap har større sannsynlighet for å plassere penger i aksjer eller fond, og har derfor historisk sett fått en høyere avkastning (Nyhus & Refvik 1, 2016). Banksparing viser seg å være den mest vanlige spareformen, og for at flere skal føle seg komfortable med å spare i aksjemarkedet i fremtiden vil det derfor være behov for mer kunnskap og kompetanse på dette området.

Myndighetene ønsker også å legge til rette for at sparemarkedet skal fungere godt. Dette er viktig for å ivareta samfunnsøkonomiske hensyn som finansiell stabilitet, velfungerende markeder og økonomisk vekst (Kredittilsynet, 2008). En viktig jobb for myndighetene for å nå et slikt mål er å tilrettelegge for enklere løsninger. Dette gjøres blant annet ved å forenkle strukturen og beskatningen av spareprodukter, samt forenkle prosessen ved bytting mellom spareprodukter og leverandører. Frem til 2016 har det vært lik beskatning av all gevinst på kapital. Det vil si lik beskatning av renteinntekter fra bank, gevinst ved salg av fond eller aksjer og utbytte. Med skattereformen 2016 kom det flere endringer, blant annet fikk renter og aksjer ulik skattemessig sats (Bergo 1, 2016). En lavere skattesats på renter har gitt spareproduktet fondskonto en skattefordel da produktet per i dag blir skattlagt som renteinntekt. Dette har ført til regjeringens høringsforslag vedrørende endring i beskatning av fondskonto og endring av skatteloven § 10-20. Samtidig ønsker regjeringen å innføre et helt nytt spareprodukt - aksjesparekonto. De foreslåtte endringene rundt spareprodukter i aksjemarkedet har ført til uklarhet med tanke på den fremtidige skattleggingen og struktureringen av produktene.

Med bakgrunn i uklarhetene rundt de langsiktige spareproduktene ønsker vi å sette lys på endringene som kan bli innført, og hvordan dette påvirker privatpersoner som sparer i aksjemarkedet. De foreslåtte endringene av dagens beskatning av fondskonto, samt innføringen av aksjesparekonto vil bety nye muligheter for aksjesparere. Samtidig krever det at den enkelte tilegner seg kunnskap for å kunne tilpasse seg endringene på en best mulig måte. Endringene av de langsiktige spareprodukter kan nettopp ses på som et tiltak for å motivere til økt sparing i aksjer, men er det slik at endringene er med på å komplisere valgalternativene for personlige investorer, eller vil nettopp større likhet mellom produktene kunne gjøre det mer oversiktlig for kunden?

1.2 Problemstilling

Aksjeinvesteringer via fondskonto skiller seg per i dag ut med en annen beskatning av utbytte og gevinst enn direkte investering i aksjefond. Dette har som nevnt ført til at investering i aksjefond beskattes ulikt og vært forløper til en høring om endret beskatning av fondskonto. Ved siden av denne mulige endringen har en ny måte å spare i aksjer på, nemlig aksjesparekontoen, blitt aktuell og skal etter planen innføres i løpet av 2017. For å kunne se på endringene i aksjemarkedet med fokus på hvor gunstige disse er for en enkelt sparer, vil vi sammenligne 1) aksjefond, 2) fondskonto per i dag, 3) fondskonto med endret beskatning og 4) den nye aksjesparekontoen. Har forbrukeren fått flere muligheter, har finansmarkedet blitt for komplisert, eller har myndighetene strukturert tre helt like spareprodukter? Og hvilket av spareproduktene i aksjemarkedet burde en sparer investere i?

Vi ønsker på bakgrunn av dette å svare på følgende problemstilling:

Hvilke konsekvenser vil endringene av fondskonto og innføringen av aksjesparekonto få for aksjespareren?

1.3 Oppgavens avgrensning

Vi vil ta for oss enkeltindividers langsiktige sparing, og innenfor disse rammene begrense oss til sparing i aksjefond. Videre i oppgaven vil vi dermed omtale aksjefond som aksjer. I dagens samfunn er det flere muligheter for hvordan man kan spare i aksjemarkedet og vi begrenser oss til å analysere spareproduktene som er tilgjengelig for privatpersoner gjennom norske tilbydere. Avkastning på aksjer kan komme via utbytte eller økt markedsverdi, men vi vil i modelleringen av spareproduktene kun ta for oss avkastning via økt markedsverdi, da det vil være svært varierende i hvor stor grad aksjeeiere mottar utbytte. Likevel vil vi avslutningsvis i analysen diskutere produktenes forskjellige behandling av utbytte.

For å kunne sammenligne produktene ønsker vi å bruke like parametere på de ulike spareformene der det er mulig. Dette gjøres for å få frem hvordan endringene av spareproduktene direkte påvirker netto avkastning. Vi ønsker å se på hvor den enkelte investor får høyest sluttverdi, og dermed blir skattlegging og kostnader til de ulike produktene viktig i analysen. I tillegg til netto avkastning vil vi også vurdere spareproduktene i forhold til risiko, likviditet og vanskelighetsgrad.

Forskning finner ikke bevis på at forvaltere konsekvent klarer å slå markedets egen utvikling ved aktiv forvaltning og det er dermed ikke stort grunnlag for å tro at aktive fond i realiteten slår avkastningen til passive fond (Døskeland, 2014). Dette taler for at man i valget mellom aktiv og passiv forvaltning bør velge passiv forvaltning fordi slik forvaltning har lavest forvaltningskostnader. Markedseffisiens tilsier også at passiv forvaltning er den mest effektive måten å hente ut aksjepremien på (Døskeland, 2014). Aktiv forvaltning er derfor ikke å anbefale for den gjennomsnittlige investor (Døskeland, 2014). Spareproduktene vi ser på for privat sparing i aksjemarkedet tilbyr flest aktivt forvaltede fond, men da de også tilbyr indeksfond velger vi å forutsette at investoren i alle tilfeller velger passivt forvaltede aksjefond for å minimere kostnadene.

Vi ønsker ikke å ta med Innskuddsbasert Pensjonssparing (IPS) som et sparealternativ i oppgaven da vi har som formål å se på endringene som vurderes for de langsiktige spareproduktene i aksjemarkedet. IPS er et pensjonsprodukt der en kan plassere sparebeholdningen i aksjemarkedet, men ordningen har per i dag flere ugunstige aspekter; det er individuelt om skattefradraget vil lønne seg eller ikke, en har ikke mulighet til å sette inn et

større sparebeløp slik vi gjør i oppgaven og en har ikke fleksibilitet til å endre sparemålet om det skulle være nødvendig da sparesummen ikke kan tas ut før pensjonsalder.

Hovedutfordringen med IPS er i dag at skattefordelen en sparer får ved å investere penger på kontoen i dag er kjent, mens skattebelastningen ved uttak i pensjonstiden er ukjent. Med det reviderte nasjonalbudsjettet for 2017 ble det foreslått at en skal få skattefradraget i dag i forhold til alminnelig inntekt og at en i fremtiden også skatter av alminnelig inntekt, noe som vil kunne gjøre produktet mer oversiktlig og gunstig. Slik vi ser det er IPS per i dag ikke det foretrukne alternativet for en sparer, men dersom de foreslåtte endringene gjennomføres kan produktet bli et aktuelt sparealternativ for pensjonssparing. Det er likevel strukturelle forskjeller mellom IPS og de tre spareproduktene vi ønsker å se på, og vi vil derfor ikke vurdere dette produktet i analysen.

1.4 Oppgavens struktur

Oppgaven vil være delt inn i tre hoveddeler og videre i 9 ulike kapitler.

Den første delen vil ta for seg det teoretiske grunnlaget for oppgaven. I kapittel 2 ønsker vi å presentere hva sparing er, samt de fire kriteriene som utgjør et godt spareprodukt. Deretter vil vi i kapittel 3 introdusere det norske skattesystemet, og peke på relevante skattesatser for sparing i aksjer. Dette gir et grunnlag for kapittel 4 hvor vi gir en gjennomgang av de ulike langsiktige spareproduktene. Vi vil for hvert produkt fremheve aktuell skattlegging, kostnader samt introdusere en deterministisk modell.

I del to ønsker vi å modellere de ulike spareproduktene. Kapittel 5 vil vi først utlede modellene for produktene som vi har introdusert i kapittel 4 og se på modellene ved bruk av komparativ statistikk, før vi estimerer verdiene til de ulike parameterne i kapittel 6.

Del tre er analysen til oppgaven. Vi starter i kapittel 7 med å vurdere hvilket av spareproduktene som kommer best ut i forhold til sparekriteriene presentert i del 1. For å kartlegge netto avkastningen til produktene kalibrerer vi parameterne i modellen med de estimerte verdiene funnet i del to. I delkapittel 7.2 bruker vi Monte Carlo simulering til å se på nedsiderisiko. Resultatet presenteres avslutningsvis i kapittel 7 med en oppsummering og

rangering av spareproduktene i en matrise. I kapittel 8 diskuterer vi endringene av spareproduktene, samt overgangsordningen til aksjesparekonto. Til slutt vil vi i dette kapitlet diskutere om flere private investorer vil spare i aksjemarkedet etter endringene.

I kapittel 9 vil vi konkludere utredningen, og med grunnlag i analysen gir vi et svar på oppgavens problemstilling.

DEL 1 - Teoretisk bakgrunn

2. Langsiktig sparing

I dette kapittelet ønsker vi å presentere langsiktig sparing slik at leseren får en forståelse av privatpersoners behov for sparing. Vi vil videre introdusere Døskelands (2014) fire sparekriterier som sier noe om kvaliteten på de ulike produktene. Disse vil være med på å legge grunnlag for analysen. Oppgaven fokuserer på sparing i aksjefond, og presentasjonen av sparekriteriene vil derfor være knyttet mot aksjemarkedet.

2.1 Sparing

Sparing i seg selv betyr å flytte kapital fra i dag til fremtiden, ofte gjennom bruk av finansmarkedet (Schjelderup, 2015). Som definisjon er sparing “*all inntekt som ikke brukes på løpende konsum*” (Halvorsen, 2011). Dermed vil plassering av penger i bank, i verdipapirer, investering i varige konsumgoder og oppbevaring av kontanter i sparegris omfattes av begrepet “sparing”. Det vil si at sparing kan defineres som all inntekt etter skatt som ikke blir konsumert:

$$\text{Sparing} = \text{disponibel inntekt} - \text{konsum}$$

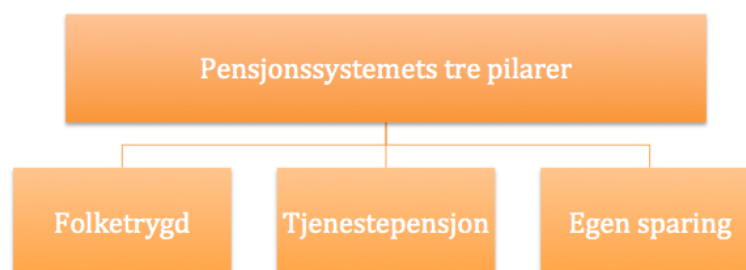
Sparing kan gjøres på kort basis, for eksempel i noen måneder for å kunne finansiere en ferietur, eller på lengre basis over flere år. Sparing blir dermed et valg om å utsette konsum til en senere periode. Når en sum penger settes til side eller investeres er det usikkerhet rundt hvilken sum som vil være tilgjengelig til bruk senere. Usikkerheten avhenger av rentenivå, inflasjon, konjunkturer i økonomien og/eller avkastningen på spareproduktet.

En økonomisk teori som forklarer hvorfor individer ønsker å spare er livssyklushypotesen. *Livssyklushypotesen* viser individers ønske om størst og mest mulig jevnt konsum gjennom

livet ved å spre livsinntektene (Døskeland, 2014). Dette er viktig ettersom inntekt ikke er sammenfallende med konsum gjennom livsløpet. En annen betegnelse for hvordan individer kan jevne ut konsumet er konsumglatting. *Konsumglatting* bygger på ønsket om å spare i yrkesaktive perioder for å kunne finansiere konsum senere i livsløpet i yrkespassive perioder (Døskeland, 2014). Finansmarkedet kan dermed hjelpe individer med å realisere konsumglatting fordi en kan omgjøre variabel inntekt og oppnå et jevner konsum gjennom hele livsløpet.

Den vanligste formen for konsumglatting er sparing til pensjonstiden. Pensjon sikrer finansiering for fremtiden gjennom offentlige og private ytelser. Pensjonssystemet ble endret med pensjonsreformen i 2011 og legger nå et større ansvar over på den enkelte for å beholde en tilfredsstillende økonomi som pensjonist. Pensjonssystemet har fortsatt som formål å gi grunnleggende trygghet, og de fire viktigste oppgavene til et pensjonssystemet er; forsikring mot uforutsette hendelser, utjevning av konsum og sosiale forskjeller, samt stabilisere risiko knyttet til dødstidspunkt (Sollid, 2011).

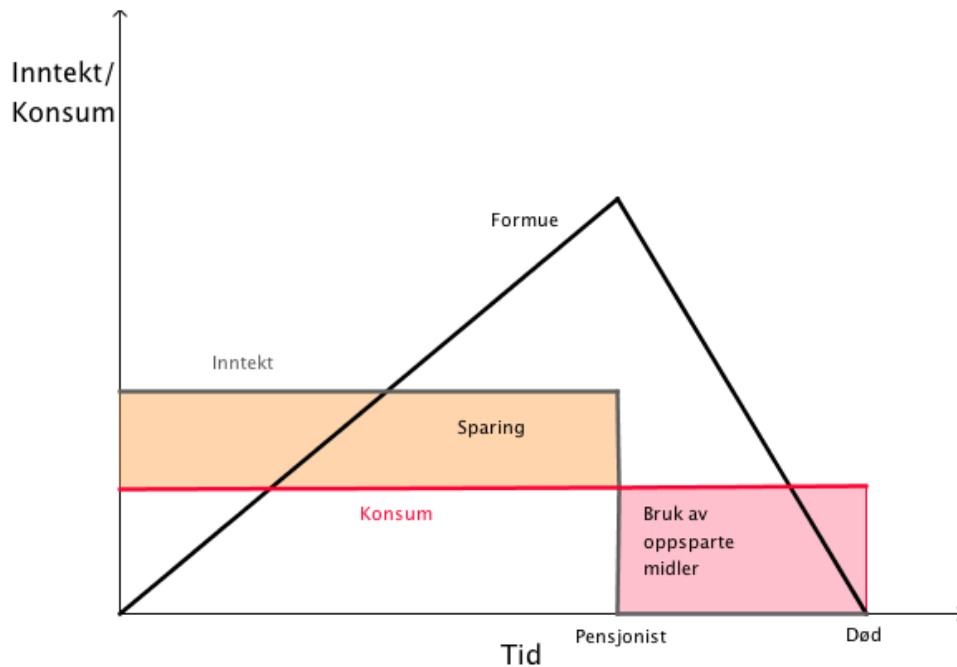
Figur 1 Det norske pensjonssystemet



Pensjonssystemet i Norge består av tre pilarer - *folketrygden*, *tjenestepensjon* og *egen sparing* vist i *figur 1* over (Døskeland, 2014). Pilarene utgjør til sammen et helhetlig bilde av størrelsen på den fremtidige pensjonsbeholdningen til hver enkelt. *Folketrygden* er en tvungen ordning mellom individ og staten der ressurser blir flyttet til alderdommen. Formålet med folketrygden er å tilby grunnleggende finansiell støtte til pensjonister. *Tjenestepensjon* er pensjonen som er knyttet til arbeidsforholdet da alle bedrifter er pålagt å ha en pensjonsordning for sine ansatte. Til slutt har vi *egen sparing*, altså hva vi velger å spare selv for eksempel i finansmarkedet. Individuell sparing vil i stor grad være avhengig av beløpet i

de to andre pilarene og ønsket fremtidig levestandard. Da denne pilaren er avgjørende for levestandarden en får som pensjonist er den drevet av ønsket om konsumglatting. Videre i oppgaven vil vi fokusere på pilar 3, egen sparing.

Figur 2 Konsumglatting



Figur 2 viser konsumglatting på pensjonssparing. Vi ser at man frem til pensjonsalder bygger opp en formue ved å spare når inntekten er større enn konsumet, og at man senere bruker disse oppsparte midlene som pensjonist når inntekten er lav. Den nye opptjeningsmodellen og innføringen av levealdersjustering har ført til at fremtidens pensjonister vil ha en vesentlig lavere pensjon enn tidligere. Derfor er behovet for konsumglatting og privat sparing til pensjonstiden svært viktig for å kunne opprettholde kjøpekraften i pensjonstiden. Empiri viser at vi sparer mer jo eldre vi blir, men de nye pensjonsreglene legger opp til at vi må begynne å spare tidligere og gode spareordninger vil kunne være med på å motivere til dette (Halvorsen, 2011). Sparekriteriene som introduseres i neste kapittel danner et grunnlag og kan brukes som en pekepinn ved utforming og valg av spareprodukt.

2.2 Sparekriteriene

Det er flere faktorer som vil være relevante når man skal velge å investere i et spareprodukt. Investorer vil ha ulike preferanser og vil dermed vurdere de samme spareproduktene ulikt. Likevel vil det for sparerer være fire kriterier som er særlig viktige for å avgjøre kvaliteten på spareproduktet, vi vil videre forklare disse fire ulike kriteriene med utgangspunkt i sparing i aksjemarkedet (Døskeland, 2014). Disse fire sparekriteriene er:

1. *Avkastning*
2. *Risiko*
3. *Likviditet*
4. *Vanskelighetsgrad*

2.2.1 Avkastning

I denne oppgaven fokuserer vi på avkastning etter skatt og kostnader, altså netto avkastning. Avkastning vil ofte være det viktigste kriteriet for en sparer da denne faktoren er avgjørende for fortjenesten man sitter igjen med ved plassering av sparepenger i aksjemarkedet. Avkastning på aksjer kan forekomme som verdiendring i de tilfellene hvor en aksje har økt i markedspris, eller som utbetaling av utbytte (Døskeland, 2014). Dersom markedsprisen på aksjen har økt, kan man selge aksjeandeler for en høyere salgspris enn hva kjøpsprisen var. Aksjeutbytte derimot er ikke forbundet med salg, men er en utdeling av gevinst til selskapets aksjeeiere dersom selskapet går med overskudd (Altinn, 2015). Skatteloven §10-11 definerer utbytte som “enhver utdeling som innebærer en vederlagsfri overføring av verdier fra selskap til aksjonær” (Skatteloven, 2000). Dermed omfatter utbytte all utbetaling selskapet overfører til sine aksjonærer.

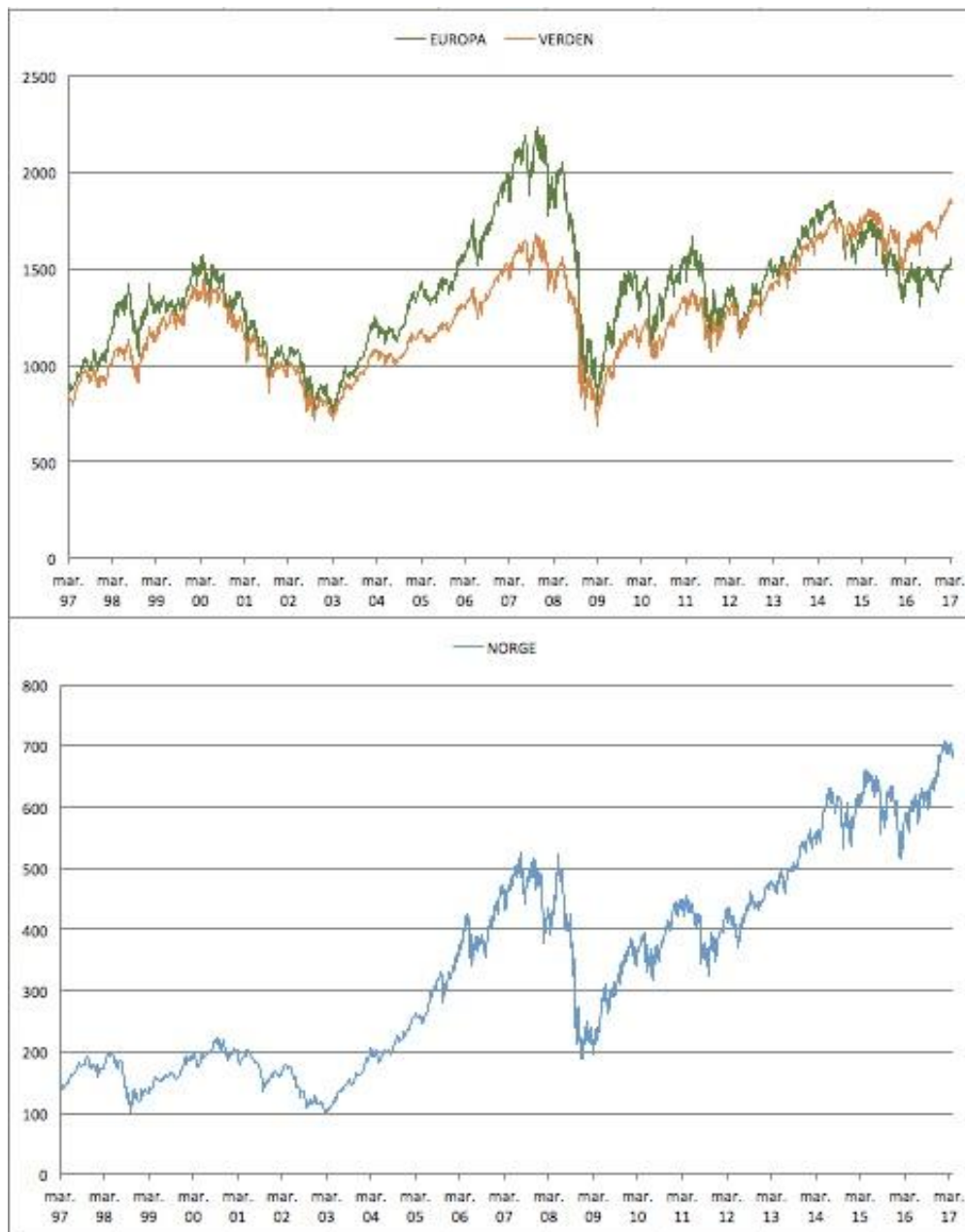
Den forventede avkastningen kan variere ut fra hvordan investeringen blir forvaltet. Innenfor porteføljeforvaltning kan en skille mellom aktiv og passiv forvaltning. Et passivt forvaltet fond følger en indeks i et bestemt marked og kalles derfor normalt indeksfond, mens et aktivt forvaltet fond prøver å slå indeksen i markedet ved aktiv forvaltning av porteføljen (Finansportalen, u.d.). Indeksfond følger tankegangen om at det over lengre tid er lite sannsynlig å få bedre resultater enn markedet generelt, og man prøver derfor heller å kopiere

indeksen enn å slå den (Finansportalen, u.d.). Da aktivt forvaltede fond krever kompetente forvaltere som tar avgjørelser for kundene, vil denne typen forvaltning innebære høyere forvaltningskostnader enn forvaltning av indeksfond.

Det finnes flere ulike typer indekser på aksjemarkedet. Utviklingen på det norske aksjemarkedet reflekteres gjennom hovedindeksen på Oslo Børs. Denne hovedindeksen, Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX), reflekterer verdiutviklingen til de mest omsatte aksjene på børsen og derav reflekteres noe av den norske økonomien gjennom utviklingen til de børsnoterte selskapene. Fra 01.12.2016 frem til 01.06.2017 vil det være 62 noterte aksjer inkludert i indeksen (Oslo Børs 1, 2016). Indeksen kan dermed brukes for å måle avkastningen til det norske aksjemarkedet.

Det finnes også bredere aksjeindekser som reflekterer utviklingen innenfor regioner som for eksempel Europa og USA. For disse brukes ofte Morgan Stanley Capital Index (MSCI) som referanseindeks. For den generelle utviklingen i Europa kan en se på MSCI Europe, som inneholder utviklingen for 15 ulike land innenfor Europa, og fanger derfor opp svingninger i den europeiske økonomien (MSCI 1, u.d.). For globale aksjer brukes ofte den globale aksjeindeksen MSCI World. Indeksen består av store og mellomstore selskaper i 23 utviklede markeder, og dekker omtrent 85% av frittflytende markedsverdi i hvert land (MSCI 2, u.d.). MSCI World kan brukes som referanseindeks for globale aksjefond fordi den gir et bilde av utviklingen i verdensøkonomien for utviklede markeder. Aksjer fra USA utgjør majoriteten av verdien på MSCI World med 54%, Europa er nummer to med 14%.

Figur 3 Aksjekursutvikling OSEBX, MSCI Europe & MSCI World



Figur 3 over viser kursutviklingen for de 20 siste årene for MSCI World, MSCI Europe og OSEBX, hvor hver indeks er justert for utbytte. Daglig kursutvikling for MSCI World og MSCI Europe er hentet fra Datastream, mens den daglige kursutviklingen for OSEBX er hentet fra Oslo Børs (Oslo Børs 2, 2017). I figuren over viser den loddrette aksene kurs, mens den vannrette aksene viser dato. Perioden som er valgt er fra mars 1997 til mars 2017. Det er verdt å merke seg at MSCI Europe og MSCI World er angitt i dollar, mens OSEBX er i norske kroner. Til tross for dette gir sammenligning av tabellene et bilde av svingninger i

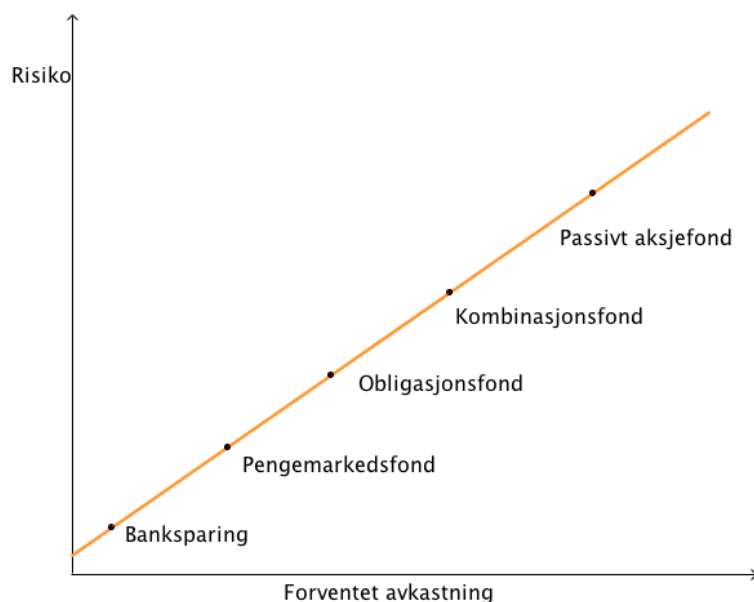
kursen, hvor vi ser at markedene i stor grad følger hverandre. Den øverste tabellen viser at det europeiske markedet er utsatt for større konjunkturer enn verdensmarkedet, noe som taler for at mindre markeder har en mer ustabil aksjekursutvikling enn hva større markeder har.

2.2.2 Risiko

Alle investeringer vil være forbundet med en viss type risiko. Graden av risiko ved en investering påvirker avkastningen sparerer kan forvente seg. Selv om større risiko i mange tilfeller kan lede til høyere avkastning kan en også finne ulike spareformer som har lik avkastning og ulik risiko. Det vanligste målet for risiko er standardavvik, og en bruker gjerne historisk avkastning for å lage estimat for forventet fremtidig risiko ved å se på endringene i avkastningen over tid. Standardavviket forteller oss hvor stor variasjon observasjonene i utvalget har i forhold til den forventede avkastningen. Et høyt standardavvik viser til at det er en stor spredning fra gjennomsnittsavkastningen, og at det dermed er høy risiko (Ubøe, 2015).

Risikoen i aksjemarkedet kan deles inn i systematisk- og usystematisk risiko. Systematisk risiko kalles også markedsrisiko, og er den risikoen som er lik og felles for hele markedet (Sander, 2016). Dette kan for eksempel være valutaendringer eller finansielle krakk og kriser. Usystematisk risiko kalles ofte selskapsrisiko, og vil være den spesifikke risikoen for det enkelte selskap eller bransje. Denne selskapsspesifikke risikoen kan reduseres ved risikospredning gjennom å diversifisere aksjeporteføljen ved å inkludere et bredt utvalg aksjer i porteføljen. Dermed vil investering i fond minimere slik selskapsrisiko, fordi fond sprer investeringen i et bredt utvalg aksjer.

Figur 4 Forventet avkastning og risiko



Aksjeinvesteringer har en høyere risiko og et høyere standardavvik enn for eksempel banksparing, som er tilnærmet risikofritt. Sammenhengen mellom avkastning og risiko for ulike investeringsalternativer kan ses i *figur 4* over. Den horisontale akse viser forventet avkastning, hvor investeringsalternativer til høyre indikerer en høyere avkastning for investeringen. Den vertikale akse viser risiko og er økende. Fra figuren ser vi at investeringsalternativet med høyest risiko, passivt aksjefond, også har høyest avkastning. Alternativene med lavere risiko vil derfor ha en lavere forventet avkastning (Brueggeman & Fisher, 2011). En kan ut i fra grafen konkludere med at man får betalt, i form av avkastning, ved å ta risiko.

Valget av risikonivå avhenger av hvor risikoavers den enkelte investor er, og er dermed påvirket av subjektive faktorer. Likevel vil den anbefalte graden av risiko også henge sammen med alder på sparer. Når man er ung kan man generelt ta mer risiko enn når man er gammel (Døskeland, 2014). Dette er i hovedsak på grunn av muligheten unge har til å velge lengre sparehorisonter, da en lengre tidshorison vil være mindre risikofylt. Dermed bør man trappe ned allokeringen i risikable aktiva i samsvar med økt alder og holde en høy aksjeandel i starten av spareperioden som reduseres for å minske risiko mot slutten av spareperioden.

2.2.3 Likviditet

En likvid investering kan forklares som en investering som raskt kan omgjøres til kontanter uten at det er store kostnader forbundet med omgjøringen (Døskeland, 2014). Aksjen skal dermed være lett å kjøpe og selge i volum, samtidig som kursen skal holde seg nokså stabil for at aksjen skal anses som likvid. En aksjes likviditet vil også avhenge av om det er gode eller dårlige tider i markedet. Dårlige tider vil gjøre det generelt vanskeligere å selge aksjer eller løse inn fondsandeler, slik som for eksempel under finanskrisen 2007-2009. Det er dermed fordelaktig for en investor å kjøpe aksjer som anses stabile og likvide. Generelt kan en si at en aksje med høy likviditet har en høy verdi, og at børsnoterte aksjer har høy likviditet (Huneide, Pedersen, Schwencke & Haugen, 2007). Dette er begrunnet i at børsnoterte aksjer er lett å omsette.

Selv om aksjefond anses som en likvid plassering kan det være lurt for en investor å være oppmerksom på fondets geografiske rekkevidde og fokus på industri, noe som kan påvirke likviditetsrisikoen. Likviditetsrisiko kan som for andre typer risiko benyttes til å gi større gevinst, da høyere risiko fører med seg høyere forventet avkastning. Ved valg av likviditetsrisiko er tidshorizonten for investeringsvalget avgjørende fordi en lang investeringshorisont kan gi muligheter for å ta større likviditetsrisiko og derav muligheter for ekstra avkastning.

2.2.4 Vanskelighetsgrad

Vanskelighetsgraden varierer mellom ulike spareformer. Noen krever mye tid og er kompliserte fordi en må sette seg godt inn i produktet og følge nøye med på utviklingen. Dersom en ikke følger med kan kostnadene bli større enn nødvendig og i verste fall kan man tape penger (Døskeland, 2014). Eksempelvis vil investering i enkeltaksjer kreve mer oppmerksomhet enn aksjefond som ikke krever samme grad av oppfølging. Kunnskapsnivået blant sparere henger også sammen med informasjonsbehovet. Det vil si at kunder med lav finanskunnskap har et større informasjonsbehov enn de som har gode økonomiske kunnskaper. Tilbydere av spareprodukter har dermed et ansvar i å gi kunder tilstrekkelig informasjon, slik at informasjonsbehovet til hver enkelt blir dekket. Undersøkelser Aksje Norge har gjort viser at 52% av respondentene ikke sparer i aksjer fordi de mangler kunnskap

om aksjemarkedet (Nyhus & Refvik 2, 2016). Dette tyder på at informasjonsbehovet til sparere ikke blir dekket.

Kunnskapsnivået til ulike kunder kan variere i stor grad, og dermed blir vanskelighetsgraden for de ulike spareproduktene svært subjektiv. Undersøkelser fra Nederland samsvarer med funnene til Aksje Norge, og viser at de med høyere finanskunnskap har høyere sannsynlighet for å plassere penger i aksjemarkedet (Nyhus & Refvik 2, 2016). Dette er fordi de har lettere for å orientere seg i markedet og se et mer helhetlig bilde av sparingen sin. Hard markedsføring og salg av ulike spareprodukter fører likevel til at individer med lavere finanskunnskap kan velge å plassere sparepengene sine i aksjemarkedet. Rådgivere har derfor et ansvar i forhold til hvem de anbefaler hvilke produkter til, og rådene bør være kompetente samt tilpasset hver enkeltes situasjon. De fleste spareproduktene på det norske markedet har mulighet for kunderådgivning og dette kan bidra til å forenkle investeringsvalget for kunden. Likevel må det nevnes at det kan virke uheldig for kunden dersom tilbyder både skal opptre som selger av egne produkter, samtidig som de skal ta på seg rollen som objektiv rådgiver.

Det kan være vanskelig for den enkelte forbruker å forstå forskjellene mellom de ulike sparealternativene i aksjemarkedet da de fremstår og markedsføres som relativt like. Dette skaper problemer for sammenligningsgrunnlag ved valg av investeringsprodukt. En av grunnene til forvirringen er at produktene markedsføres under ulike navn selv om de i bunn og grunn går innenfor det samme regelverket og har den samme strukturen. Samtidig kan det være vanskelig å forstå dagens forskjellige skattlegging av de ulike alternativene. Flere tilbydere av spareprodukter er også dårlige til å opplyse om kostnader til de ulike produktene, noe som gjør det vanskelig å vurdere produktene opp mot hverandre. Disse faktorene øker vanskelighetsgraden og den reelle kostnaden ved å investere i spareprodukter i aksjemarkedet.

3. Det norske skattesystemet

Under forrige kapittel fokuserte vi på sparing gjennom investering i aksjer, og vi gikk gjennom fire sparekriterier som vil kan være avgjørende for valg av spareprodukt. I dette kapittelet vil vi gi en innføring i det norske skattesystemet, med fokus på skattereglene som er av betydning for aksjesparing. Vi vil først gi en introduksjon av skattesystemet, før vi fremhever og forklarer ulike relevante deler mer i detalj.

Skattereglene vil ha betydning for hvilken netto avkastning en investor kan forvente, og skattesystemet er dermed relevant for alle investeringsbeslutninger. En hovedregel i “Lov om skatt av formue og inntekt” nr. 14 av 1999 (skatteloven) er at gevinst ved realisasjon av verdipapirer er skattepliktig og tap er fradragsberettiget. I utgangspunktet går gevinst ved realisasjon av verdipapirer skattemessig inn under alminnelig inntekt jf. skatteloven §5-1 andre ledd. Skatteloven §5-1 første ledd hjemler skatteplikt for enhver fordel vunnet ved kapital og fører derfor med seg at loven gjelder for aksjer og alle typer obligasjoner (Fallan, 2016). Verdipapirfond skattlegges etter skatteloven §10-20, og aksjeandelen i verdipapirfondet påvirker skatteleggingen.

Skattesatsen på kapital endrer seg over tid basert på politiske reformer. Dagens skattereform av 2016 til 2018 fører med seg en reduksjon i skattesatsen på alminnelig inntekt for selskap og personer fra 2017. Reformen er ment for å styrke insentivene til å spare og investere, samtidig som insentivene til privat eierskap skal styrkes. Skattesatsen på alminnelig inntekt ble redusert fra 25% til 24% fra 2016 til 2017, med forslag om å reduseres ytterligere til 23% i 2018 (Finansdepartementet 1, 2016). Dermed skattlegges gevinst fra kapital med 1% mindre enn tidligere, noe som øker verdien av gevinst og reduserer verdien av tapsfradraget.

Skattereformen av 2006 innførte to viktige modeller for beskatning som påvirker aksjemarkedet; *fritaksmetoden* for å forebygge kjedebeskatning av selskapsoverskudd og *aksjonærmodellen* for å redusere forskjellen i beskatning av arbeid og kapital, ved å beskatte utbytte som alminnelig inntekt (Skatteetaten, u.d.).

3.2 Fritaksmetoden

Fritaksmetoden innebærer at selskapsaksjonærer som hovedregel ikke er skattepliktige for aksjegevinster eller utbytte, samtidig som fradragretten for tilsvarende tap bortfaller (Stortinget, u.d). Metoden har som formål å forhindre kjedebeskatning, slik at aksjegevinster og utbytte ikke beskattes flere ganger for aksjer som eies av selskapet (Regnskap Norge, 2015). Beskatning vil derfor først skje når aksjeinntektene tas ut av selskapet. Denne typen skatteutsettelse kan ha stor økonomisk verdi for private investorer, noe som har ført til at flere privatpersoner har opprettet såkalte “sparegrisselskaper”. Slike aksjeselskaper brukes til å foreta private investeringer for å på den måten få godene av fritaksmetoden (Hveem, 2016).

3.3 Aksjonærmodellen

Aksjeutbytte og gevinster til personlige aksjonærer skattlegges etter aksjonærmodellen. Modellen skal bidra til omtrentlig likhet mellom de høyeste marginalsattesatsene på lønnsinntekt for privatpersoner og aksjeinntekt, med hovedmål å forhindre inntektsskifting (Finansdepartementet 2, 2016). Inntektsskifting vil kunne være mulig for eiere av eget selskap, ved at de istedenfor å betale ut arbeidsinntekt vil ønske å betale ut arbeidsinntekten som utbytte dersom dette gir dem en skattefordel (Statsbudsjettet, 2016). Aksjonærmodellen innebærer at aksjeinntekter som overstiger et skjermingsfradrag, oppjusteres med en faktor og skattlegges som alminnelig inntekt på eierens hånd (Schjelderup, 2015). Ved å beskatte utbytte reduseres forskjellen i beskatning av kapital og arbeid. Aksjonærmodellen forsøker i tillegg å sikre større grad av finansieringsnøytralitet da gjeldsrenter kan trekkes fra samtidig som alternativkostnaden¹ til egenkapitalen ikke er skattemessig fradragsberettiget. Dette gir bedriften et insentiv til å i for stor grad gjeldsfinansiere sine investeringer (Schjelderup, 2015).

¹ Kostnaden ved å velge en investering fremfor en annen, her aksjeinvestering fremfor eksempelvis investering i eiendom.

3.3.1 Skjermingsfradrag

Skjermingsfradrag er et bunnfradrag, altså et beløp som kan trekkes fra skatten. Fradraget deles ut til eier av aksjer og aksjefond årlig. Formålet med skjermingsfradraget er i hovedsak å minimere uheldige vridninger i bedrifters investeringer og finansieringsstruktur som følge av skatten på utbytte (Finansdepartementet 2, 2016). Dette gjøres ved at eieren får et fradrag for sin finansielle alternativkostnad ved å binde kapital, da skatt på gevinst og utbytte ikke skal øke insentiver til å plassere kapital i bank eller andre risikofrie investeringer heller enn aksjer. Dersom skjermingsfradraget fungerer perfekt skal det ikke være insentiver til å endre investeringsadferd på grunn av endret beskatning, dette fordi beskatning med skjermingsfradraget skal være investeringsnøytralt (Grünfeld, Grimsby & Theie, 2015).

Skjermingsfradraget beregnes ved at inngangsverdien ved kjøp av aksjene blir oppjustert hvert år med skjermingsrenten, inngangsverdien er det samme som skjermingsgrunnlaget (Hveem, 2016).

$$\text{Skjermingsfradrag} = \text{skjermingsgrunnlag} \times \text{skjermingsrente}$$

Ved hvert årsskifte blir en som aksjeeier godskrevet skjermingsfradraget for året før, og fradraget akkumuleres om det ikke benyttes til realisasjon av gevinst eller utbytte. Ved realisasjon av gevinst reduseres gevinstbeskatningen fordi en kan trekke bort en del av gevinsten ved bruk av oppspart skjermingsfradrag. Det er kun gevinsten som overstiger skjermingsfradraget som skal beskattes.

Skjermingsrenten skal gjenspeile renten etter skatt på en risikofri investering. Det er dermed avkastning utover det man kan oppnå ved en alternativ, risikofri plassering av kapitalen, som ilegges utbytteskatt. Skjermingsfradraget skal også sikre at det skatlagte overskuddet er renprofitt. Renprofitt vil si at faktorinnsatsene har fått betalt sin alternative anvendelse (Schjelderup, 2015).

3.3.2 Oppjusteringsfaktor

Inntekt som overstiger skjermingsfradraget omtales som “eierinntekt” og denne delen beskattes (Finansdepartementet 2, 2016). For å forhindre inntektskifting må skattene på eierinntekt være på et visst nivå. Dersom det er avvik mellom marginalsatt på utbytte og maksimal marginalsatt på lønnsinntekt vil det kunne være lønnsomt å omdanne arbeidsinntekt til utbytte. Dette kalles som nevnt inntektsskifting, og vil kunne føre til brudd på prinsippet om nøytralitet og skattenes tilsiktede omfordelingsevne. Derfor bør marginalsattene på utbytte og arbeidsinntekt være tilnærmet like og dette har ført til innføring av oppjusteringsfaktoren (Finansdepartementet 2, 2016).

Fra 2017 vil lavere skatt på alminnelig inntekt føre til at det vil være lønnsomt for eiere som arbeider i egen bedrift å ta ut aksjeutbytte i stedet for arbeidsinntekt. For å redusere motivet til inntektsskifting skal satsen for skatt på utbytte og gevinst økes slik at den samlede marginalsatten ligger på samme nivå som marginal lønnskatt. Dette gjøres ved at oppjusteringsfaktoren for utbytte og gevinst økes fra 1,15 til 1,24 i 2017 (Sarai, 2016). Skatteøkningen på utbytte og gevinst skal dermed møte reduksjonen i selskapsskatten. Oppjusteringsfaktoren skal hindre for stort provenyrtap når den alminnelige skattesatsen reduseres og gjør det mulig å ha et bestemt nivå på den effektive skattesatsen på aksjeinntekter uavhengig av skattesatsen på alminnelig inntekt.

Oppjustering skal skje etter eventuelt skjermingsfradrag. Dette sikrer at beskatningen av utbytte tilsvareer nivået for lønnsbeskatning (Sarai, 2016). Marginalsattesatsen på utbytte og gevinst blir da isolert sett 29,76 %² (Sarai, 2016). Dermed blir aksjeinntekter hardere beskattet i 2017, og det ser ut til at beskatningen også vil øke i 2018.

² Skatt for private aksjonærer: $24\% * 1,24 = 29,76\%$

4. De langsiktige spareproduktene

Vi har i de to tidligere kapitlene gitt en innføring i hva sparing er, hvorfor vi sparer og en introduksjon av skattesystemet. I dette kapitlet vil vi presentere de tre spareproduktene i aksjemarkedet som vil være vårt fokus videre i oppgaven; aksjefond, fondskonto og aksjesparekonto, vist under i *figur 5*. I tillegg vil vi presentere de foreslåtte endringene av dagens fondskonto og kartlegge de mulige utfallene. Gjennom presentasjonen av spareproduktene vil vi introdusere modeller for hvert enkelt produkt som vi baserer oss på videre i oppgaven.

Figur 5 De ulike spareproduktene



4.1 Aksjefond

Sparing i aksjer innebærer at man blir medeier i et selskap (Døskeland, 2014). Private aksjeinvestorer har i hovedsak to måter å spare i aksjer på. Den ene måten er å spare gjennom kjøp av enkeltaksjer, dermed kjøp av andeler i valgfrie selskaper. Ellers kan en spare gjennom kjøp av aksjefond, som vil si en kollektiv investering hvor mange investorer går sammen for å plassere sine sparepenger (Døskeland, 2014). For at et verdipapirfond skal kvalifiseres som et aksjefond, må det investere minst 80% av andelene i aksjemarkedet. Aksjefond er ofte bredere diversifisert og har dermed større risikospredning enn investering i enkeltaksjer.

Aksjesparing er en spareform som spesielt gagnar seg ved et langsiktig perspektiv og spareformen har historisk sett gitt god avkastning. Analyse av aksjeavkastningen av alle

verdens aksjemarkeder over 115 år viser at aksjer som spareform kommer best ut i alle perioder sammenlignet med andre måter å spare på (Dimson, Marsh & Staunton, 2017). Undersøkelsen finner at på lang sikt vil årlig avkastning på aksjer være 4,2% høyere enn for banksparing (Seidel, 2016). Den høyere avkastningen kan blant annet forklares ut fra aksjens relativt høye risiko.

Gevinst og utbytte på aksjer etter fradrag for skjerming, skattlegges etter aksjonærmodellen med en effektiv skattesats på 29,76%. Avkastningen på aksjefond blir ikke skattlagt før andelen selges, og dermed har man mulighet til å reinvestere løpende avkastning uten at det utløses skatteplikt. Denne skatteutsettelsen gir aksjefond en fordel i forhold til å eie enkeltaksjer, da reinvestering av avkastning kan gi en rentes-rente effekt. Over lengre tid kan denne ulikheten ha stor betydning for oppnådd avkastning.

For aksjefond er det både direkte og indirekte kostnader forbundet med handel og megling. For det første må investor betale en årlig utgift til megler for forvaltning og administrering av fondet, kalt forvaltningshonorar. Denne kostnaden oppgis som en årlig presentsats og avhenger av om fondet er aktivt eller passivt forvaltet (Altomfond 1, u.d.). Det er også kostnader i forbindelse med opprettelse og innløsning av spareproduktet, kalt tegningsgebyr og innløsningsgebyr. Tegningsgebyr er en avgift som påløper ved tegning av andeler i et verdipapirfond, mens innløsningsgebyr er en avgift som påløper hvis investor innløser sine andeler. Disse kostnadene beregnes som prosent, hvor tegningsgebyret beregnes av investert beløp mens innløsningsgebyret beregnes av beløpet som innløses (Altomfond 1, u.d.).

Med utgangspunkt i forklaringen av aksjefond over, kan en generell formel for forventet sluttverdi, V_1 , på en investering i aksjefond skrives på følgende måte:

$$V_1 = Y * (1 - tg_{af}) * (1 - ig_{af}) * (1 + r - g_{af})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y - skj)$$

Y vil her være investert beløp i år 0, tg_{af} er tegningsgebyret for aksjefond, ig_{af} er innløsningsgebyret for aksjefond, r er avkastningen, g_{af} er gebyrene til aksjefond, n er antall investeringsår, t_a er skatt på aksjegevinst og utbytte, o er oppjusteringsfaktoren og skj er skjermingsfradraget. En fullstendig oversikt over parametrene finnes i *vedlegg 1*.

4.2 Dagens fondskonto

Fondskonto er et kombinert investerings- og forsikringsprodukt, og skiller seg dermed fra aksjefond. Det finnes flere tilsvarende produkter som fondskonto, men som markedsføres under ulike navn med bakgrunn i dens formål, eksempelvis investeringskonto, Unit Link eller ekstrapensjon. Fondskonto fungerer som en samlebetegnelse for alle disse (Finansdepartementet 1, 2016). Med fondskonto kan investor gjennom en investeringsmeny bestemme hvor han ønsker å plassere sparepengene. En kan velge mellom aksjefond, obligasjonsfond, kombinasjonsfond, pengemarkedsfond, bankinnskudd og enkeltaksjer eller andre børsnoteringer (Smarte penger, 2016). Investeringsuniverset gjennom en fondskonto er begrenset, leverandørene varierer i å tilby kun egne produkter, eller egne produkter i tillegg til at en velge produkter fra andre tilbydere. Investeringer gjennom en fondskonto fører til at en sparer selv ikke er eier av aksjene eller andelene direkte, disse eies av forsikringselskapet og investor er dermed bare eier av forsikringsproduktet (Bergo 2, 2016).

Det som er spesielt med fondskontoen er at den består av et forsikringselement som sikrer arvinger 1% - 5% av oppspart saldo i tillegg til den totale saldoen på kontoen dersom eier av kontoen dør. Det er dette som gjør produktet til et forsikringsprodukt, og fører til at fondskontoen omgår reglene for skattlegging av verdipapirfond etter skattelovens §10-20 (Finansdepartementet 1, 2016). Dagens fondskonto skattlegges som kapitalforsikring, og behandles dermed på lik linje som alminnelig inntekt med en skattesats på 24% i 2017 (Altomfond 2, 2017). Det vil si at kontoen som helhet beskattes som renteinntekt, selv om deler eller hele gevinsten er knyttet til aksjeinvesteringer. I tillegg unngår man oppjusteringsfaktoren på 1,24% ved fondskonto, noe som gjør at aksjeinvesteringer gjennom en fondskonto har en betydelig lavere effektiv skattesats sammenlignet med annen aksjeinvestering (Odinfond, 2016). Til gjengjeld mister man skjermingsfradraget ved investering i fondskonto fordi avkastning betraktes som renteavkastning.

For kapitalforsikring anses ikke avkastningen på investeringen opptjent løpende, og avkastningen skattlegges derfor ikke løpende men først ved utbetaling jmf. skatteloven §5-20 og §5-21. Beskatning av fondskonto skjer dermed først ved uttak eller avslutning av kontoen, og investor kan endre porteføljen og bytte fond uten at det utløses skatt på avkastningen.

Dette fører til utsatt skatt i selve spareperioden, noe som gir en skattefordel for fondskonto sett i forhold til aksjefond. Denne skattefordelen fører til at investor har mulighet til å få en rentes-rente effekt på avkastningen, noe som kan ha stort utslag ved en lengre investeringshorisont.

For fondskonto vil det i motsetning til de andre spareproduktene påløpe årlig administrasjonsgebyr hos enkelte tilbydere. Administrasjonsgebyret er en kostnad man må betale for å være kunde hos selskapet, og går utelukkende til forvaltning av kontoen. Dette administrasjonsgebyret kommer i tillegg til forvaltningsgebyret. Da fondskonto inneholder et forsikringselement, vil dette også medføre at kontoen har økende forsikringskostnader basert på investors alder. Forsikringselementet i dagens fondskonto er lite, og dermed er også forsikringskostnaden de ulike tilbyderne krever lav.

Forventet sluttverdi på en investering i dagens fondskonto, V_2 , kan dermed skrives på følgende måte:

$$V_2 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{101\%})^n - t_r * (Y * (1 + r)^n - Y)$$

Parameterne som går igjen fra modellen i 4.1 har samme betydning som over. I tillegg vil g_{fk} være gebyr på fondskonto, $f_{101\%}$ er forsikringspremie for fondskonto med 101% forsikringselement og t_r er skatt på renteinntekt. Foreløpig har vi i modellen antatt at forsikringskostnaden er lik for hele perioden, men vi vil i analysen vise at denne kostnaden kan variere.

4.2.1 Endringer av dagens fondskonto

Gjennom dagens lovgivning omfattes ikke fondskonto av reglene i skatteloven §10-20 hvor aksjer i verdipapirfond skattlegges som direkteide aksjer, mens rentepapirer skattlegges som renteinntekt etter regler for kapitalbeskatning (Finansdepartementet 1, 2016). I realiteten er deler av fondskonto i de fleste tilfeller en aksjeinvestering, og departementet foreslår derfor at aksjeinvesteringer gjennom fondskonto også bør skattlegges på lik linje som andre aksjer når forsikringselementet i avtalen er lite (Finansdepartementet 1, 2016). Det tilsiktede formålet med endringen av fondskonto er å fjerne dagens skattefordel med produktet og dermed tette

“skattehullet”. Forslaget til departementet innebærer å tilføre skatteloven §10-20 et tilhørende tiende ledd som lyder;

“(10) Investering i verdipapir gjennom kapitalforsikring skattlegges på tilsvarende måte, når det ved investors død eller uførhet blir utbetalt mindre enn 50 prosent tillegg til gjenstående sparebeholdning på forsikringskontoen” (Skatteloven, 2000).

I vurderingen om forsikringselementet er “lite”, skal det ut ifra forslaget anses som lite når det utbetales under 150% av sparebeløpet ved investors død eller uførhet. På denne måten vil kun fondskonto med et betydelig stort forsikringselement bli skattlagt etter reglene for kapitalforsikring og dermed som renteinntekt, mens fondskonto ellers vil skattlegges etter reglene i skatteloven §10-20. Dersom denne endringen trer i kraft vil aksjeandelen i fondskontoer med forsikringselement under 50% være av betydning for skattleggingen av verdipapirkontoen. Fond som har en aksjeandel over 80% beskattes da i sin helhet som aksjefond ved uttak, mens fond med aksjeandel under 20% beskattes i sin helhet som rentefond. Innenfor intervallet mellom 20% til 80% skattlegges fondet delvis som rentefond og delvis som aksjefond, med grunnlag i fordelingen ved årets inngang (Hveem, 2016). Aksjeinvesteringene i fondet beskattes da etter aksjonærmodellen, mens avkastningen på obligasjoner og andre rentepapirer blir skattlagt som renteinntekt. Fondskonto med forsikringselement på over 150% vil bli skattlagt på samme måte som dagens fondskonto, altså som kapitalforsikring, selv om kontoen inneholder aksjeandeler.

4.2.2 Uklarheter vedrørende endringer av fondskonto

Det er usikkerhet knyttet til om det skal inkluderes skjermingsfradrag ved endring av fondskonto, i motsetning til dagens fondskonto som ikke gir rett på skjermingsfradrag (Skar, 2016). I høringssvaret fra Nordnet pekes det på at fondskonto ikke nødvendigvis vil gi rett på skjermingsfradrag i forhold til skatteloven §10-20 5.ledd, til tross for den planlagte endring av skatteloven §10-20. Grunnen til dette er at investeringene gjennom fondskonto ikke er direkte eid da det ikke er en personlig konto (Skatteloven, 2000). Dersom det ikke blir innført skjermingsfradrag vil dette kunne gi utslag på den tilsktede nøytrale beskatningen av aksjer siden aksjeandelen i fondskonto med forsikringselement under 50% i praksis vil bli skattlagt høyere enn individuelle aksjer og aksjefond.

Uklarhetene vedrørende fondskonto fører til at vi får alternativene vist under i *figur 6*. Disse vil vi basere oss på videre i oppgaven.

Figur 6 Ulike fondskonto-alternativer



Vi forenkler navnene på de ulike nye alternativene til fondskonto og vil videre i oppgaven henvise til Fondskonto alternativ 1 og 2 samt Fondskonto 150% forsikring. *Fondskonto alternativ 1* er en fondskonto med 1% forsikringselement, med en skatt tilsvarende aksjeinvesteringer som dermed blir oppjustert med oppjusteringsfaktoren. Dette alternativet har også skjermingsfradrag. *Fondskonto alternativ 2* er identisk til alternativ 1 sett bort fra skjermingsfradrag, og produktet får dermed ikke fradrag for risiko og alternativ investering. Den siste fondskontoen er et forsikringsprodukt som har 150% forsikringselement og blir dermed i likhet med dagens fondskonto beskattet som renteinntekt på grunn av det høye forsikringselementet.

Fondskonto alternativ 1 (V_3), fondskonto alternativ 2 (V_4) og fondskonto med 150% forsikring (V_5) vil dermed ha en sluttverdi på investeringen som kan skrives som:

$$V_3 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{101\%})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y - skj)$$

$$V_4 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{101\%})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y)$$

$$V_5 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{150\%})^n - t_r * (Y * (1 + r)^n - Y)$$

Parameterne har samme betydning som tidligere. Formelen for fondskonto med 150% forsikringselement vil være helt lik som dagens fondskonto med unntak av en høyere

forsikringspremie, $f_{150\%}$.

4.3 Aksjesparekonto

Aksjesparekontoen ble innvilget med statsbudsjettet 2017 som en KLAS - Konto for Langsiktig Aksjesparing. Hensikten er at privatpersoner skal kunne få samme fordeler som profesjonelle investorer ved å få utsatt beskatning på aksjegevinster. En ordning for langsiktig sparing i aksjer har vært på agendaen over lengre tid og flertallet på Stortinget har tidligere bedt regjeringen innføre en ordning for langsiktig aksjesparing for privatpersoner (Temre, 2016). Aksjonærforeningen, Oslo Børs og VPS gikk i 2009 også sammen og anbefalte myndighetene å innføre en tilnærming til fritaksmetoden for personlige sparere, slik at fordelene med å eie aksjeselskap ble noe småsparere også kunne ta nytte av (Aksjonærforeningen, 2009).

Investeringer gjennom aksjesparekonto begrenser seg til børsnoterte aksjer, egenkapitalbevis og aksjefond i Norge og ellers i EØS. Kontoens formål er å fremme investeringer i norske aksjer, men EØS-avtalens krav til likebehandling fører til at kontoen også må omfatte børsnoterte aksjer i selskap innenfor EØS. Med aksjesparekonto må man investere i minst 80% aksjer, og kontoen kan ut fra dette maksimalt ha 20% renter inkludert (Temre, 2016). Det er videre foreslått at aksjesparekontoen ikke skal være rentebærende, dette fordi formålet med ordningen nettopp er å stimulere til investeringer, og ikke å sitte passivt med penger på kontoen (Finansdepartementet 2, 2016).

Aksjesparekontoen vil etter forslaget få en egen forskrift i skatteloven §10-21, som omfatter skattlegging og regulering av kontoen. I praksis vil en aksjesparekonto innebære en tilnærming til fritaksmetoden som skal gjelde for privatpersoner, og dermed vil man først bli skattlagt når pengene tas ut av kontoen. Med aksjesparekonto kan man også bytte mellom fond og aksjer uten at man utløser skatt (Furuseth 1, 2016). Dette skal forsterke muligheten til at avkastning helt eller delvis reinvesteres i aksjer da avkastningen ikke skattlegges løpende.

Aksjesparekonto gir ikke løpende fradrag for tap, og fradraget kan først tas ut om kontoen kanselleres (Folkvord & Furuseth, 2016). I tillegg begrenser ordningen seg kun til utsatt skatt

på gevinst mens utbytte skattlegges løpende i utbetalingsåret (Finansdepartementet 2, 2016). Grunnen til at skatt på utbytte ikke er utsatt er først og fremst fordi en slik løsning ville kunne bryte med likebehandling og EØS-reglene (Regnskap Norge, 2016).

Uttak som overstiger innskuddet på aksjesparekonto vil ut i fra forslaget beskattes som aksjeinntekt etter skatteloven §5-1 (Regnskap Norge, 2016). På denne måten vil kontoen skattlegges på lik linje som aksjefond, hvor man etter skjermingsfradrag skattlegger gevinsten med skattesatsen for alminnelig inntekt som blir oppjustert med oppjusteringsfaktoren på 1,24 (Regnskap Norge, 2016). Skjermingsgrunnlaget vil i dette tilfellet være innskuddene på kontoen (Finansdepartementet 2, 2016). For å motvirke tilpasninger i forhold til skjermingsgrunnlaget rundt årsskiftet, foreslår departementet at skjermingsgrunnlaget tilsvarer det laveste innskuddet i løpet av året med eventuelt tillegg av ubenyttet skjerming fra tidligere år.

Selv om det er usikkerhet knyttet til kostnadene for aksjesparekonto, er det forventet at kontoen vil ha lignende kostnadsstruktur som aksjefond. Det vil derfor være aktuelt med forvaltningsgebyr og tegnings- og innløsningsgebyr. I høringsnotatet om aksjesparekonto foreslås det at tilbyder har krav på dekning av kostnader ved flytting, men at det settes en øvre grense på hvor høy denne kostnaden kan være (Finansdepartementet 3, 2017).

Ved investering i aksjesparekontoen, vil en kunne forvente sluttverdien V_6 :

$$V_6 = Y * (1 - tg_{as}) * (1 - ig_{as}) * (1 + r - g_{as})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y - skj)$$

Parameterne er som tidligere forklart i avsnitt 4.1.

4.4 Oppsummering av spareproduktene

Avslutningsvis ønsker vi å gi en oversikt over likheter og ulikheter ved de presenterte spareproduktene. I *tabell 1* nedenfor er spareproduktene oppsummert med bakgrunn i variablene skatt, investeringsmuligheter og kostnader.

Tabell 1 Oppsummering av spareproduktene

	Aksjefond	Fondskonto per i dag	Ny fondskonto	Aksjesparekonto
Skattesats på gevinst og utbytte	29,76%	24%	24% eller 29,76%	29,76%
Skatt v/salg	Ja	Nei, kan reinvestere alt	Nei, kan reinvestere alt	Nei, kan reinvestere alt
Skatt på utbytte	Ja	Nei, inne i ordningen	Nei, inne i ordningen	Ja løpende
Uttak fra kontoen	Skatt ved uttak 29,76%	Skatt ved uttak 24%	Avhengig av aksjeandel. Renteinntekt 24% eller aksjegevinst 29,76%	Skatt ved uttak 29,76% etter uttak av innskutt kapital
Skjermingsfradrag	Ja	Nei	Uvisst	Ja samordnet
Fradrag for tap	Ved opphør av fondet	Ved uttak	Uvisst	Ved opphør av kontoen
Investeringsunivers	Ingen begrensninger, vil avhenge av tilbyder	Ingen begrensninger, vil avhenge av tilbyder	Ingen begrensninger, vil avhenge av tilbyder	Innenfor Norge og EØS i børsnoterte aksjer, egenkapitalbevis og aksjefond
Kostnader	Forvaltningsgebyr, samt tegnings- og innløsningsgebyr	Forvaltningsgebyr, administrasjonsgebyr og forsikringspremie	Forvaltningsgebyr, administrasjonsgebyr og forsikringspremie	Forvaltningsgebyr, samt tegnings- og innløsningsgebyr

DEL 2 - Modelling

5. Modeller for de langsiktige spareproduktene

I dette kapittelet presenteres de deterministiske modellene for de ulike langsiktige spareproduktene mer i detalj. Vi vil først peke på våre avgrensninger og antakelser, og videre kommentere de generelle svakhetene ved bruk av modeller. Deretter gir vi en oversikt over modellene og gjør til slutt en komparativ statistikk av disse ved å sammenligne de ulike parameterne. Formålet med modellene er å avbilde virkeligheten på en best mulig måte, og dermed kunne finne hvilket av spareproduktene som gir høyest sluttverdi etter endt investeringsperiode.

5.1 Våre avgrensninger og antakelser

I utformingen av våre modeller har vi tatt flere antakelser. For det første antar vi lik investeringshorisont og likt sparebeløp for alle produktene vi vurderer. Sparebeløpet som investeres ved starten av perioden antas å holdes ut hele tidshorizonten. Videre er noen av de mest sentrale antakelsene like kostnader og gebyrer gjennom hele perioden³. I tillegg til lik risikoprofil og lik avkastning. For at sparebeholdningen skal bli karakterisert, og i sin helhet skattlagt som et aksjefond gjennom bestemmelsene i skatteloven antar vi at investeringen inneholder en aksjeandel på minst 80%. I tillegg antar vi at regelverket forblir uendret, og at det ikke er noen endringer av aktuelle lover i løpet av spareperioden. Dette resulterer i at vi bruker lik skattesats for de ulike spareproduktene over hele spareperioden.

I avgrensningen av modellen har vi utelatt komponenter som ikke direkte har påvirkning på vurderingsgrunnlaget av de ulike spareproduktene, og som dermed ikke er relevante for analysen. Dette er for eksempel formuesskatt, inflasjon og kostnad med å opprette VPS-

³ Sett bort fra forsikringspremien til fondskonto

konto.

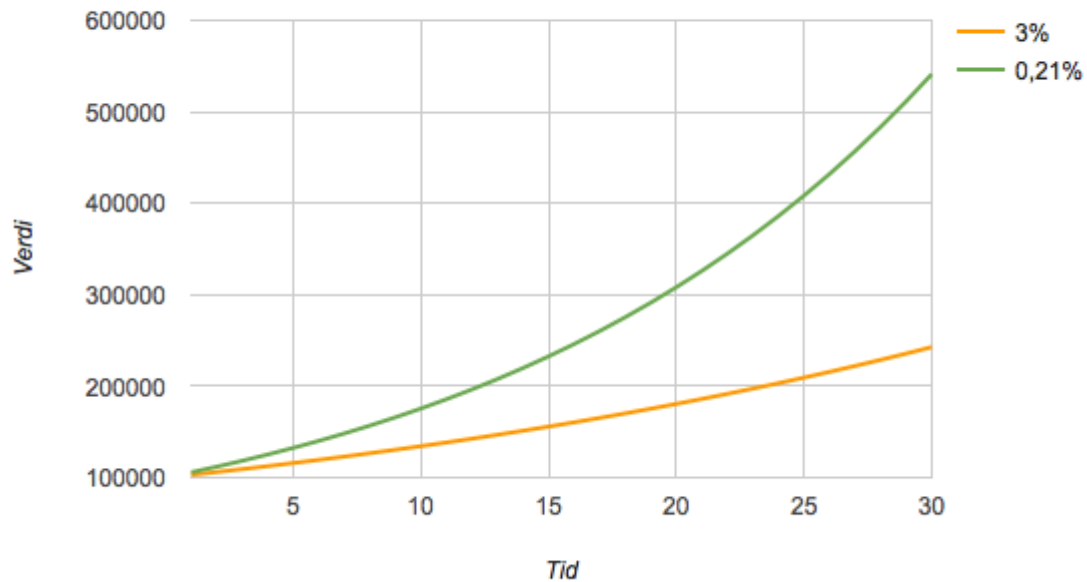
5.2 Svakheter med modellen

Teoretiske modeller som skal representere virkeligheten vil i de fleste tilfeller inneholde svakheter. Modellene våre opererer med flere konstante parametere og gjør derfor en fremtidig estimering usikker, spesielt for en lang tidsperiode. Modeller med forutsetninger om konstante skattesatser og ingen endringer av gjeldende regelverk vil være svært utsatt dersom det innføres endringer i løpet av modellens tidshorisont. Det samme vil gjelde dersom tilbydereren endrer kostnadene for produktet. En konstant høy aksjeandel, som vi antar i modellen, vil heller ikke nødvendigvis være realistisk da allokering i aksjer vanligvis avtar med alder. Dette fører til at de generelle modellene har et begrenset omfang, og modellens fastsatte parametere blir usikre med tiden.

Ved fastsettelsen av parameterverdier for hele tidshorisonen brukes gjennomsnitt av historiske data. Historiske data sier ikke nødvendigvis noe sikkert om fremtiden, og modellene tar derfor ikke hensyn til fremtidige svingninger samt endringer som skiller seg fra historisk trend. For eksempel brukes et gjennomsnittlig historisk estimat som en konstant fremtidig avkastning, noe som i utgangspunktet ikke er realistisk over en lang tidshorisont. Bruken av gjennomsnittlige kostnader gjør også modellen mindre treffsikker, ettersom at fremtidige endringer i kostnader for de ulike spareproduktene ikke vil bli fanget opp i estimeringen.

I tillegg vil bruken av gjennomsnittlige kostnader ikke fange opp variasjonen mellom de ulike leverandørene, og om det eventuelt er mye å spare ved å bytte leverandør. Kostnadene for ulike leverandører innenfor det samme produktet varierer i stor grad, og det er stor forskjell mellom den billigste og den dyreste aktøren på markedet. Dette taler for at det er mye å hente for kunder som har gode forkunnskaper og vurderer spareproduktene opp mot hverandre, vist i *figur 7*.

Figur 7 Utvikling av kostnader



Setter en eksempelvis 100 000 kr i et aksjefond, avkastningen er 6% og kostnader blir trukket fra sparebeholdningen årlig ser en fra figur 7 at kostnader kan ha stor betydning på hvordan beløpet utvikler seg og vokser over tid. Vi har i diagrammet bruk den høyeste og lavest forvaltningskostnaden for aksjefond innenfor våre innsamlede kostnadsdata. Et forvaltningsgebyr på 0,21% vil føre til at en betaler 33 173 kroner i forvaltningskostnader over 30 år. Om gebyret derimot er på 3%, vil forvaltningskostnadene bli på hele 331 623 kroner. Dette viser hvor stor betydning valg av tilbyder har, og viser et ekstremt utfall av at vår modell ikke fanger opp disse variasjonene mellom tilbyderne på grunn av gjennomsnittlige størrelser.

Til sammen vil begrensningene og svakhetene til modellene gjøre at modellene ikke er i stand til å estimere fullstendig virkelighetskorrekte sluttverdier. En slik korrekt beregning inneholder mange usikre verdier, som varierer over tid og er svært vanskelig å fastsette med sikkerhet for fremtiden. Likevel vil modellene være nyttig som grunnlag for å sammenligne de ulike spareformene basert på dagens informasjon og regelverk, noe som er modellens formål.

5.3 Generelle modeller for langsiktig sparing

I dette avsnittet vil vi presentere de generelle modellene for de ulike spareproduktene samlet. *Figur 8*, presentert under, viser en oversikt over modellene for de ulike spareproduktene. Modellene har den samme oppbygningen, men vil ha noen variasjoner da de er strukturert forskjellig. De største forskjellene mellom produktene bygger på om de har skjermingsfradrag og hvilken type beskatning produktet har som videre fører til bruk av oppjusteringsfaktor. I tillegg varierer modellene med ulike gebyrer og kostnader mellom de forskjellige spareproduktene.

Figur 8 Oversikt over modellene for spareproduktene

<p>Aksjefond:</p> $V_1 = Y * (1 - tg_{af}) * (1 - ig_{af}) * (1 + r - g_{af})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y - skj)$
<p>Fondskonto gammel:</p> $V_2 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{101\%})^n - t_r * (Y * (1 + r)^n - Y)$
<p>Fondskonto ny - tre alternativer:</p> <p>1) 101% forsikringselement, med skjermingsfradrag:</p> $V_3 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{101\%})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y - skj)$
<p>2) 101% forsikringselement:</p> $V_4 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{101\%})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y)$
<p>3) 150% forsikringselement:</p> $V_5 = Y * (1 + r - g_{fk} - f_{150\%})^n - t_r * (Y * (1 + r)^n - Y)$
<p>Aksjesparekonto:</p> $V_6 = Y * (1 - tg_{as}) * (1 - ig_{as}) * (1 + r - g_{as})^n - (t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y - skj)$

Ved å investere beløp Y får investor etter n år utbetalt $Y * (1 + r)^n$ i brutto sluttverdi. De fleste investorer vil likevel være mest opptatt av netto sluttverdi etter kostnader og skatt, da det er denne avkastningen investoren faktisk får utbetalt etter endt investeringshorisont. Modellene gir netto sluttverdi for hvert av de ulike spareproduktene. Som vi ser over har modellenes andre ledd, som er skattlegging av spareproduktene, tre ulike utforminger ut i fra om de inneholder oppjusteringsfaktor og skjermingsfradrag:

$(t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y - skj)$ - med oppjustering og skjermingsfradrag

$t_r * (Y * (1 + r)^n - Y)$ - uten oppjustering og skjermingsfradrag

$(t_a * o) * (Y * (1 + r)^n - Y)$ - med oppjustering, men uten skjerming

I tillegg skiller modellene i *figur 8* seg fra hverandre i forhold til kostnadsstrukturen, vist i modellenes første ledd. Vi ser at aksjefond og aksjesparekonto har tegnings- og innløsningsgebyrer i tillegg til de årlige gebyrene som følger produktet. Fondskonto har ikke slike gebyrer, men har derimot en forsikringspremie som betales årlig og som øker hvert tiår med investors alder. Denne forsikringspremien vil være høyere for et forsikringsselement på 150%, og vi har derfor valgt å skille forsikringspremien i $f_{101\%}$ og $f_{150\%}$ for å fange opp denne effekten.

5.4 Komparativ statistikk

Bruk av deterministiske modeller med konstante parametere fører til at modellene vil være sårbare for fremtidige endringer. Det er derfor interessant å sammenligne parameterverdiene, og se på konsekvensene ved relative endringer. I dette avsnittet vil vi derfor gi en generell tolkning av modellens ulike parametere i forhold til hverandre.

Forholdet mellom skattesatsene er per i dag $t_a * o > t_r$, der skatt på aksjegevinst er høyere enn skatt på renteinntekt. Dersom vi antar lik avkastning, vil dette føre til at $V_2, V_5 > V_1, V_3, V_4, V_6$. Med en lang tidshorisont på 30 år vil forholdet mellom skattesatsene kunne variere. Dersom skattesatsen for renteinntekt øker relativt til skatt på aksjer, og man i fremtiden får en situasjon hvor $t_a * o < t_r$, så vil $V_2, V_5 < V_1, V_3, V_4, V_6$ på grunn av skatteforskjellen. Størrelsen på skjermingsrenten har dermed betydning, og dersom skjermingsfradraget er høyere enn skatteforskjellen mellom $t_a * o$ og t_r , altså $skj > (t_a * o > t_r)$ så vil V_1, V_3, V_4 og V_6 komme best ut.

Vi kan i tillegg vurdere kostnadene i modellenes første ledd i forhold til hverandre. Forventer en at $g < (g + f)$ vil isolert sett V_1 og V_6 være de gunstigste spareproduktene da disse ikke

har forsikringsgebyr. Men i tillegg inneholder V_1 og V_6 tegnings- og innløsningsgebyrer som kan være med på å påvirke utfallet. Det vil derfor være avgjørende hvor høye disse kostnadene er i forhold til hverandre for å kunne avgjøre hvilken type konto man bør investere i. Dersom summen av forsikringsgebyr for hele investeringsperioden er lavere enn tegnings- og innløsningsgebyret til sammen vil det lønne seg å investere i en fondskonto. Dersom det motsatte er tilfellet vil det lønne seg å investere i aksjefond eller aksjesparekonto. For de ulike fondskontoene vil de foreslåtte fremtidige endringene påvirke hvilken av nettoverdiene som vil være bedre enn andre. Ser en på de to fremtidige alternativene med forsikringsselement på 101%, vil $V_3 > V_4$ da tilfellene er identiske med unntak fra skjermingsfradraget.

Denne sammenligningen viser at investering i ulike spareprodukter kan gi forskjellig sluttverdi, og at sluttverdien avhenger av parameterens verdier. Forskjellene i parameterens verdier er ut i fra modellens oppbygning enten drevet av modellens første ledd, kostnader og avkastning, eller modellens andre ledd som er skattlegging. Ettersom at avkastningen, r , er lik for alle produktene taler dette for at forskjeller er drevet av ulike kostnader og/eller ulik skattlegging. I neste kapittel vil vi fastsette parameterverdier, som gjør det enklere å direkte peke på disse ulikhetene.

6. Parameterens verdier

I forrige kapittel utarbeidet vi modeller for de langsiktige spareproduktene. Hensikten er å kunne fastsette sluttverdien til spareproduktene gjennom innsetting av estimerte verdier for modellens parametere. Vi vil derfor i dette kapitlet gå gjennom hver parameterne og redegjør for hvordan vi har fastsatt verdiene.

Tabell 2 viser de estimerte verdiene for parameterne som brukes i modelleringen av spareproduktene. I tillegg til parameterne som brukes i modellen, vil *tabell 2* også inneholde estimering av standardavvik for globale aksjefond og aksjefond i EØS. Disse estimerte parameterne vil senere bli brukt som et måltall for sparekriteriet risiko ved Monte Carlo simulering.

Tabell 2 Estimerte parameterverdier

Parameter	Forklaring	Referanseverdi
<i>Avkastning:</i>		
n	Antall investeringsår	30
Y	Investeringsbeløp	100 000 kr
r	Avkastning	5%
<i>Risiko:</i>		
σ_G	Standardavvik global	15,78%
σ_E	Standardavvik EØS	21%
<i>Skatt:</i>		
o	Oppjusteringsfaktor	1,24
skj	Skjermingsfradrag	Se avsnitt 6.3
t_a	Skatt på aksjegevinst og utbytte	29,76%
t_r	Skatt på renteinntekt	24%
<i>Kostnader:</i>		
g_{af}	Gebyr aksjefond	0,29%
g_{fk}	Gebyr fondskonto	0,45%
g_{as}	Gebyr aksjesparekonto	0,28%
$f_{101\%}$	Forsikringspremie 101%	Se avsnitt 6.4
$f_{150\%}$	Forsikringspremie 150%	Se avsnitt 6.4
tg_{af}	Tegningsgebyr aksjefond	1,04%
tg_{as}	Tegningsgebyr aksjesparekonto	0,85%
ig_{af}	Innløsningsgebyr aksjefond	0,32%
ig_{as}	Innløsningsgebyr aksjesparekonto	0,27%

6.1 Estimert avkastning

Aksjemarkedet er syklisk og det er derfor umulig å anslå en eksakt avkastning for fremtiden. Vi må derfor lage et markedssyn for å kunne si noe om hvordan vi forventer at avkastningen på aksjer skal utvikle seg i årene som kommer. Et slikt markedssyn baseres på historisk avkastning og formeninger eller teori om fremtiden. Vi baserer dermed først våre estimater på historisk data som viser hvordan gjennomsnittlig avkastning tidligere har utviklet seg over tid. For aksjefond og fondskonto er det hensiktsmessig å benytte den globale indeksen MSCI World i estimeringen av fremtidig avkastning, og for aksjesparekonto brukes MSCI Europe samt OSEBX. Da vi baserer vår fremtidige avkastning på historisk data er dette ingen garanti for fremtidig avkastning, dette fordi avkastningen kan følge en *Random Walk* prosess (Døskeland, 2014). Blant annet vil fremtidig avkastning være avhengig av fremtidige

makroøkonomiske faktorer som oljepris og internasjonale finansmarkeder, noe som ikke blir fanget opp gjennom historisk data.

Ved å hente ut daglig prisdatta fra programmet *Datastream* kan vi beregne årlig avkastning for flere år tilbake i tid, og dermed beregne hva det historiske geometriske årlige gjennomsnittet har vært for perioden. Ved bruk av geometrisk gjennomsnitt forutsetter vi at avkastning reinvesteres i det eksisterende investeringsobjektet og det er dermed et mer hensiktsmessig mål enn aritmetisk gjennomsnitt. Vi har valgt å se på gjennomsnittlig avkastning de siste 20 årene for å fange opp konjunktursykler samt oppturer og nedturer som en langsiktig sparer kan bli påvirket av. Våre beregninger viser et årlig geometrisk gjennomsnitt for avkastningen på den globale indeksen MSCI World på 5,32%.

I tillegg til avkastningen for globale aksjefond er det interessant å finne et estimat for avkastningen til aksjeinvesteringer begrenset til EØS for aksjesparekontoen. For aksjefond investert på det norske aksjemarkedet brukes hovedindeksen for Oslo Børs. Estimeringen av avkastningen for norske aksjer på Oslo Børs, over 20 år, gir oss en årlig gjennomsnittlig avkastning på 8,62%. For aksjer investert innenfor Europa, brukes MSCI Europe. Ved å regne ut det geometriske årlige gjennomsnittet for de siste 20 årene for MSCI Europe, finner vi en avkastning på 5,16%.

“*The Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook*” er en årlig rapport som analyserer og gir innsikt i globale temaer og trender. Rapporten for 2017 ble publisert i februar, og viser geometrisk gjennomsnitt for inflasjonsjustert aksjeavkastning for blant annet Norge, Europa og verden fra og med 1900. Norge har et gjennomsnitt på 4,3%, Europa ligger rett under Norge på 4,2% mens verden har et noe høyere gjennomsnitt på 5,1% (Dimson, et.al., 2017). Fra 2016-rapporten anslår forfatterne en reell aksjeavkastning på mellom 4% til 6% årlig for det neste tiåret. De peker likevel på høy usikkerhet rundt fremtiden, dette er begrunnet i digitalisering og ny teknologi som vil endre hvordan vi arbeider og skaper verdi (Dimson, Marshal & Staunton, 2016).

Til tross for at vi finner en høy historisk årlig avkastning for det norske aksjemarkedet på hele 8,65% for de siste 20 årene, vil ikke dette nødvendigvis være et godt estimat for den fremtidige avkastningen man kan forvente. Den sterke økonomiske veksten vi har sett i Norge har i stor grad vært drevet av naturressurser og eksport av olje og gass, noe som gjenspeiles i

den betydelig lavere gjennomsnittlige aksjeavkastningen når man ser på utviklingen over 117 år. Dette gjør fremtidig aksjeavkastning usikker da det kan se ut til at den norske økonomien vil bli drevet av andre faktorer i fremtiden enn det som har vært driveren de siste 20 årene. I tillegg er Norge en liten åpen økonomi, og blir av den grunn i stor grad påvirket av den generelle utviklingen i verden. Dette taler for at den fremtidige årlige aksjeavkastningen på det norske markedet vil ligge betydelig lavere enn gjennomsnittet vi finner for de siste 20 årene. Det er også grunnlag for å tro at avkastningen i Europa og Norge kan endre seg fra historisk nivå på grunn av eksempelvis høy gjeldsvekst i Europa og en større andel av eldre i befolkningen.

Med utgangspunkt i vurderingen over og antakelser om at investor vil ønske å diversifisere porteføljen sin i størst mulig grad, altså velge aksjefond i hele EØS og ikke bare Norge for aksjesparekonto, antar vi en avkastning for alle de tre spareproduktene på 5% videre i oppgaven. Denne antatte avkastningen er i stor grad bygget på usikkerheten rundt utviklingen av avkastning både globalt og for EØS-området, og mangel på sikker informasjon om fremtiden. Vi ser det heller ikke som hensiktsmessig å sette forskjellig avkastning på produktene da denne forskjellen ikke nødvendigvis vil være reell for fremtiden.

6.2 Estimert standardavvik

Standardavviket måler avvik fra den gjennomsnittlige avkastningen, og brukes som et mål på risiko. Historisk sett har det globale aksjemarkedet hatt et lavere standardavvik enn Oslo Børs (Oslo finans, u.d). Dette indikerer at det globale aksjemarkedet har en lavere risiko enn det Norske markedet. Vi bruker dermed standardavviket som en faktor til å skille de tre spareproduktene fra hverandre da avkastningen er satt på et likt nivå. Det er likevel verdt å merke seg at standardavviket over tid er ustabil, og dermed vil ikke historisk standardavvik nødvendigvis gi et riktig bilde av fremtidig risiko.

Våre beregninger, med utgangspunkt i daglig kursutvikling de siste 20 årene, viser at den globale indeksen MSCI World har et annualisert historisk standardavvik på 15,78%. Mens beregningene for Oslo Børs, med utgangspunkt i daglig kursutvikling for hovedindeksen OSEBX over 20 år, viser et annualisert historisk standardavvik på 23,18%. For Europa finner

vi et historisk annualisert standardavvik på 20,75% for samme tidsperiode.

Standardavviket varierer med tidshorizonten, hvor lenger tidshorizont vil føre til et høyere standardavvik. For eksempel har norske aksjer et standardavvik på 26,8% når det beregnes over 117 år, aksjer begrenset til Europa har et standardavvik på 19,8% og verden har for samme tidshorizont et standardavvik på 17,4% (Dimson et.al, 2017). Siden vi i oppgaven har valgt en investeringshorizont på 30 år, vil en tidsperiode på 20 år være mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i for standardavviket. For aksjefond og fondskonto som tar utgangspunkt i en global portefølje, vil vi bruke et estimert standardavvik på 15,78%. Aksjesparekontoen derimot som begrenser seg til aksjer i EØS vil ha et høyere standardavvik enn den globale porteføljen, men likevel lavere enn det norske aksjemarkedet. Vi antar derfor et standardavvik på 21% for aksjesparekontoen.

6.3 Estimert skjermingsfradrag

Skjermingsrenten fastsettes med bakgrunn i renten på statskasseveksler og skattesatsen på alminnelig inntekt. For inntektsåret 2016 var det aritmetiske gjennomsnittet av rente på statskasseveksler med løpetid på 3 måneder 0,53 prosent. Denne nedjusteres med skattesatsen på alminnelig inntekt for 2016 på 25 prosent, og avrundes for å komme frem til skjermingsrenten på 0,4 prosent for inntektsåret 2016 (Skatteetaten, 2017).

Tabell 3, presentert under, viser utviklingen i skjermingsrenten fra 2006 til 2017 med en hypotetisk verdi for 2017. Statskassevekselen som er med på å utgjøre skjermingsrenten blir tillagt 0,5 prosentenheter for 2017⁴. Prosentenheten legges til for å delvis kunne kompensere for den økte beskatningen på aksjeinntekter, for å unngå store svingninger ved bruk av pengemarkedsrenten NIBOR⁵ som referansepunkt og for å komme nærmere NIBOR renten. Med bakgrunn i dette kan vi estimere en skjermingsrente for fremtiden som vi vil bruke i kalibrering og til simulering av modellene i analysen. Vi baserer oss på gjennomsnittet for de siste 12 årene, inklusiv hypotesen for 2017, og får et gjennomsnitt på 1,55% som vi vil bruke

⁴ $0,4\% + 0,5\% = 0,9\%$

⁵ NIBOR inneholder et risikoelement sammenlignet med renten på statskasseveksler. 0,5 prosentenheter tilsvarer omtrentlig den langsiktige differansen mellom NIBOR og renten på statskasseveksler (Finansdepartementet 2, 2016).

som skjermingsrente for vår tidsperiode på 30 år. En skjermingsrente på 1,55% anser vi som reelt da skjermingsrenten for 2016 er uttalt å være for lav og det er ønskelig at den i større grad skal reflektere risikofri avkastning.

Tabell 3 Utvikling skjermingsrente 2006-2017

År	Skjermingsrenten
2006	2,10%
2007	3,30%
2008	3,80%
2009	1,30%
2010	1,60%
2011	1,50%
2012	1,10%
2013	1,10%
2014	0,90%
2015	0,60%
2016	0,40%
2017	0,90%

Skjermingsfradraget som er brukt i kalibrering og simulering er etter våre beregninger på 158 634,57 kroner etter 30 år. Beregningene av skjermingsfradraget er presentert i *vedlegg 2*.

6.4 Estimerte kostnader

Kostnadene for de ulike spareproduktene varierer mellom tilbyderne. Ved å samle inn kostnadsdata for kostnadene til de ulike produktene finner vi at aksjefond har et litt lavere forvaltningsgebyr enn fondskonto. Forvaltningskostnadene for aksjefond er gjennomsnittlig på 0,29%, mens fondskonto er på 0,31%. I tillegg til forvaltningsgebyr har fondskonto et administrasjonsgebyr som varierer mellom 0% og 0,35% årlig. Vi velger å bruke gjennomsnittet blant tilbyderne som er på 0,14% for administrasjonsgebyr videre i oppgaven. Det fører til at de totale kostnadene for fondskonto blir på 0,45%⁶ årlig.

Fondskontoen har forsikringskostnad som også varierer mellom tilbyderne, men den ligger

⁶ 0,31% + 0,14% = 0,45%

generelt på et lavt nivå. Forsikringskostnaden øker med alderen til investor fordi risikoen for leverandørene øker med kundens alder. For dagens fondskonto med 101% forsikringselement er det ingen helsevurdering involvert i fastsettelsen av forsikringspremien, noe som sannsynligvis vil innføres ved et økt forsikringselement på 150%. Kostnadene ved et større forsikringselement vil dermed være høyere enn dagens nivå på grunn av forsikringens størrelse, kompleksitet og at tilbyderne må gjennomføre en helsevurdering. Vår estimering av forsikringskostnad på fondskonto med 150% forsikringselement er basert på samtaler med tre av dagens tilbydere av fondskonto⁷, og deres foreslåtte estimeringer. Grunnlaget og beregningene for estimeringen av kostnadene finnes i *vedlegg 3*.

Siden aksjesparekonto er et nytt produkt som ikke er på markedet enda må vi i stor grad basere oss på liknende spareprodukter og aktørenes framtidsutsikter for å kunne estimere kostnadene for dette produktet. Finansdepartementet har uttalt at tilbyderne av kontoen kan kreve dekning for kostnader ved bytting og innløsning, og flere av tilbyderne uttaler at forvaltningshonoraret vil bli på samme nivå som for andre aksjefond-produkter (Finansdepartementet 3, 2017). Aksjesparekontoens geografiske begrensning skiller seg fra både fondskonto og aksjefond, og hvor stor aksjeandel av sparebeholdningen som vil være i norske aksjer kontra aksjer innenfor EØS vil være forskjellig fra sparer til sparer. Dette fører til at det ikke blir korrekt å direkte fastslå like kostnader for aksjesparekonto som for aksjefond dersom majoriteten er norske aksjer. Derfor bruker vi gjennomsnittet av passivt forvaltede norske og europeiske aksjefond til å finne forvaltningsgebyr, tegningsgebyr og innløsningsgebyr for aksjesparekontoen. Vi antar at produktet kommer til å være konkurransutsatt og dermed at kostnadene tilhørende aksjesparekontoen vil være på et omtrentlig likt nivå som for dagens spareprodukter. I *tabell 4* under ønsker vi å gi en oppsummering og oversikt over de gjennomsnittlige kostnadene for de ulike spareproduktene som senere vil bli brukt i analysen.

⁷ Nordnet, Danica Pensjon og DnB

Tabell 4 Oversikt over kostnadene for spareproduktene

	Årlig forvaltningsgebyr	Årlig administrasjonsgebyr	Årlig forsikringskostnad	Tegningsgebyr	Innløsningsgebyr
Aksjefond	0,29%			1,04%	0,32%
Fondskonto per i dag	0,31%	0,14%	30 år: 0,0156% 40 år: 0,0165% 50 år: 0,0191%		
Fondskonto alternativ 1 & 2	0,31%	0,14%	30 år: 0,0156% 40 år: 0,0165% 50 år: 0,0191%		
Fondskonto 150% forsikring	0,31%	0,14%	30 år: 0,0260% 40 år: 0,0505% 50 år: 0,1268%		
Aksjesparekonto	0,28%			0,85%	0,27%

Del 3 - Analyse

Gjennom analysen ønsker vi å kartlegge hvilke konsekvenser de presenterte endringene av fondskonto og innføringen av aksjesparekonto vil kunne få for en aksjesparer. Vi vil først vurdere hvilket av de langsiktige spareproduktene som er mest gunstig å investere i for en sparer. For å kunne svare på dette vil vi i kapittel 7 basere oss på de fire sparekriteriene som er presentert i teorien. Vi vil gjennomgå hvert enkelt kriterium før vi til slutt sammenligner og rangerer spareproduktene i en matrise. Videre vil vi i kapittel 8 diskutere endringene av spareproduktene samt overgangsordningen til aksjesparekonto, og hvordan dette vil kunne påvirke sparerer. Til slutt vil vi runde av oppgaven med å diskutere om det forventes at endringene vil føre til at flere sparer i aksjemarkedet.

7. Hvilket av spareproduktene kommer best ut i forhold til “sparekriteriene”?

Sparekriteriene som vurderes i denne oppgaven er forventet avkastning, risiko, likviditet og vanskelighetsgrad (Døskeland, 2014). For å kunne sammenligne og kartlegge hvilket av spareproduktene som gir flest fordeler for investor, er det hensiktsmessig at analysen bygger på flere kriterier enn bare eksempelvis avkastning. Det er viktig å bemerke at sparekriteriene som brukes i oppgaven vil variere med subjektive forskjeller hos sparerer, og vil derfor ikke fungere som en universell anbefaling. Dette kan for eksempel være risiko, hvor individers risikoaversjon varierer, og dermed vil ikke opplevd risiko være lik hos alle. Et annet eksempel er opplevd vanskelighetsgrad som vil være påvirket av individets kunnskapsnivå. Dermed vil de ulike sparekriteriene ha ulik vektning for forskjellige investorer.

Vi vil nå diskutere hvert av de ulike sparekriteriene i forhold til de ulike spareproduktene, før vi til slutt oppsummerer funnene og presenterer rangeringen av produktene i en matrise. Dette vil gjøre det lett å se produktene opp mot hverandre, og dermed bestemme hvilket som etter vår mening er det mest gunstige spareproduktet. Vi vil først diskutere netto avkastning på grunnlag av funn fra kalibrering av de presenterte modellene. Deretter vil vi vurdere risiko

ved bruk av Monte Carlo simulering. Til slutt vil vi diskutere likviditet og vanskelighetsgrad basert på faktorer som modellen og simuleringen ikke fanger opp. Modellene kalibreres ved å sette inn tallverdier for de ulike parameterne. For å kalibrere modellene lager vi en kalibreringsprofil. Vi tar utgangspunkt i en aksjesparer på 30 år som investerer 100.000 kroner i spareproduktene, og lar disse stå uberørt i 30 år.

7.1 Avkastning

Ett av de viktigste kriteriene for de fleste investorer er avkastning og hvilken sluttverdi en sitter igjen med etter endt tidshorisont. Avkastningen en sparer kan få ved ulike investeringsvalg er interessant, men da en del av avkastningen spises opp av kostnader og skatt velger vi å se på hva sluttverdien vil bli etter endt sparehorisont. For å finne ut hvilket av spareproduktene som har den høyeste sluttverdien etter den fastsatte investeringsperioden, vil vi først kalibrere modellene som ble presentert i avsnitt 5.3 med de estimerte parameterverdiene som ble fastsatt i kapittel 6. Vi forutsetter her at volatiliteten til spareproduktene er lik mellom alternativene.

7.1.1 Resultat fra kalibreringen

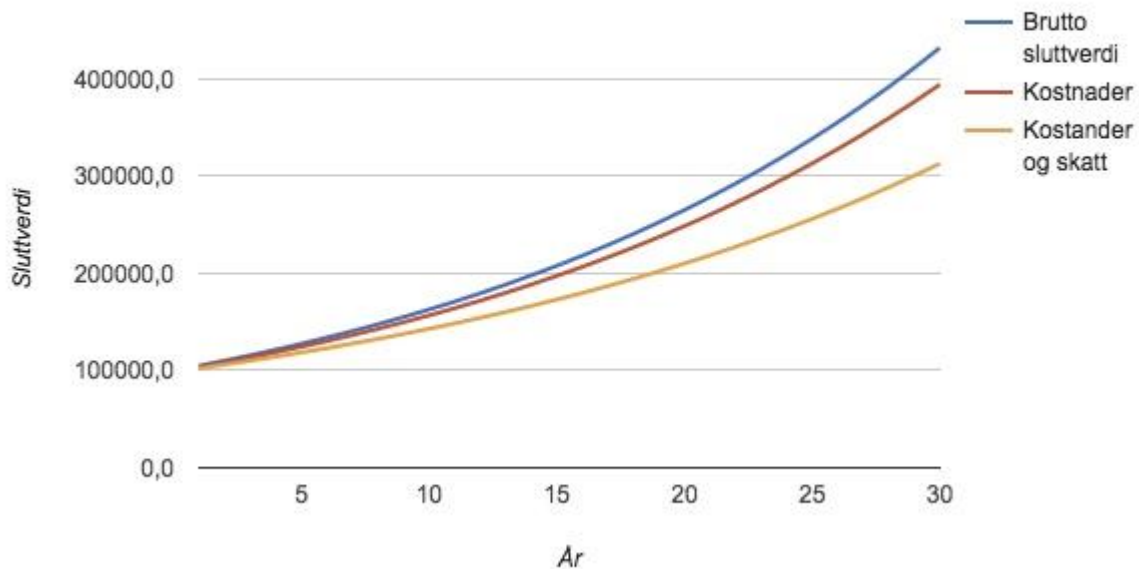
Figur 9 Kalibrering av modellene

Aksjefond: $100000 \cdot (1 - 0,0104) \cdot (1 - 0,0032) \cdot (1 + 0,05 - 0,0029)^{30} - (0,24 \cdot 1,24) \cdot (100000 \cdot (1 + 0,05)^{30} - 158635) = 310\ 974$
Fondskonto per i dag: $første\ 10\ år: 100000 \cdot (1 + 0,05 - 0,004656)^{10} = 155\ 809$ $20\ år: 155809 \cdot (1 + 0,05 - 0,004665)^{10} = 242\ 743$ $242743 \cdot (1 + 0,05 - 0,004691)^{10} - 0,24 \cdot (100000 \cdot (1 + 0,05)^{30} - 100000) = 298\ 362$
Fondskonto alternativ 1: $første\ 10\ år: 100000 \cdot (1 + 0,05 - 0,004656)^{10} = 155\ 809$ $20\ år: 155809 \cdot (1 + 0,05 - 0,004665)^{10} = 242\ 743$ $242743 \cdot (1 + 0,05 - 0,004691)^{10} - (0,24 \cdot 1,24) \cdot (100000 \cdot (1 + 0,05)^{30} - 158635) = 296\ 677$
Fondskonto alternativ 2: $første\ 10\ år: 100000 \cdot (1 + 0,05 - 0,004656)^{10} = 155\ 809$ $20\ år: 155809 \cdot (1 + 0,05 - 0,004665)^{10} = 242\ 743$ $242743 \cdot (1 + 0,05 - 0,004691)^{10} - (0,24 \cdot 1,24) \cdot (100000 \cdot (1 + 0,05)^{30} - 100000) = 279\ 228$
Fondskonto 150% forsikringsselement: $første\ 10\ år: 100000 \cdot (1 + 0,05 - 0,00476)^{10} = 155\ 654$ $20\ år: 155654 \cdot (1 + 0,05 - 0,005005)^{10} = 241\ 714$ $241714 \cdot (1 + 0,05 - 0,005768)^{10} - 0,24 \cdot (100000 \cdot (1 + 0,05)^{30} - 100000) = 292\ 898$
Aksjesparekonto: $100000 \cdot (1 - 0,0085) \cdot (1 - 0,0027) \cdot (1 + 0,05 - 0,0028)^{30} - (0,24 \cdot 1,24) \cdot (100000 \cdot (1 + 0,05)^{30} - 158635) = 313\ 053$

Figur 9 over presenterer kalibrering og netto sluttverdi for alle de ulike spareproduktene. Vi finner at *aksjesparekonto* har en sluttverdi på 313 053 kroner, og er det spareproduktet som gir høyest sluttverdi etter 30 år. Ved investering i *aksjefond* og *aksjesparekonto* vil en del av avkastningen være skattefri på grunn av skjermingsfradraget, og det fører til at disse spareproduktene fremstår som gunstige. *Aksjefond* kommer dermed på en sterk andreplass med en forventet sluttverdi på 310 974 kroner. *Fondskonto alternativ 2* er ikke overraskende det spareproduktet som kommer dårligst ut gjennom vår kalibrering, med en sluttverdi på 279 228 kroner. Dette produktet er tilfellet med forsikringsselement under 150% og har en skattesats som blir oppjustert, men uten rett på skjermingsfradrag. Sammenlignet med *fondskonto alternativ 1*, som er helt lik alternativ 2 sett bort fra skjermingsfradraget, finner vi en høyere sluttverdi for alternativ 1 på 296 677 kroner. Det vil si at skjermingsfradraget på fondskonto etter de foreslåtte endringene utgjør en forskjell for sluttverdien på 17 449 kroner

etter 30 år.

Figur 10 Kostnader og skatt for aksjesparekonto



Figur 10 viser kostnader og skatt en investor betaler over en investeringshorisont på 30 år dersom man velger å investere i en aksjesparekonto. Den vannrette aksen viser antall år, mens den loddrette aksen viser sluttverdi i kroner. Den blå linjen viser hva en investor brutto kan forvente i sluttverdi over investeringshorisonten. Figuren synliggjør hvor mye av avkastningen som spises opp av kostnader og skatt. Den røde linjen viser sluttverdien etter at kostnadene er trukket fra, mens den gule linjen viser sluttverdien etter at både kostnader og skatt er trukket fra brutto sluttverdi. Fra grafen ser vi at skatt reduserer sluttverdien i større grad enn det kostnadene gjør. Til tross for at aksjesparekonto er det produktet som får den høyeste netto sluttverdien av spareproduktene, ser vi av figuren over at kostnader og skatt spiser opp over 100 000 kroner av gevinsten. Dette utgjør en prosentandel på hele 28% av brutto sluttverdi som forsvinner til kostnader og skatt dersom man sitter med investeringen i 30 år.

Som vist over er forskjellene i sluttverdi mellom de ulike spareproduktene drevet av forskjeller i kostnadsstrukturer for produktene. Gjennom kalibrering finner vi at de totale kostnadene i kroner etter 30 år varierer noe mellom spareproduktene, presentert i tabell 5 under.

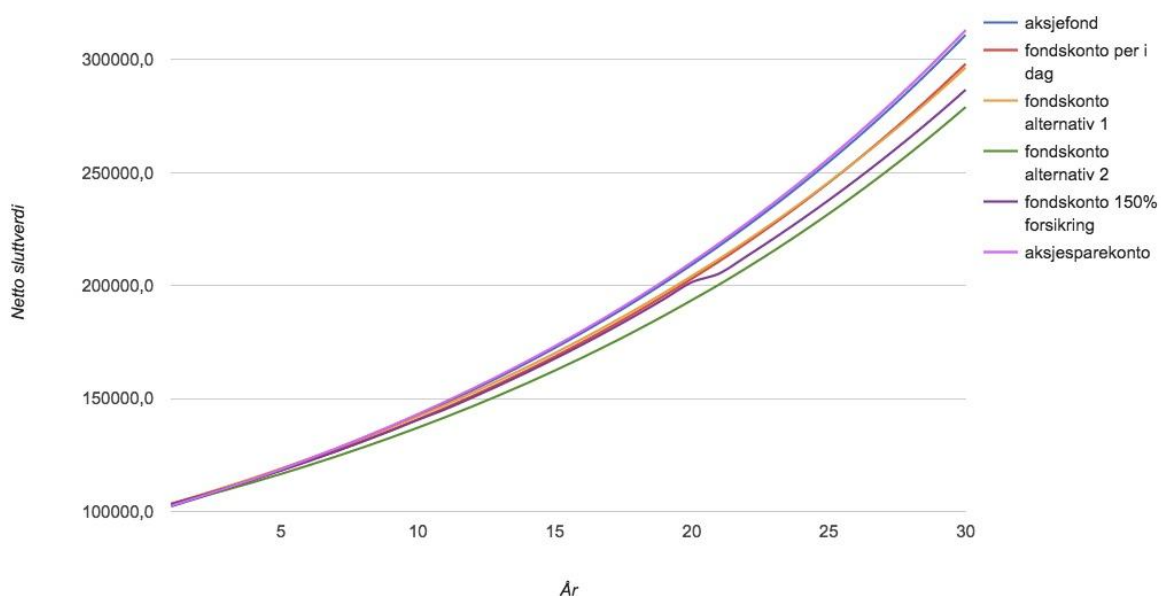
Tabell 5 Totale kostnader og kostnad i prosent for spareproduktene

Spareprodukt	Totale kostnader	Kostnad i prosent
Aksjefond	39 809 kroner	9,20 %
Fondskonto per i dag	54 105 kroner	12,52 %
Fondskonto alternativ 1	54 105 kroner	12,52 %
Fondskonto alternativ 2	54 105 kroner	12,52 %
Fondskonto 150% forsikring	59 569 kroner	13,78 %
Aksjesparekonto	37 730 kroner	8,73 %

I tabell 5 over ser vi at *fondskonto med 150% forsikring* skiller seg ut med de høyeste totale kostnadene på 59 569 kroner, noe som utgjør en kostnadsandel på 13,78% av brutto sluttverdi etter 30 år. Grunnen til dette er at det høye forsikringselementet i produktet drar opp forsikringspremien kunden må betale. Resten av alternativene for fondskonto har samme kostnader og en kostnadsandel på 12,52%. *Aksjesparekonto* har de laveste totale kostnadene på 37 730 kroner, og en kostnadsandel på 8,73%. På grunn av litt høyere forvaltningskostnad samt tegnings- og innløsningsgebyr kommer *aksjefond* dermed litt dårligere ut med en kostnadsandel på 9,20%. Forskjellene i totale kostnader mellom de ulike produktene gir samme rangering som sluttverdien viser, og det gir en indikator på at kostnadsstrukturen til produktene er en viktig faktor for sluttverdien etter endt investeringshorisont. For de ulike fondskontoene som har samme kostnader derimot vil forskjellene i netto sluttverdi kun være drevet av ulik skattlegging av alternativene.

Figur 11 under viser netto sluttverdi for hvert av spareproduktene med en investeringshorisont på opptil 30 år og investering på 100 000 kroner. Den horisontale akse viser antall investeringsår og dermed investeringshorisonten, mens den loddrette akse viser netto sluttverdi i kroner. De gradvis økende forsikringskostnadene til fondskontoen som øker med investors alder blir fanget opp i fremstillingen under.

Figur 11 Sammenligning av spareproduktene



Av figuren over ser vi at *fondskonto alternativ 2* kommer dårligst ut i alle perioder. Grunnen til dette er at man fjerner skattefordelen som en tidligere har hatt, samtidig som at produktet ikke har fordelene med skjermingsfradrag som de andre produktene med samme skattlegging vil ha. Dette viser også hvor stor positiv innvirkning skjermingsfradraget har på spareproduktene da alt annet er likt mellom *fondskonto alternativ 1* og *fondskonto alternativ 2*. *Aksjesparekonto* og *aksjefond* ligger nokså likt alle årene, men vi ser at aksjesparekonto hele tiden ligger marginalt over aksjefond og kommer også etter en investeringshorisont på 30 år ut med den høyeste sluttverdien. Siden aksjefond og aksjesparekonto skattlegges på tilsvarende måte er det forskjellen i kostnader som er avgjørende for hvilket av produktene som kommer best ut.

For en investeringshorisont på opptil 20 år ser vi at forskjellene mellom *dagens fondskonto*, *fondskonto alternativ 1* og *fondskonto med 150% forsikring* er små. Forskjellen mellom den høyeste og laveste sluttverdiene blant disse produktene er på under 1000 kroner for denne investeringshorisonten. For en horisont på 30 år derimot ser vi at ulikhetene blir større. Siden *fondskonto med 150% forsikring* tilsvarer et høyere forsikringselement enn de andre fondskontoene, er forsikringspremien også høyere. Da forsikringspremien øker med investors alder kan skiftet i linjen for fondskonto med 150% forsikring forklares gjennom økt forsikringspremie. Til tross for at denne kontoen har en skattefordel fordi den defineres som kapitalforsikring, finner vi at *fondskonto med 150% forsikring* kommer dårligere ut enn

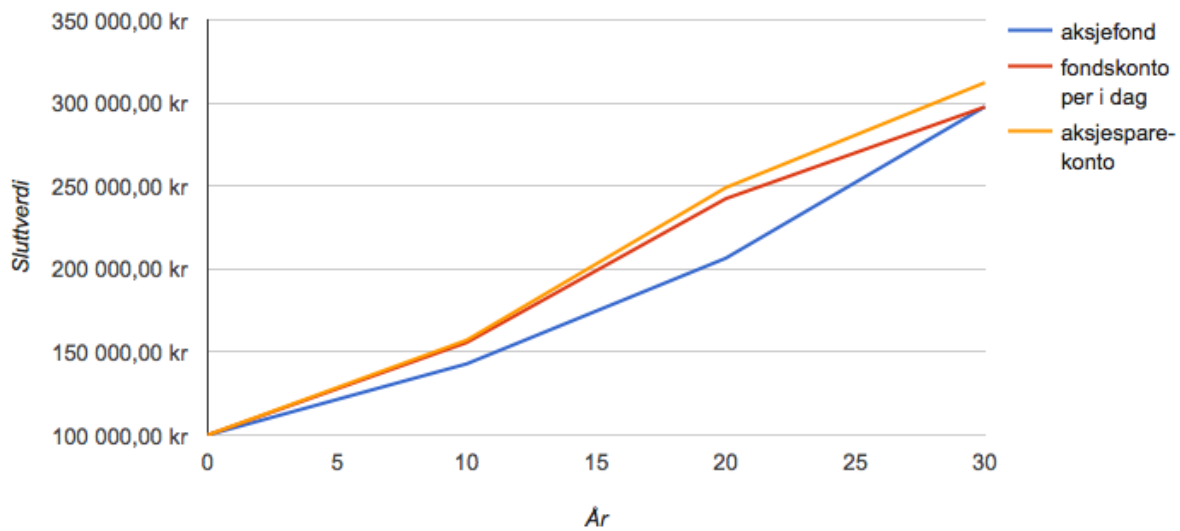
dagens fondskonto og *fondskonto alternativ 1*. Dette taler for at skattefordelen til fondskonto med 150% forsikring spises opp av den høye forsikringspremien når alderen på investor øker. Med en investeringshorisont på 30 år ser vi at *fondskonto per i dag* kommer best ut i forhold til de andre fondskonto-alternativene. Den viktigste årsaken til dette er skattefordelen, fordi dagens fondskonto ikke har oppjusteringsfaktor, samtidig som produktet har et lavt forsikringselement og derfor også lave kostnader.

Basert på kalibreringen ser vi at *Aksjesparekontoen* kommer best ut med høyest sluttverdi etter 30 år. Det er likevel viktig å påpeke at det ikke er spesielt store forskjeller mellom sluttverdiene til produktene. *Fondskonto alternativ 2* fremkommer som den klare taperen blant spareproduktene. Dette tilsier at spareprodukter med skjermingsfradrag er mest gunstig for sparerer. Lave kostnader er den viktigste driveren for høy sluttverdi. Dette er naturlig da de fleste kostnadene trekkes årlig sett i forhold til skatt som betales kun ved realisasjon. Realisasjonen av skatt vil i dette eksempelet først forekomme når andelene selges etter 30 år. Sluttverdien påvirkes også av antall bytter og vi ønsker derfor å vurdere denne faktoren i delkapittelet under.

7.1.2 Bytting mellom fond

Bytting mellom ulike aksjefond innebærer kostnader, samt for direkte sparing i aksjefond realisasjon av gevinst, og vil dermed påvirke netto avkastning. Bytting kan være gunstig i tilfeller hvor en ønsker å endre på investeringens geografiske område eller valg av bransje, eller dersom sparemålet endrer seg, men en må være oppmerksom på at slik bytting har en kostnad. For fondskonto og aksjesparekonto må en ikke realisere gevinst ved bytte, og det utløses dermed ikke skatt. Ved direkte investering i aksjefond derimot vil hvert bytte anses som en avslutning av investeringen og skatt utløses. Utløsning av skatt på gevinst ved investering i aksjefond kan dermed føre til at investorer unngår å bytte fond for å unngå beskatning. *Figur 12* under viser hvordan to bytter etter 10 og 20 år påvirker sluttverdien til de tre spareproduktene. Vi ser her på bytter av aksjefondsandeler innad hos samme leverandør, og har valgt å avgrense til fondskonto per i dag av fondskonto-alternativene for å sammenligne de ulike spareproduktene. Vi forutsetter videre at avkastningsnivået på 5% ikke endrer seg.

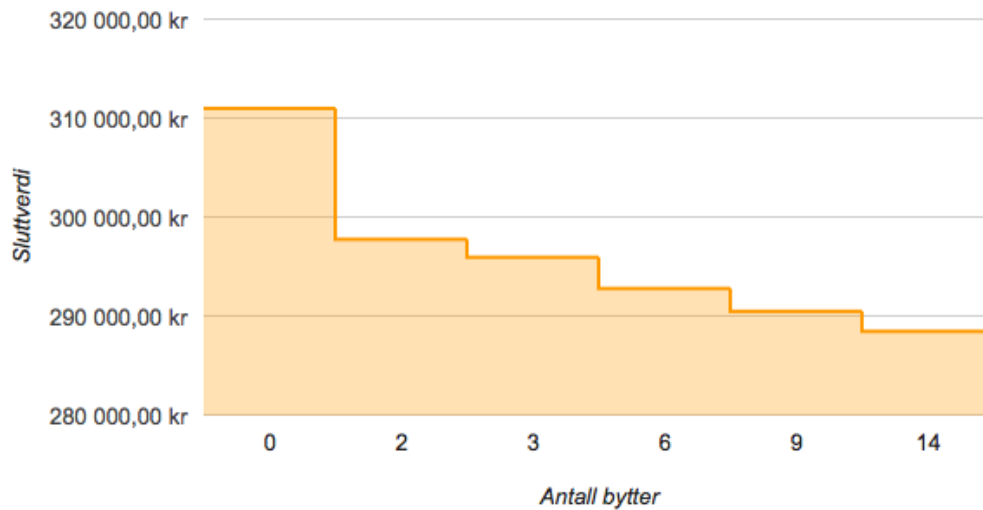
Figur 12 Sluttverdi ved bytte



Vi ser fra figuren over at aksjefond kommer jevnt dårligst ut med en lavere sluttverdi over spareperioden, men at produktet møtes av fondskontoen etter 30 år på grunn av fondskontoens økende kostnader. Aksjesparekonto kommer best ut på grunn av lavere kostnader og fordi det ikke er noen skattekonsekvens ved bytte. Kurtasjekostnader vil forekomme ved kjøp og salg på børs for alle de tre spareproduktene. Denne kostnaden ligger på 0,05% hos flertallet av leverandørene både for aksjefond og fondskonto, og vi bruker dermed også denne satsen på aksjesparekontoen. *Spread* på valuta kan også være en kostnad dersom en kjøper fond i en fremmed valuta og pengene veksles, da tjener leverandøren på valutakursen. Dette er et gebyr som forekommer ved kjøp og salg kun for utenlandske transaksjoner og kan dermed unngås dersom en kun sparer i norske verdipapirer. Vi har ikke tatt høyde for denne kostnaden i grafen.

For å undersøke hvor mye en taper ved å bytte fondsandeler når en sparer i aksjefond har vi regnet ut sluttverdi etter ulikt antall bytter, dette er illustrert i *figur 13* under. Byttene gjøres med jevnt mellomrom innad hos samme leverandør. Det er tydelig at det ikke lønner seg for et aksjefond å bytte fondsandeler så lenge avkastningen ikke øker, dette fordi en realiserer skatt ved hvert bytte og får ikke renters-rente effekt. Bare ved to bytter faller sluttverdien over 13 000 kroner i forhold til sluttverdi uten bytte, denne faller videre jo flere bytter en utfører.

Figur 13 Aksjefonds sluttverdi ved 0-14 bytter



En av årsakene til at investorer bytter aksjefond kan forklares med atferdsteorien “overconfidence”. Overconfidence vil si at en overestimerer egne ferdigheter i oppgaver som krever dyktighet (Døskeland, 2014). Dersom en investor jakter etter den “ekstra avkastningen” og tror at egne estimat er svært presise kan det føre til for mange bytter i forhold til hva som anses som fornuftig. Dette kan ofte føre til at de som handler mest gjør det dårligere enn de som handler mindre da transaksjonskostnadene og sannsynligheten for å ta dårligere aksjevalg øker (Døskeland, 2014). Bytting kan dermed gjøre skade på den langsiktige avkastningen både på grunn av skattekonsekvensen ved salg av verdipapirer og på grunn av kostnadene samt usikkerheten ved bytte. Skattekonsekvensen av å bytte må dermed veies opp mot den ukjente eventuelle fordelene med hvert enkelt bytte. Per i dag vil det dermed lønne seg å ha fondskonto dersom en sparer ønsker å bytte fond og leverandører ofte, da en kan bytte uten kostnad. Etter endringene og innføringen av det nye spareproduktet er det usikkert om det vil lønne seg å ha fondskonto eller aksjesparekonto sett i et helhetlig perspektiv.

På bakgrunn av både sluttverdi og kostnader ved bytting av fond i spareperioden ser vi at aksjesparekonto kommer best ut både i forhold til sluttverdi etter en investering på 30 år, samt lavest kostnader ved bytte av fond innenfor spareperioden. Fondskonto alternativ 2 har den laveste sluttverdien etter 30 år, og dermed kommer produktet dårligst ut i forhold til avkastning. Aksjefond har en høy sluttverdi etter 30 år, men vi finner at produktet har svært

høye kostnader når det kommer til bytting og dette er med på å gjøre produktet mindre fordelaktig for investorer som ønsker å tilpasse seg endringer i markedet. Fondskonto med 150% forsikringselement vil også komme dårlig ut i forhold til avkastning på grunn av de økende forsikringskostnadene som gjør at sluttverdien etter 30 år blir redusert.

7.2 Risiko

Vi vurderer risiko gjennom standardavvik og nedsiderisiko ved bruk av Monte Carlo simulering, samt ved diskusjon av spareproduktenes ulike elementer. Estimeringene av standardavvik for det globale aksjemarkedet viser et historisk gjennomsnittlig standardavvik på 15,78%, mens standardavviket for EØS ligger på 21%. Dette antyder at svingningene i EØS er større enn svingningene globalt, og derav at det er en høyere risiko ved å investere i EØS enn i det globale aksjemarkedet. Aksjefond og fondskonto åpner for diversifisering i hele verden noe som fører til at disse kontoene inneholde en lavere usystematisk risiko enn ved investering i aksjesparekonto som er begrenset til kun aksjemarkedet i EØS.

Vi bruker Monte Carlo simulering til å se på nedsiderisiko som vi kaller sannsynlighet for tap. Med tap mener vi et sluttbeløp ved endt sparehorisont under investert beløp, altså sluttbeløp under 100 000 kroner. Ved Monte Carlo simulering tar vi med risiko i form av standardavvik som faktor og vi simulerer sluttverdien 10 000 ganger. Dette fører til at avkastningen endrer seg rundt avkastningsmålet på 5%, og at sluttverdiene vil variere ved alle de 10 000 iterasjonene. Siden vi genererer tilfeldige variabler vil valgt standardavvik påvirke avkastningen, og vi får flere ekstreme tap og gevinster jo større standardavviket blir. Metodisk forklaring av hva vi gjør under Monte Carlo simuleringen finnes i *vedlegg 4*.

Tabell 6 under viser sannsynligheten for tap for de ulike spareproduktene basert på Monte Carlo simuleringen. *Aksjefond* har lavest sannsynlighet for tap på 7%, mens *fondskonto alternativ 1* har nest lavest sannsynlighet for tap på 8%. Sett i forhold til *fondskonto alternativ 2* som har en sannsynlighet for tap på 14% ser vi at skjermingsfradraget har stor påvirkning på hvor lave sluttverdier en sparer kan få. Setter vi *aksjefond* og *aksjesparekonto* opp mot hverandre da begge spareproduktene har relativt lik kostnadsstruktur, beskatning og skjerming, ser vi at det er standardavviket til *aksjesparekontoen* som fører til flere

ekstremverdier og større risiko for tap på 19%. *Fondskonto med 150% forsikring* derimot har 14% risiko for tap på grunn av produktets høyere årlige kostnader sett mot de andre fondskonto-produktene.

Tabell 6 Sannsynlighet for tap

Spareprodukt	Sannsynlighet for tap
Aksjefond	7%
Fondskonto per i dag	14%
Fondskonto alternativ 1	8%
Fondskonto alternativ 2	14%
Fondskonto 150% forsikring	14%
Aksjesparekonto	19%

Persentiler kan også brukes som et mål på forventet sluttbeløp og dermed risiko. Persentilene i *tabell 7* under forteller noe om hvilke verdier vi kan forvente i de ulike produktene. 20% persentilen sier dermed at det er 80% sannsynlighet for å få et sluttbeløp på mer enn 137 693 kroner for *aksjefond*. Det er produktene som har skjermingsfradrag og lavest standardavvik som kommer best ut på 20% persentilen. 80% persentilen ser på den andre siden at det er 20% sannsynlig å få et beløp som overstiger verdiene vist til høyre i tabellen, altså hvilket spareprodukt som mest sannsynlig for de høyeste sluttverdiene. Vi ser at det er *Aksjefond* som kommer best ut med høyest “sannsynlig” beløp for både 20% og 80% persentilen. Grunnen til dette er konkurranseutsatte kostnader og skjermingsfradrag som skaper muligheter for høyere sluttverdi. *Fondskonto alternativ 2* kommer dårligst ut ved begge persentilene.

Tabell 7 Persentiler

Spareprodukt	20% Persentil	80% Persentil
Aksjefond	137 693	426 423
Fondskonto per i dag	117 442	417 650
Fondskonto alternativ 1	133 427	401 067
Fondskonto alternativ 2	114 635	365 332
Fondskonto 150% forsikring	114 879	416 213
Aksjesparekonto	100 221	418 262

Sett bort i fra risikomålene vil innføringen av aksjesparekonto også kunne føre til at småsparere tar høyere risiko enn tidligere. Dette er fordi aksjesparekontoen krever en aksjeandel på minimum 80%, og sparere som velger dette spareproduktet vil dermed måtte tåle risikoen den høye aksjeeksponering innebærer, sett mot andre spareprodukter som åpner

for bredere allokering av investert beløp. Spesielt er dette en ulempe for eldre investorer som i teorien burde ta mindre risiko enn unge investorer, men vil gjennom en aksjesparekonto måtte holde en høy aksjeandel. Aksjesparekonto tillater også kun børsnoterte aksjer, egenkapitalbevis og aksjefond som er risikofylt aktiva. Aksjesparekontoen som produkt kan også bestå av kun enkeltaksjer, og dette kan føre til økt risiko da risikoen ikke blir spredt i like stor grad ved investering i enkeltaksjer sett mot investering i fond. Til tross for at vi i denne oppgaven har begrenset oss til aksjer, er det en betydelig fordel at fondskonto åpner for en bredere allokering, spesielt for en eldre investor.

Fondskontoen med et forsikringselement på 150% kan være en større trygghet for sparereren og minimere risikoen for at fremtidens sparebeløp skal gå til spille ved uforutsette livshendelser. Aksjesparekontoen og aksjefond har ikke denne tryggheten, men isteden en annen trygghet i form av at alt som investeres i spareproduktet er eid direkte av sparereren. En er dermed ikke utsatt for konkurrisiko hos leverandøren, slik man er ved investering i fondskonto. Risikoaspektet ved fondskonto kan dermed bli større fordi selskaps- og markedsrisikoen som uansett er tilstede kommer i tillegg til risikoen knyttet til selskapet som tilbyr produktet (Bergo 2, 2016).

Det høye standardavviket for aksjesparekonto, samt kravet om høy aksjeandel, taler for at dette produktet er det mest risikable produktet sett i forhold til de andre. Til tross for at de resterende produktene har samme standardavvik, kan likevel fondskonto med 150% forsikring anses som et mindre risikabelt produkt på grunn av det høye forsikringselementet. Aksjefond og fondskonto alternativ 1 har lavest sannsynlighet for tap, men likevel vil alle fondskontoene bære en konkurrisiko for leverandøren. Med bakgrunn i dette skiller aksjefond seg positivt fra de andre produktene med en antatt lavere risiko.

7.3 Likviditet

Aksjemarkedet som helhet ses på som en nokså likvid plassering i “normale” perioder, og det tar normalt 2-7 virkedager å få ut sparebeholdningen ved realisering av aksjene. Den høye likviditeten kan forklares gjennom de gode mulighetene for kjøp og salg av aksjer, blant annet på grunn av internett. I tillegg sikrer lovkravene til verdipapirfond at fondsforvaltere

investerer i verdipapirer som er omsatt i regulerte markeder, noe som er med på å holde likviditetsrisikoen så lav som mulig (Altomfond 3, u.d.). Likevel vil man under finansielle kriser kunne oppleve fall i likviditeten på aksjeinvesteringer. Dersom man har mulighet til å diversifisere porteføljen bredt vil man være mindre sårbar for usikkerheten ved fall i likviditet innad i enkelte markeder.

Aksjesparekontoens geografiske investeringsbegrensning fører til at man i litt mindre grad er i stand til å påvirke likviditeten i form av diversifisering sett i forhold til de andre spareproduktene hvor man har mulighet til å investere globalt. Til tross for at aksjesparekonto i vår analyse har en høyere estimert avkastning, er det viktig å merke seg at det ofte er større konjunktursvingninger på mindre markeder enn globalt. Det taler for at man lettere kan komme i situasjoner hvor det er vanskelig å få solgt aksjer isolert sett på det norske eller europeiske markedet til den samme kursen som aksjen ble anskaffet til. Samtidig vil aksjesparekontoen inneholde en stor andel av børsnoterte aksjer og disse stilles det et visst likviditetskrav til da det kreves en viss omsetning for å bli børsnotert.

Aksjesparekonto er det eneste av spareproduktene i vår analyse som er begrenset til bestemte markeder, og vil dermed komme noe dårligere ut i forhold til likviditet sett i forhold til de andre produktene. Det er likevel viktig å påpeke at forskjellene i likviditetsrisiko mellom de ulike spareproduktene vurdert i oppgaven er minimale, da vi for alle ser på investeringer i aksjefond. Samtidig er det slik at likviditet ikke spiller en like avgjørende rolle for en privat investor som har som formål å sitte med investeringen over en lang periode, da man kan unngå å selge aksjer i perioder preget av nedgang.

7.4 Vanskelighetsgrad

Sparing i aksjefond har i sin natur en høyere vanskelighetsgrad og er mer komplisert enn sparing på en bankkonto. Innenfor de ulike spareproduktene er det forskjeller knyttet til hvor komplekse produktene er og hvordan de er strukturert. Kunden har i dagens marked i stor grad eget ansvar for å tilegne seg kunnskap om ulike spareprodukter på leverandørens hjemmesider. Dette kan føre til at vanskelighetsgraden i sparemarkedet øker, spesielt fordi flere av investeringsalternativene er pakket inn på en lite informativ og uoversiktlig måte. I tillegg nevner flere av tilbyderne i vilkårene til spareproduktene at de til enhver tid har

mulighet til å endre kostnadene på produktet, noe som forsterker ansvaret kunden har til oppfølging av kostnader. Av produktene som tilbys på markedet i dag har fondskonto en mer komplisert kostnadsstruktur enn aksjefond og aksjesparekonto, da kontoen har økende forsikringskostnader. Dermed kan produktet for kunder uten mye finansiell kunnskap kreve mer oppfølging for å forstå struktureringen av kostnadene. I tillegg vil innføringen av fondskonto med 150% forsikringselement kunne øke kompleksiteten til fondskonto som produkt da fondskonto som tidligere har vært ett spareprodukt kan endres til flere ulike fondskonto-produkter med ulik beskatning etter lovendringen.

Generelt kan skattleggingen av aksjer gjennom aksjonærmodellen virke vanskelig for kunder med lite erfaring. Spesielt blir skattesystemet komplisert med ulik beskatning av renteinntekt og aksjegevinst. Oppjusteringsfaktoren på marginalinntekt kan også virke forvirrende og komme overraskende om en ikke er oppdatert hva gjelder regler for beskatning. Samtidig vil opptjening av skjermingsfradrag, hvor skjermingsrenten endrer seg fra år til år, kreve en viss grad av oppfølging om en ønsker å vite hvilke fradrag en har til gode. For dagens fondskonto og fondskonto med 150% forsikring vil kunden kun måtte ta hensyn til skattesatsen for renteinntekt på 24%, og produktet kan dermed virke enklere da man kan se bort i fra oppjusteringsfaktor og skjermingsfradrag.

For fondskonto og aksjesparekonto utløser som vist bytte av fond ingen skatt, og det kan for investorer som ønsker å bytte fond i spareperioden derfor være en enklere løsning sett i forhold til aksjefond hvor hvert bytte utløser skatt. Fondskonto og aksjesparekonto vil også skille seg fra aksjefond i forhold til rapportering av opplysninger til skattemyndighetene. Innenfor fondskonto og aksjesparekonto er jobben med selvangivelsen enklere sett i forhold til aksjefond, da tilbydereren tar seg av rapportering for kundene.

Dersom en investor velger fondssparing i aksjer vil ikke kunden behøve å holde seg oppdatert i like stor grad som ved investering i enkeltaksjer. Dermed kan investorer med forskjellig kunnskapsnivå investere i mer generelle eller spesialiserte fond, basert på ulik kunnskap og interesse. Aksjesparekonto åpner i tillegg opp for kjøp av enkeltaksjer gjennom kontoen, noe som gjør at kunden har mulighet til å tilpasse vanskelighetsnivået på produktet selv.

De foreslåtte endringene av fondskonto og innføringen av aksjesparekonto kan i tillegg føre til at sparemarkedet for aksjer blir mer komplisert for kunden. Dette kan være fordi det blir

flere produkter å sette seg inn i, og mangel på tydelig informasjon gjør at det er vanskelig å forstå forskjellen mellom alternativene. De foreslåtte endringene av fondskonto med 101% forsikringselement åpner opp for en skattlegging av aksjeinntekter og renteinntekter som bygger på andel av aksjer i kontoen. Selv om vi har begrenset analysen til aksjesparing, vil denne 20/80% regelen gjøre investeringer i fondskonto med 101% forsikringselement mer krevende for kunder som ønsker en bredere allokering.

Vanskelighetsgraden kan derfor variere noe mellom de ulike produktene. På grunn av aksjefonds realisering av skatt for alle bytter samt krav om selvstendig rapportering av selvangivelsen, finner vi aksjefond som det mest krevende produktet. Aksjesparekonto skiller seg derimot ut som det beste alternativet i forhold til vanskelighetsgrad. Aksjesparekonto vil i likhet med fondskonto ikke utløse skatt ved bytter, og krever heller ikke rapportering av selvangivelse. I tillegg vil aksjesparekonto åpne opp for at kunden selv kan velge det vanskelighetsnivået som passer best. Fondskonto per i dag og fondskonto med 150% forsikring mener vi er noe enklere for kunden enn fondskonto alternativ 1 og alternativ 2 på grunn av 20/80% regelen for beskatning av investeringer på disse kontoene. Beskatning av spareproduktet vil i mange tilfeller være et av de vanskeligste aspektene for en forbruker ved investering i aksjemarkedet, og kompliserte regler vil derfor gjøre produktet mer krevende.

7.5 Oppsummering og rangering i matrise

For å oppsummere sparekriteriene diskutert tidligere i dette kapittelet vil vi nå rangere hvert av produktene i en matrise. Resultatet er presentert i *tabell 8*. Det er viktig å merke seg at vi i rangeringen kun vurderer produktene i forhold til hverandre, og ikke i forhold til sparing generelt. Vi har brukt en skala fra 1 til 4, hvor 4 er best. Siden risiko og vanskelighetsgrad er negativt ladet, tilsvarer en karakter på 4 en lav risiko og vanskelighetsgrad. Resultatet kan derfor tolkes som at en høy sum tilsvarer flest fordeler, og det mest gunstige spareproduktet vil dermed få den høyeste totale sluttsummen.

Tabell 8 Ranging i matrise

	Avkastning	Risiko	Likviditet	Vanskelighetsgrad	Sum
<i>Aksjefond</i>	2	4	4	1	11
<i>Fondskonto per i dag</i>	3	3	4	3	13
<i>Fondskonto alternativ 1</i>	3	3	4	2	12
<i>Fondskonto alternativ 2</i>	1	3	4	2	10
<i>Fondskonto 150% forsikring</i>	2	3	4	3	12
<i>Aksjesparekonto</i>	4	2	3	4	13

I matrisen har alle kriteriene samme vektning, og er derfor i like stor grad avgjørende for resultatet. Ved flere av kriteriene vil det kun være marginale forskjeller mellom produktene som utgjør forskjell i rangering, og i realiteten vil investorer ha en subjektiv vektning av hvert kriterium. Derfor vil kriteriene påvirke beslutningen til investoren i ulik grad. For eksempel vil en investor med høy risikoaversjon foretrekke spareprodukter som gir lavest mulig risiko, og vil muligens prioritere grad av risiko mer enn de andre kriteriene. Det er også sannsynlig at majoriteten av aksjeinvestorer vektet avkastning høyest da avkastning for de fleste er den mest konkrete faktoren for å nå sparemålet. Funnene gir derfor bare en generell anbefaling og må tilpasses hver enkelt investor, og dennes situasjon.

Gjennom rangeringen over finner vi at *dagens fondskonto* og den nye *aksjesparekontoen* fremkommer som det beste sparealternativet til langsiktig sparing i aksjer. Produktene får en sum på 13 poeng hver, og kom derfor rett foran *fondskonto alternativ 1* og *fondskonto med 150% forsikringselement* som har 12 poeng. Det vil si at om en skal investere i dagens marked før endringene trer i kraft bør en investere i *fondskonto per i dag*. Dette fordi spareproduktet har en skattefordel og en relativt enkel strukturering. Når endringene trer i kraft derimot, og fondskontoen endrer seg fra dagens produkt, vil det etter matrisen være mest lukrativt å investere i en *aksjesparekonto*. Aksjesparekontoen er gunstig da produktet tilbyr skjermingsfradrag, bytte uten skatt, høy sluttverdi samt lav vanskelighetsgrad.

Fondskonto alternativ 1 og *fondskonto med 150% forsikring* vil være de beste fondskontoalternativene etter at endringen av fondskonto er innført, med 12 poeng. Fondskonto alternativ 1 kommer godt ut både i forhold til avkastning, risiko og likviditet, men blir trukket noe for vanskelighetsgraden for produktet. Fondskonto med 150% forsikringselement er det dyreste blant spareproduktene med tanke på kostnader og en investor må være oppmerksom på økende kostnader under investeringstiden. *Aksjefond* kommer ut med 11 poeng. Selv om

aksjefond kommer ut som det nest beste spareproduktet når vi ser på sluttverdi har dette produktet ulempen med skatt ved bytte av fondsandeler og får dermed en dårligere poengsum for netto avkastning, samtidig som produktet har en høyere vanskelighetsgrad enn de andre spareproduktene. Til slutt kommer *fondskonto alternativ 2* ut som det dårligste produktet med 10 poeng. Dette produktet har dårligst netto avkastning samtidig som det kommer dårlig ut i forhold til risiko og vanskelighetsgrad. Fondskonto alternativ 2 fremstår dermed ikke som et anbefalt produkt for en privat investor i aksjemarkedet.

Fra resultatene ser vi derfor at det forventes at kunden taper på endringene av fondskonto, da dagens fondskonto har en poengsum på 13 og de beste fremtidige fondskonto-alternativene har en noe lavere poengsum på 12 poeng. Denne lavere poengsummen er for fondskonto alternativ 1 drevet av en høyere vanskelighetsgrad og for fondskonto med 150% forsikring drevet av en lavere avkastning på grunn av de økte forsikringskostnadene. Dermed kan vi si at endringene av fondskonto vil se ut til å ha negative konsekvenser for en aksjesparer.

8. Diskusjon - hvor gunstige er endringene?

Markedet for privat sparing i aksjer er i forandring og endringene av dagens fondskonto samt innføringen av aksjesparekonto er med på å endre tilbudet en sparer står overfor, slik vi ser fra kapittelet over. Et sentralt spørsmål i oppgaven er om endringene i aksjemarkedet totalt sett har et positivt utfall for kundene. Formålet bak endringene er ulike, for fondskontoen ønsker staten å tette dagens skattehull og skape nøytralitet blant spareproduktene. Aksjesparekontoen derimot innføres for å stimulere til aksjesparing, og da spesielt i Norge for å øke verdiskapningen innad i landet. Basert på formålene er det dermed ikke nødvendigvis slik at endringene vil være gunstige for den enkelte sparer, men heller gunstig fra et samfunnsøkonomisk perspektiv. Vi vil i denne avsluttende delen av analysen diskutere hvor gunstige vi mener at disse endringen vil kunne være for den private spareren, i forhold til andre aspekter enn sparekriteriene. Videre vil vi forklare overgangsordningen til aksjesparekonto og i hvilke tilfeller denne burde brukes. Avslutningsvis vil vi diskutere antall sparere i aksjemarkedet i dag, og om endringene vil kunne øke andelen som sparere i dette markedet.

8.1 Endring av fondskonto

Endringene av fondskonto vil kunne påvirke både sparereren og leverandøren som tilbyr produktet, og det er usikkert hvordan dagens tilbydere av fondskonto vil tilpasse seg lovendringene. Fra kapittel 7 ser vi at fondskonto per i dag kommer best ut og at endringene dermed ikke nødvendigvis er så gunstige for den enkelte forbruker, da endringene vil føre til en lavere rangering og poengsum. Agnes Bergo uttaler til Dagens Næringsliv at endringene av fondskonto sannsynligvis vil være kroken på døren for denne typen produkt (Dagens Næringsliv, 2016). Dette kan skyldes kontoens høye kostnader kombinert med at skattefordelen fjernes for dagens lave forsikringselement. Uttalelsen har blitt kritisert fra flere hold, blant annet av *Finansco rådgivning* som mener dette er en konklusjon basert på uklart faktagrunnlag (Furuseth 2, 2016). Likevel tar Bergo opp en relevant problemstilling dagens tilbydere av fondskonto må ta stilling til dersom de foreslåtte endringene blir iverksatt fra 01. januar 2018.

Anders Skar uttaler på mail at Nordnet ikke vurderer endringene som kroken på døren for fondskonto. Han mener fondskonto fremdeles vil være å foretrekke for investorer som ønsker utsatt skatt på en kombinasjon av aksjer og renter, i tillegg til investorer som ønsker å handle aksjer utenfor EØS. Han antar at nykundetilstrømmingen til fondskonto kan falle med ca. 50% etter innføring av aksjesparekonto, men tror likevel det vil være en etterspørsel. DnB, Nordea, Storebrand, Danske bank og Gjensidige uttaler også at de vil fortsette å anbefale fondskonto med 101% forsikringselement i fremtiden, men at det er usikkert om de vil ønske å tilby fondskonto med 150% forsikringselement (Pengenyt, 2017).

Endringene av dagens fondskonto har som hensikt å tette dagens skattehull, samt skape mest mulig nøytralitet og lik skattlegging av aksjeinvesteringer gjennom ulike typer spareprodukter. Det vil derfor være interessant å vurdere om de foreslåtte endringene av fondskonto i skatteloven §10-20 faktisk bidrar til nøytralitet. Dersom det ikke innføres skjermingsfradrag på den endrede fondskontoen viser vår analyse at aksjeinvestering gjennom fondskonto vil få en lavere netto sluttverdi enn andre typer aksjeinvesteringer som har rett på skjerming. Som vist i avsnitt 7.1 vil mangel på skjermingsfradrag utgjøre et direkte tap på den totale avkastningen på 17 449 kroner over en investeringshorisont på 30 år. Dette taler helt klart for at man bør inkludere skjermingsfradrag ved endring av fondskonto da hensikten er nøytral beskatning ved samme type investering.

Skattebetalerforeningen peker i deres høringsuttalelse på at fondskonto med forsikringselement på under 150% kan komme dårligere ut enn de andre spareformene, fordi alle utbetalinger fra fondskonto etter forslaget skal skattlegges likt som utbetalinger fra verdipapirfond (Finansdepartementet 1, 2016). I praksis vil dette si at utbetalinger fra fondskonto før kontoen avsluttes skal skattlegges uavhengig av om kontoen faktisk har gitt reell avkastning. Det er først når man avslutter kontoen at det foretas realisasjonsoppgjør og en får et eventuelt tapsfradrag (*Skattebetalerforeningen*, 2017). Fondskonto kan dermed skape en innlåsnings effekt som gjør fondskonto mindre attraktiv enn andre alternativer da man blir skattlagt ved alle uttak fra kontoen.

Forslaget om krav på 150% forsikringselement for at fondskonto skal kvalifisere som en kapitalforsikring har av flere blitt kritisert som for høyt. I høringssvaret til endringer av fondskonto, kommenterer Nordnet at kravet er satt for høyt og de foreslår et forsikringselement på 15-20% som tilstrekkelig (Finansdepartementet 1, 2016). I mail kommenterer *Anders Skar* at deres anslag bygger på at kunder befinner seg i ulike faser i livet, og har derfor ulikt behov for å forsikre seg mot død. Et lavere forsikringselement vil derfor gjøre fondskonto aktuell for et bredere utvalg kunder.

Av fordeler med fondskonto sett i forhold til de andre alternativene er utsatt skatt som inkluderer mottatt utbytte sentralt. Utbytte kan dermed reinvesteres i kontoen og øke investeringspotensialet til investor. Dette fører til at investeringsbeholdningen utsettes for en enda større rentes-rente effekt enn det de andre spareproduktene har mulighet for. Sett i forhold til aksjefond og aksjesparekonto åpner fondskonto i tillegg for en bred allokering av kundens sparepenger, da man står fritt til å investere i aksjepapirer, kombinasjonsfond og rentepapirer. Dette taler for at fondskonto kan ha fordeler for enkelte investorer, til tross for at skattebelastningen øker med de foreslåtte endringene.

8.2 Innføring av aksjesparekonto

Aksjesparekonto vil inneholde elementer som skiller seg fra dagens spareprodukter, og kan som vist i kapittel 7 være et attraktivt produkt for en aksjesparer. Ved salg av aksjer innenfor aksjesparekonto blir det ikke utløst skatt på eventuell gevinst så lenge pengene holdes på kontoen. Dette fører til at gevinst som tidligere har blitt brukt på eksempelvis privat konsum nå enkelt kan reinvesteres. Dermed kan den enkelte sparer holde pengene sine lenger i aksjemarkedet og reallokere porteføljen sin løpende. Dette er i samsvar med formålet til aksjesparekontoen som er å bidra til at småsparere investerer mer i aksjer og aksjefond, samtidig som de ønsker å stimulere til eierskap i norske bedrifter da under 4% av børsens verdier er eid av privatpersoner i Norge i dag (Aksjenorge, 2017). Med denne struktureringen har en aksjesparekonto lignende funksjoner som dagens fondskonto, og aksjesparere får et mer helhetlig bilde av sparing sin med tanke på risiko og avkastning.

Innføringen av aksjesparekonto vil kunne sikre effektiv konkurranse mellom leverandørene i markedet. Ordningen legger opp til at skattyter skal ha mulighet til å ha konto hos mer enn en tilbyder, der overføringer kan gjøres uten beskatning. Om det skal være mulig for en sparer å flytte kun deler av midlene fra en konto inn på en ny aksjesparekonto er enda ikke bestemt. Enkel overføring fjerner dermed innlåsningseffekten og det vil være lettere for aksjonærer å bytte leverandør samt reallokere egen portefølje ved tilbud om bedre betingelser, som lavere kostnader eller høyere avkastning. Dette vil muligens øke konkurransen og føre til reduksjon i forvaltningsgebyr og kostnadene ved bytting mellom leverandører på lengre sikt.

Ordningen med aksjesparekonto har fått kritikk fordi “det fulle potensiale” til kontoen ikke blir utnyttet. Aksjesparekonto kunne i følge kritikerne vært enda mer gunstig for kunder dersom den omfattet reinvestering av utbytte, slik som fondskonto. Kontoen ble begrenset til reinvestering av gevinst fordi beskatningen av utbytte fører med seg flere problemstillinger knyttet til skatteavtaler og EØS-reglene (Næsje, 2017). Det er vanlig at fondsinvesteringer slipper unna løpende skattlegging av utbytte da de fleste aksjefond i dag gir mulighet til å reinvestere utbytte. Det stilles dermed spørsmål til den foreslåtte utbyttereglen med løpende beskatning for aksjesparekontoen (Furuseth 2, 2016). Advokatfirmaet *Selmer* mener at dersom utbytte ikke går inn i kontoen blir ordningen mindre gunstig enn å eie aksjer og aksjefond gjennom et aksjeselskap (Selmer, 2017). Dette er ikke heldig da noe av tanken bak den nye ordningen er at innføring av aksjesparekonto kan føre til færre tilpasninger som

plassering av aksjer i aksjeselskap for investeringsformål. En annen grunn til at det kan være gunstigere å investere store beløp i et investeringsselskap er at fradrag for tap på en aksjesparekonto ikke overføres til arvingene, men må gjøres opp av dødsboet (Fritsch, 2016).

Gjennom aksjesparekontoen vil det bli mulig å samordne de ubenyttede skjermingsfradragene fra ulike aksjer. Dette kan føre til større fleksibilitet og bidra til å redusere tap av skjermingsfradrag sett mot dagens ordning der fradraget gis per aksje og går tapt om det ikke benyttes ved realisasjon av gevinst. Dersom en sparer har skjermingsfradrag på aksjer som går med tap kan disse også brukes på aksjer med gevinst, og en taper heller ikke skjermingsfradrag ved salg av enkeltaksjer. Ved direkte investering i enkeltaksjer eller aksjefond har en ikke denne muligheten. En sparer betaler heller ikke skatt før en har tatt ut et beløp som er større enn det opprinnelig investerte beløpet på aksjesparekonto, i motsetning til fondskonto. Det betyr at man har mulighet til å ta ut hele innskuddet uten å bli beskattet og la gevinsten bli på konto for å få maksimalt utbytte av rentes-rente effekten. Dersom en skulle ta ut deler av investert beløp skattlegges altså ikke dette, men det reduserer skjermingsfradraget.

Aksjesparekontoen vil skattemessig være en tilnærming til fritaksmetoden. Bruk av fritaksmetoden fører ikke til at en sparer betaler mindre skatt, men at beslutningene som tas for sparebeløpet i større grad tar hensyn til risiko og derav kan gi høyere avkastning. I tillegg kan dette føre til større mulighet for å ta beslutninger som er rasjonelle og har større verdiskapningspotensial. Likevel vil avgrensingen av ordningen til børsnoterte aksjer, aksjefond og egenkapitalbevis ikke nødvendigvis virke hensiktsmessig ut i fra forbrukerens perspektiv. Ved at verdipapirer med høy risikoprofil favoriseres må en som sparer velge en annen spareform dersom man ikke ønsker denne risikoprofilen. På den måten er det ikke direkte nøytralitet mellom de ulike spareproduktene da det kan være mer gunstig å velge andre spareprodukter basert på sparebeholdningen man ønsker.

Oppsummert stimulerer aksjesparekonto til mer langsiktig aksjesparing og vil trolig kunne bli den foretrukne spareformen for nordmenn som vil spare i aksjer og aksjefond uavhengig av dens begrensninger. I tillegg til fordelene som kommer frem i avsnitt 7, vil kontoen ha fordelene med at man kan ta ut beløp som tilsvarer det investerte beløpet uten å måtte betale skatt. Til tross for at utbytte ikke kan reinvesteres i kontoen, vil likevel aksjesparekonto totalt sett fremstå som et foretrukket spareprodukt for aksjesparere.

8.2.1 Overgangsordningen

Overgangsordningen som foreslås ved innføring av aksjesparekonto kan være svært gunstig for enkelte investorer. Ordningen innebærer at skattytere i inntektsåret 2017 kan overføre andeler i aksjefond, børsnoterte aksjer og børsnoterte egenkapitalbevis til aksjesparekonto uten beskatning. Alle som sitter med latente gevinster kan dermed flytte hele sparebeholdningen til aksjesparekontoen, noe som muligens er den største oppsiden med det nye spareproduktet for enkelte aksjesparere. Ubenyttet skjerming og inngangsverdien til aksjene overføres med kontinuitet til kontoen. Finansdepartementet skal gjennom høringen vurdere om perioden for overgangsordningen er for kort med tanke på at det tar tid å få de tekniske løsningene og de endelige forskriftene på plass. Samtidig skal kundene ha nok tid til å innhente informasjon og tilpasse seg endringene.

Overgangsordningen fører til spørsmål om hvilke investeringsposisjoner som burde benytte seg av aksjesparekonto og flytte sparebeholdningen sin under overgangsordningen. Under presenterer vi tre ulike scenarier:

- 1) En sparer som har urealisert gevinst i aksjemarkedet: Dersom spareren velger å flytte pengene over i en aksjesparekonto vil gevinsten og investeringsbeløpet kunne reinvesteres. Reinvestering utenfor aksjesparekontoen vil utløse skatt.
- 2) En sparer som ønsker å gjøre endringer i sin portefølje: Dersom en portefølje har variert fra å gå bra til å gå dårlig sitter spareren igjen med en “gammel gevinst” og kan ha ønske om å flytte sparebeløpet sitt. Aksjesparekontoen gir muligheten for flytting og reinvestering.
- 3) En sparer som ønsker fleksibilitet rundt investert beløp: Dersom en sparer vil ha mulighet til å kunne ta ut hele eller deler av investert beløp uten beskatning for å finansiere eksempelvis eiendom, gir aksjesparekontoen mulighet for dette.

Generelt sett kan det være lurt for en sparer som har investert i aksjer eller aksjefond innenfor EØS å ta i bruk overgangsordningen da det kan medføre gunstige endringer i form av utsatt beskatning, samtidig som spareren får med seg ubrukt skjerming. Er investoren derimot i

tapsposisjon og kan få fradrag for dette, burde tapsfradraget tas i bruk før man investerer i en aksjesparekonto. Dette fordi innskuddets inngangsverdi videreføres uendret og en risikerer dermed å miste fradraget om beholdningen overføres rett til aksjesparekontoen. Flytting fra fondskonto er ikke direkte diskutert i Stortingets lovforslag, men etter tilbydernes oppfatning vil det ikke være mulig å flytte penger fra et forsikringsprodukt til aksjesparekonto. Dagens tilbud til investeringer gjennom fondskonto hos de ulike leverandørene er i hovedsak globale fond med mindre enn 80% aksjeandel, og dermed vil overgangsordningen kun gjelde for et mindretall av fondskontoene dersom produktet får denne muligheten.

Fondsundersøkelsen til *Norsk Familieøkonomi* fra 2012 viser at nordmenn for sjeldent bytter mellom fond. Svarene fra undersøkelsen viser at 75% av sparere sjelden eller aldri bytter fond, dette til tross for at fondet de sitter med gir dårlig avkastning (Krohn-Pettersen, 2012). Sjeføkonom i norsk Familieøkonomi, Krohn-Pettersen, uttaler til Dine Penger at det er en tendens i Norge at private fondssparere har et ønske om å være lojale til sine forvaltere. Han mener at dette for det første kan komme av at det utløses skatt når man bytter fond og tar ut fondsandeler, samt at sparere tenker at man må være lojale mot forvalter for å få god avkastning på investeringen (Moflag, 2012). I tillegg vil byttegebyr, som vist i kapittel 7.1, kunne føre til at sparere med aksjefond velger å holde på fondet selv om det gir dårlig avkastning.

En av årsakene til at det har vært lite bytting mellom ulike leverandører er at aksjeinvesteringene har utløst skatt ved bytte for direkte investering i aksjefond. Samtidig som kundene vegrer seg for å utløse skatt ved bytte av leverandør påvirker også transaksjonskostnadene kundemobiliteten. De siste årene har kundeportaler, som eksempelvis *Finansportalen*, gjort det enklere for kundene å vurdere bytte av leverandør ut i fra kostnader. Slike informasjonsgivere bidrar til mer gjennomsiktighet i aksjemarkedet og kan videre føre til et effektivt flyttemarked. Lover og regler kan også regulere kostnadene ved bytting og innløsning. For aksjesparekonto vurderer Finansdepartementet å sette et tak for hvor høyt disse kostnadene kan settes (Finansdepartementet 3, 2017). Tak på kostnadene kan være positivt for forbrukeren, og det gjenstår å se om leverandørene posisjonerer seg likt rundt det fastsatte taket eller om konkurranse fører til større variasjoner i kostnadene.

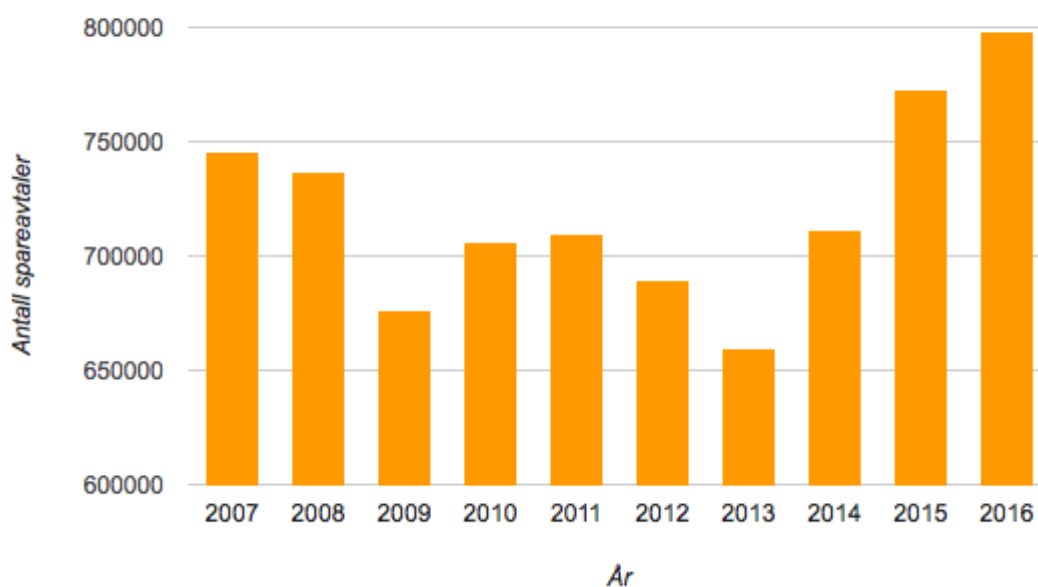
8.3 Vil flere spare i aksjemarkedet etter endringene?

I dette avsluttende kapittelet ønsker vi å diskutere om det forventes at flere kommer til å spare i aksjemarkedet når endringene på markedet blir iverksatt. Da antall sparere i aksjemarkedet henger sammen med markedets kompleksitet, vil vi også diskutere dette aspektet.

Teori tilsier at det er lønnsomt for de aller fleste å spare i aksjemarkedet, og dette er begrunnet i den positive aksjepremien. Likevel er ikke majoriteten av den norske befolkning i praksis aksjeinvestorer da nordmenn ofte også investerer i andre aktivaklasser (Døskeland, 2014). Teori om sparing stemmer dermed ikke overens med empirien, dette kan være på grunn av kostnadene ved det å skaffe seg informasjon og kunnskap, samt de direkte kostnadene ved spareproduktene som forklart tidligere i oppgaven.

Figur 14 viser antall norske spareavtaler i aksje- og kombinasjonsfond som med andre ord sier noe om antall spareavtaler i de tre produktene vi ser på i denne oppgaven (Verdipapirfondenesforening, 2017). Etter 2013 har vært en kraftig vekst i antall spareavtaler og investeringer blant nordmenn. Økt investering i aksjer kan muligens forklares gjennom lav avkastning på alternative spareprodukter, slik som banksparing. En annen grunn kan være at Oslo Børs har fått flere nye og spennende noteringer av selskaper, og at bruk av internett og Bank ID gjør den enklere for hver enkelt å delta i aksjemarkedet. Samtidig har finansmarkedene endret seg med større gjennomsiktighet og lettere tilgang til informasjon. Dette har videre ført til større konkurranse mellom leverandørene og derav lavere kostnader generelt. Det økte behovet for privat sparing til pensjonstiden kan også være en årsak til økningen man har sett de siste årene. Aldersgruppen som står for den største andelen av sparing i aksje- og kombinasjonsfond er mellom 40-59 år noe som indikerer at formålet for sparingen kan være pensjon. VFFs undersøkelse fra 2016 viser at omtrent 1 av 3 nordmenn sparer i aksjefond (VFF, 2016).

Figur 14 Antall spareavtaler i aksje- og kombinasjonsfond



Endringene i spareproduktene kan gjøre det mer lukrativt å spare i aksjemarkedet, men antall private investorer i aksjemarkedet fra 2018 og utover er likevel usikkert. Basert på formålene bak endringene av spareproduktene vil den positive trenden man har sett de siste tre årene trolig kunne fortsette. Verdipapirforetakenes Forbund har uttalt at aksjesparekontoen vil føre til at det blir mer attraktivt for småsparere å investere i verdipapirer, og at ordningen vil kanalisere mer av hver enkeltes sparebeholdning inn i aksjemarkedet (Verdipapirforetakenes Forbud, 2017). Likevel betyr ikke dette nødvendigvis at flere vil spare i aksjemarkedet som helhet, men at flere som allerede sparer i aksjer vil benytte seg av det nye spareproduktet.

Anders Skar fra Nordnet mener derimot at det er sannsynlig at innføringen av aksjesparekonto og endret beskatning av dagens fondskonto ikke vil føre til at flere nordmenn sparer i aksjemarkedet. Dette er fordi aksjemarkedet fortsatt er for komplisert for mange, og det er heller ingen store skattemessige insentiv for å flytte penger bort fra høyrentekonto og eiendom. En undersøkelse fra Verdipapirfondenes Forening (VFF) viser også at nordmenn tror at risikoen ved å investere i aksjefond er betydelig høyere enn ved å investere i bolig, noe som dermed ikke stimulerer til aksjesparing (VFF, 2015). Aksjemarkedet får med endringene flere gode sparealternativer men når kompleksiteten samtidig øker vil det være lite kundevennlig. Flere muligheter fører også til at det kan være vanskelig for kundene å se

fondskonto og aksjesparekonto i sammenheng og skille mellom hvilket produkt som passer til ulike sparesituasjoner. Til gjengjeld vil enkle regler i forhold til rapportering av skatt på gevinst og utbytte til skattemeldingen for fondskonto og aksjesparekonto kunne føre til at sparere føler at det er enklere å ta del i aksjemarkedet. Det vil være av interesse for tilbyderne å tilby enkle produkter slik at forbrukerne forstår og stoler på produktet fordi dette vil kunne føre til mer salg. Kompleksiteten kommer dermed først og fremst av den lovmessige utformingen av blant annet beskatningen, likevel kan tilbyderne med fordel for seg selv og kundene bli mer informative.

For at den positive utvikling i antall aksjesparere skal kunne fortsette er det viktig å ha stabile og forutsigbare regler for aksjeinvestering da slike investeringer er tenkt for et langsiktig perspektiv. Dermed må endringene være såpass gode at de er holdbare for aksjesparing i flere år fremover. Hvis sparere må ta hensyn til mulige endringer i lovverket ved valg av investeringsobjekt vil de muligens heller velge spareformer med mindre usikkerhet i forhold til endringer. For å stimulere til å spare i aksjemarkedet må det være flere skattegunstige spareløsninger, og det bør finnes ordninger der en kan bytte aksjer og aksjefond enkelt uten å realisere skatt. Dette fordi empirien tyder på at høyere avkastning etter skatt øker sparingen samlet sett selv om det er usikkerhet knyttet til hvor stor denne effekten er (Finansdepartementet 2, 2016). Disse gunstige faktorene vil finnes i aksjesparekontoen i form av utsatt beskatning og bytte uten at det fører til realisasjon av kontoen. Samtidig bør skjermingsfradraget forsterkes ved å øke dagens skjermingsrente som er relativt lavt og på den måten vil en sparer i større grad kompenseres for alternativ investering. En endring i disse tre faktorene kan føre til at aksjemarkedet blir en gunstigere investeringsarena og at det blir mer å tjene ved å investere i aksjer.

Det reviderte nasjonalbudsjettet publisert 11.05.17 ønsker å legge til rette for økt privat sparing til pensjon. Regjeringen foreslår å endre beskatningsreglene og noe av strukturen til det individuelle pensjonsproduktet IPS. Endringene går ut på å øke det maksimale investeringsbeløpet fra 15 000 til 40 000 per år, samt skape en mer symmetrisk beskatning ved at både skattefradraget og beskatning av uttak skattlegges som alminnelig inntekt. Det er heller ikke formueskatt på spareproduktet. Forslaget legger dermed til rette for privat skattefavisert sparing med bakgrunn i at hver enkelt i større grad må ta ansvar for pensjonssparing. Empiri viser at nordmenn er glade i å spare i skattefaviserte alternativer, slik som i eiendom, og spørsmålet er derfor om skattefavisert sparing øker sparing generelt

eller bare flytter sparingen (Fururseth, 2014). Uansett kan dette initiativet stimulerer til økt sparing i aksjemarkedet, og markedet for slike spareavtaler vil trolig vokse.

I dagens marked med lave renteinntekter er det å plassere sparepenger i bankkonto lite lønnsomt da realavkastningen etter skatt i de fleste tilfeller er negativ. Holder renten seg lav kan det tyde på at flere og flere får øynene opp for alternative spareplasseringer som investering i aksjemarkedet. En annen faktor som kan øke antall aksjesparere er det økte behovet for at individer selv sparer til pensjonstiden. Samtidig har det de siste årene har vært fokus på at den generelle økonomiske kunnskapen i samfunnet ikke er på et tilfredsstillende nivå og personlig økonomi skal dermed være mer i fokus på grunnskolen. Dette kan til sammen føre til at flere vil spare i aksjemarkedet på lengre sikt.

Basert på vurderingen over mener vi at utviklingen i antall personer som eier aksjer i Norge sannsynligvis ikke vil vokse kraftig etter endringene de nærmeste årene. Dette skyldes at aksjemarkedet er komplisert og fordi nordmenn tradisjonelt sett sparer i andre aktiva som eiendom. Likevel vil økt fokus på sparing til pensjonstiden kunne endre individers oppfatning av hvilket marked en burde spare i og øke antall sparere i aksjemarkedet på lengre sikt. Dersom de foreslåtte endringen av IPS kontoen gjennomføres kan det også påvirke antall sparere i aksjemarkedet positivt. Sett bort fra antall sparere i aksjemarkedet totalt sett ser det ut til at innføringen av aksjesparekonto kan komme til å bidra til at flere aksjesparere eier aksjer på Oslo Børs da kontoen har som hensikt å stimulere til dette.

9. Konklusjon

Endringen av fondskonto og innføringen av aksjesparekonto har som formål å nøytralisere beskatning av spareproduktene og samtidig lage bedre ordninger for private aksjeinvestorer som vil kunne føre til økt verdiskapning i Norge. Vår analyse viser at formålet om å skape et enklere investeringsunivers og bedre spareprodukter totalt sett ikke når helt i mål. Dette er i hovedsak fordi reglene for privat sparing blir mer komplisert uten at individers økonomiske kunnskapsnivå har økt. Oppgaven baserer seg på løsninger som enda ikke er fullstendig vedtatt og våre vurderinger farges derav av dette.

Fondskonto vil kunne bli mindre attraktiv med de endrede skattereglene. Likevel har dette spareproduktet gunstige aspekter som skiller seg fra de andre spareproduktene, og vil derfor etter endringene fortsatt stå som et godt tilbud i sparemarkedet. Så lenge skatt på avkastning er lavere ved en fondskonto enn for aksjefond og aksjesparekonto, og skjermingsfradraget ikke nøytraliserer forskjellen vil det lønne seg å spare i en fondskonto. Likevel vil det på grunn av dårligere fremtidige skattevilkår ved sparing i fondskonto være grunn til å tro at *aksjesparekonto* vil bli den foretrukne kontoen av spareproduktene for kunder som ønsker en høy aksjeandel. Mulig er den beste løsningen at direkte sparing i aksjer og aksjefond blir gjort via aksjesparekonto og at bredere sparing som investering i rente- og kombinasjonsfond gjøres via en fondskonto. Dermed kan det tenkes at den viktigste konsekvensen av endringene av fondskonto og innføringen av aksjesparekonto vil være at den enkelte sparer må bestemme seg på forhånd hvor høy aksjeandel han eller hun ønsker å sitte med. Dette vil være en av de viktigste indikatorene for hvilket av spareproduktene kunden bør plassere sparepengene sine i.

Våre funn viser at det ikke er så store forskjeller mellom de ulike spareproduktene som vi først hadde antatt, spesielt når det kommer til sluttverdien etter endt sparehorisont. Likevel kan det være gunstig å sammenligne de ulike leverandørene da det er forskjeller i størrelsen på kostnader som ikke blir fanget opp i vår modell. Dersom en investor ønsker å bytte fondsandeler innad i spareproduktet er ikke aksjefond et gunstig valg da en må skatte av gevinst ved hvert bytte, samtidig som bytte fører med seg kurtasjekostnader. Videre viser analysen at faktorer som utsatt skatt på gevinst og skjermingsfradrag har stor positiv innvirkning på sluttverdien og dermed kommer *aksjefond* og *fondskonto alternativ 2* dårligst ut blant spareproduktene.

Analysen vår peker på at fondskonto alternativ 2 sannsynligvis ikke være et foretrukket produkt for en sparer. Alternativet bidrar heller ikke til nøytralitet mellom spareproduktene slik som endringen av beskatning av fondskonto er tilsiktet å gjøre. Det kan derfor tenkes at det kan bli tilført en lovendring samtidig med endringen av fondskonto som gir kontoen mulighet til å opparbeide skjermingsfradrag på lik linje som investeringer i spareprodukter der aksjer er direkte eid av investor.

Det er avslutningsvis også viktig å nevne at valg av spareform reflekterer individers subjektive preferanser samt forventninger om fremtiden, hva gjelder avkastning og skatter. Den enkelte vil derfor vurdere spareproduktene og faktorene som påvirker investeringen forskjellig. Individer vektlegger ikke sparekriteriene som ble brukt i oppgaven i lik grad, og derfor vil ikke vår analyse komme frem til det mest gunstige valget for en konkret sparer, men heller fungere som en generell anbefaling.

Litteraturliste

- Aksjenorge (2017). Statistikk privat aksjesparing. Hentet fra
<http://aksjenorge.no/aksjesparing/statistikk-privat-aksjesparing/>
- Aksjonærforeningen. (2009, 31.08.). Fritaksmetoden for personlige sparere. Hentet fra
http://aksjonaerforeningen.no/aksjesparing/klas_prosjektet/content_1/text_d6d33962-0f77-4332-8ee0-6e4545f45d02/1288875698371/klas_rapport_2010.pdf
- Altinn. (2015, 31.12.). Aksjeutbytte. Hentet fra
<https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Andre-driftsoppgaver/Aksjeselskapet/Aksjeutbytte/>
- Altomfond 1 (u.d.). Vær bevisst på kostnadene. Hentet fra
http://www.altomfond.no/Fondshandboken/Hva_MA_du_vite+/Var_bevisst_pa_kostnadene/
- Altomfond 2 (2017). Skatteregler for 2017. Hentet fra
<http://altomfond.no/?module=Articles;action=ArticleFolder.publicOpenFolder;ID=103>
- Altomfond 3 (u.d.). Ingen avkastning uten risiko. Hentet fra
http://www.altomfond.no/Fondshandboken/Hva_MA_du_vite+/Ingen_avkastning_uten_risiko/
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling*, fourth edition. Massachusetts: The MIT Press
- Bergo 1, E. (2016, 15.02.). Gavepakke til finansnæringen. Skattebetalerforeningen. Hentet fra
<http://www.skatt.no/2016/02/12/gavepakke-til-finansnaeringen/>
- Bergo 2, E. (2016, 02.02.). Nye skatteregler på aksjegevinster og utbytte. Praktisk økonomi og finans 2016 (02), 129 - 136. doi: 10.18261/issn.1504-2871-2016-02-02

Brueggeman B.B., & Fisher J.D. (2011). *Real Estate Finance and Investments*. New York: McGraw-Hill International Edition.

Dagens Næringsliv. (2016, 31.10.). Kroken på døren for fondskonto. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/10/31/1235/Fond/-kroken-pa-doren-for-fondskonto>

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. (2016, 01.02.). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016. Hentet fra <http://pangefamilyoffices.com/getattachment/886b62bd-2fcf-4d76-af0e-1bcccb893ddb/2016%20Credit%20Suisse%20Global%20Investment%20Returns.aspx>

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. (2017, 01.02.). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017. Hentet fra <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=B8FDD84D-A4CD-D983-12840F52F61BA0B4>

Døskeland, T. (2014). *Personlig finans - et helhetlig rammeverk for hvordan vi skal forholde oss til finansmarkedet*. Bergen: Fagbokforlaget.

Fallan, L. (2016). Innføring i skatterett 2016-2017, 34. utgave. Oslo: Gyldendal

Finansdepartementet 1 (2016, 27.10). "Høring - endret beskatning av fondskonto" Saksnr. 16/4112 Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/cd1cf78396b742ca9754d937a4cbeb48/tv_horingsnotat.pdf

Finansdepartementet 2 (2016, 23.09). "Prop 1 LS. (2016 - 2017) for budsjettåret 2017 - skatter, avgifter og toll 2017" Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/83f4ddc3a3e54345aa45c5cd17e4e12c/no/pdfs/prp2016201700011s0dddpdfs.pdf>

Finansdepartementet 3 (2017, 23.03). "Høringsnotat - Forslag til forskriftsbestemmelse om aksjesparekonto" Saksnr. 16/3651 Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets>

/fb5f262891e04565a969796d7adb22b5/frk_hnotat_aksjesparekonto.pdf

Finansportalen. (u.d.). Risiko og avkastning. Hentet fra

<https://www.finansportalen.no/plassere-penger/risiko-og-avkastning/>

Folkvord, B & Furuseth, E. (2016). Fritaksmetoden for alle. Skatterett 2016 (volum 34), 289 - 290. doi: 10.18261/issn.1504-310X-2016-04-01

Fritsch, T. (2016, 10.10). Statsbudsjettet - hvordan kan dette påvirke deg?

Formuesforvaltning. Hentet fra <https://formue.no/innsikt/statsbudsjettet-hvordan-kan-dette-pavirke-deg/>

Furuseth 1, E. (2016, 17.10). Aksjesparekonto, kombinasjonsfond og skjermingsfradrag.

Hentet fra <http://www.morningstar.no/no/news/153293/aksjesparkonto-kombinasjonsfond-og-skjermingsfradrag.aspx>

Furuseth 2, E. (2016, 14.11). Nye skatteregler og “kroken på døren for fondskonto”? Hentet fra <https://www.finansco.no/blog/2016/11/14/skatteregler-kroken-pa-doren-fondskonto/>

Grünfeld, L, Grimsby, G & Theie, M. (2015, 10.07) Kapitalbeskatning og investering i norsk næringsliv. Menon-publikasjon nr.28/2015. Hentet fra

https://www.regjeringen.no/contentassets/30f650507fb04126a579fc7957a98ace/kapitalbeskatning_investering.pdf

Halvorsen, E. (2011). Norske husholdningers sparing - økonomiske analyser 3/2011 s.31-35.

Hentet fra https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/178882/halvorsen_sparing-2011.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Huneide, J., Pedersen, K., Schwencke, H. & Haugen, D. (2007) *Årsregnskapet i teori og praksis 2007*, 9. utgave. Oslo: Gyldendal Akademiske

Hveem, J. D. (2016). *Personlig økonomi - Juss*. Bergen: Fagbokforlaget.

Kredittilsynet (2008). Det norske sparemarked: Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter. Utredning for Finansdepartementet. Hentet fra <http://www.finanstilsynet.no/Global/Verdipapiromradet/Forvaltningsselskaper/Regelverk/Høringer/Konkurransen%20og%20effektiviteten%20i%20markedet%20for%20verdipapirfond%20og%20andre%20spareprodukter.pdf>

Krohn-Pettersen, R. (2012, 15.10). Nordmenn bytter fond for sjelden. Hentet fra <https://www.norskfamilie.no/magasin/nordmenn-bytter-fond-sjelden/>

McDonald, R. (2014). *Derivatives Markets*, 3. utg. Boston: Pearson Education

Moflag, T. (2012, 23.09). Nordmenn bytter ikke ut fond med dårlig avkastning. Hentet fra <http://www.dinside.no/okonomi/nordmenn-bytter-ikke-ut-fond-med-darlig-avkastning/61321543>

MSCI 1 (u.d.). MSCI Europe Index. Hentet fra <https://www.msci.com/europe>

MSCI 2 (u.d.). MSCI World Index. Hentet fra <https://www.msci.com/world>

Nyhus 1, E. K. & Refvik, L. (2016). Nasjonal kartlegging av finansiell kompetanse - på bakgrunn av OSEDs internasjonale undersøkelse. Hentet fra <http://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2016/04/Rapport-Resultater-fra-OECDs-kartlegging-av-Finansiell-Kompetanse-i-Norge-ved-AksjeNorge.pdf>

Nyhus 2, E & Refvik, L. (2016). Finansiell kunnskap i Norge - utvalgte resultater fra den norske undersøkelsen. Aksjenorge. Hentet fra <http://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2016/04/Rapport-Resultater-fra-OECDs-kartlegging-av-Finansiell-Kompetanse-i-Norge-ved-AksjeNorge.pdf>

Næsje, J. (2017, 16.01). God ordning for aksjesparing. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/debattinnlegg-god-ordning-for-aksjesparing/id2527227/>

Odinfond. (2016, 07.12). Alt du trenger å vite om aksjesparekonto. Hentet fra

<http://blogg.odinfond.no/aksjesparekonto>

Oslo Børs 1 (2016, 10.11). Endret utvalg i hovedindeksen. Hentet fra

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Endret-utvalg-i-Hovedindeksen2>

Oslo Børs 2 (2017). Hovedindeksen. Hentet fra

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>

Oslo Finans. (u.d.). På jakt etter Alpha. Hentet fra

www.oslofinans.no/paa-jakt-etter-alpha-pdf

Osmundsen, D. (2005). Identifikasjon og kvantifisering av sammensatt risiko ved hjelp av Monte Carlo simulering. *Praktisk økonomi og finans* 03/2005 (Volum 22), 43-52.

Hentet fra https://www.idunn.no/pof/2005/03/identifikasjon_og_kvan-_tifisering_av_sammen-_satt_risiko_ved_hjelp_av_mont#

Regnskap Norge (2016, 07.10). Regjeringen foreslår aksjespareordning. Hentet fra

<https://www.regnskapnorge.no/artikler/skatt/regjeringen-foreslar-aksjespareordning/>

Regnskap Norge (2015, 01.03). Fritaksmodellen i fokus hos skatteetaten. Hentet fra

<https://www.regnskapnorge.no/artikler/skatt/fritaksmodellen-i-fokus-hos-skatteetaten/>

Sander, K. (2016, 04.03). Risiko typer (Systematisk- og usystematisk risiko). Hentet fra

<https://estudie.no/risiko-typer-systematisk-og-usystematisk-risiko/>

Sarai, E. (2016, 06.10). “Statsbudsjettet 2017: Aksjebeskatning”. PWC. Hentet fra

<http://blogg.pwc.no/skattebloggen/statsbudsjettet-2017-aksjebeskatning>

Schjelderup, G. (2015). *Skatt og personlig økonomi*. Bergen: NHH

Seidel, E. (2016, 28.06). Hvor mye bedre er det å spare i aksjer enn i bank?. Hentet fra

<https://www.finansco.no/blog/2016/06/28/hvor-mye-bedre-er-det-a-spare-i-aksjer-enn-i-bank/>

Skar, A. (2016, 03.09). Kroken på døra for Investeringskonto?. Hentet fra
<http://www.nordnetbloggen.no/kroken-pa-dora-investeringskonto/03/11/2016/>

Skatteetaten (2017). Skjermingsrente for aksjer og enkeltpersonforetak. Hentet fra:
[http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Skjermingsrente/?ssy=2016#
formulaDiv](http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Skjermingsrente/?ssy=2016#formulaDiv)

Skatteetaten. (u.d.). Aksjonærmodellen. Hentet fra
[http://www.skatteetaten.no/nn/Person/Aksjar-og-verdipapir/Skatteregler-for-gevinst-
tap-ved-realisasjoner-og-aksjeutbytte/Aksjonarmodellen/](http://www.skatteetaten.no/nn/Person/Aksjar-og-verdipapir/Skatteregler-for-gevinst-tap-ved-realisasjoner-og-aksjeutbytte/Aksjonarmodellen/)

Skatteloven (2000). Lov om skatt av formue og inntekt. Hentet fra
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14?q=skatteloven>

Smarte penger (2016, 15.06). Fondskonto. Hentet fra
<http://www.smartepenger.no/sparing/728-fondskonto>

Store norske leksikon. (2017, 17.01). Store talls lov. Hentet fra https://snl.no/store_talls_lov

Selmer (2017) Statsbudsjettet 2017. Hentet fra
http://www.selmer.no/assets/uploads/artikler/Statsbudsjettet_2017.pdf

Skattebetalerforeningen (2017, 01.02). Høringssvar - endret beskatning av fondskonto.
Skattebetalerforeningen. Hentet fra
[https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---endret-beskatning-av-
fondskonto/id2518144/?uid=217aa790-0739-41c0-9bc9-19f8052351c6](https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---endret-beskatning-av-fondskonto/id2518144/?uid=217aa790-0739-41c0-9bc9-19f8052351c6)

Smarte Penger. (2016, 24.09.). Indeksfond eller aktivt aksjefond?. Hentet fra:
[http://www.smartepenger.no/sparing/104-sparing/2459-indeksfond-eller-aktivt-
aksjefond](http://www.smartepenger.no/sparing/104-sparing/2459-indeksfond-eller-aktivt-aksjefond)

Sollid, S (2011, 10.06). Pensjonsreformen: Hvor rettferdig er pensjonsfordelingen i Norge?

(Mastergradsavhandling, Norges Handelshøyskole) Hentet fra
[https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169077/Sollid%202011.pdf?
sequence=1&isAllowed=y](https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169077/Sollid%202011.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Stortinget (u.d). 6. Fritaksmetoden. Innst. O. nr. 10 (2004-2005). Hentet fra
[https://stortinget.no/nn/Saker-og-publikasjoner/publikasjoner/Innstillingar/Odelstinget
/2004-2005/inno-200405-010/6/](https://stortinget.no/nn/Saker-og-publikasjoner/publikasjoner/Innstillingar/Odelstinget/2004-2005/inno-200405-010/6/)

Statsbudsjettet. (2016, 01.01). Statsbudsjettet 2016. Hentet fra
[http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Dokumenter1/Budsjettdokumenter
/Skatte--avgifts/Prop-1-LS-/Del-2-Narmere-om-de-enkelte-forslagene/3-Skatt-pa
-inntekt-/](http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Dokumenter1/Budsjettdokumenter/Skatte--avgifts/Prop-1-LS-/Del-2-Narmere-om-de-enkelte-forslagene/3-Skatt-pa-inntekt-/)

Temre, E. (2016, 21.12). Gunstig ordning med aksjesparekonto. Hentet fra
<https://drivkraft.ey.no/2016/12/21/gunstig-ordning-med-aksjesparekonto/>

Ubøe, J. (2015). Statistikk for økonomifag. Oslo: Gyldendal.

Verdipapirforetakenes Forening (2017). Høringssvar - Aksjesparekonto.
Verdipapirforetakenes Forening. Hentet fra
[https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---om-forskriftsbestemmelser
-om-aksjesparekonto/id2544893/](https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---om-forskriftsbestemmelser-om-aksjesparekonto/id2544893/)

Verdipapirfondenes Forbund (2017, 12.05). Nordmenn opprettet 25.000 spareavtaler i fond - VFF. Hentet fra [http://vff.no/news/2017/nordmenn-opprettet-25-000-
spareavtaler-i-fond](http://vff.no/news/2017/nordmenn-opprettet-25-000-spareavtaler-i-fond)

Verdipapirfondenes Forening (2016, 28.06). Flere unge sparer i fond - VFF. Hentet fra
<http://vff.no/news/2016/flere-unge-sparer-i-fond>

Verdipapirfondenes Forening (2015, 17.07). Tror boligkjøp er mindre risikabelt enn banksparing - VFF. Hentet fra [http://vff.no/news/2015/tror-boligkjøp-er-mindre-
risikabelt-enn-banksparing](http://vff.no/news/2015/tror-boligkjop-er-mindre-risikabelt-enn-banksparing)

Vedlegg

Vedlegg 1: Oversikt over parameterne som brukes i modelleringen

Tabell 9 Oversikt over parameterne i modellene

Parameter	Forklaring
n	Antall investeringsår
Y	Investeringsbeløp
r	Avkastning
σ_G	Standardavvik global
σ_E	Standardavvik EØS
o	Oppjusteringsfaktor
skj	Skjermingsfradrag
t_a	Skatt på aksjegevinst og utbytte
t_r	Skatt på renteinntekt
g_{af}	Gebyr aksjefond
g_{fk}	Gebyr fondskonto
g_{as}	Gebyr aksjesparekonto
$f_{101\%}$	Forsikringspremie 101%
$f_{150\%}$	Forsikringspremie 150%
tg_{af}	Tegningsgebyr aksjefond
tg_{as}	Tegningsgebyr aksjesparekonto
ig_{af}	Innløsningsgebyr aksjefond
ig_{as}	Innløsningsgebyr aksjesparekonto

Vedlegg 2: Skjermingsfradrag

Ved beregning av skjermingsfradraget etter 30 år har vi tatt utgangspunkt i inngangsverdien på 100 000 kroner som ble investert i et av produktene. Dette beløpet har vi addert med den gjennomsnittlige skjermingsrenten og deretter aggregert opp til 30 år. Fradraget etter 30 år blir basert på våre beregninger kroner 158 634,57, og utregningen vises i *tabell 10* under.

Tabell 10 Skjermingsfradrag

	Skjermingsfradrag årlig	Aggregert skjermingsfradrag
1	kr 1 550,00	kr 101 550,00
2	kr 1 574,03	kr 103 124,03
3	kr 1 598,42	kr 104 722,45
4	kr 1 623,20	kr 106 345,65
5	kr 1 648,36	kr 107 994,00
6	kr 1 673,91	kr 109 667,91
7	kr 1 699,85	kr 111 367,76
8	kr 1 726,20	kr 113 093,96
9	kr 1 752,96	kr 114 846,92
10	kr 1 780,13	kr 116 627,05
11	kr 1 807,72	kr 118 434,77
12	kr 1 835,74	kr 120 270,50
13	kr 1 864,19	kr 122 134,70
14	kr 1 893,09	kr 124 027,79
15	kr 1 922,43	kr 125 950,22
16	kr 1 952,23	kr 127 902,44
17	kr 1 982,49	kr 129 884,93
18	kr 2 013,22	kr 131 898,15
19	kr 2 044,42	kr 133 942,57
20	kr 2 076,11	kr 136 018,68
21	kr 2 108,29	kr 138 126,97
22	kr 2 140,97	kr 140 267,94
23	kr 2 174,15	kr 142 442,09
24	kr 2 207,85	kr 144 649,94
25	kr 2 242,07	kr 146 892,02
26	kr 2 276,83	kr 149 168,84
27	kr 2 312,12	kr 151 480,96
28	kr 2 347,95	kr 153 828,91
29	kr 2 384,35	kr 156 213,26
30	kr 2 421,31	kr 158 634,57

Vedlegg 3: Kostnadsestimering for fondskonto med 150% forsikringselement

For å beregne forsikringskostnaden til fondskonto med 150% forsikringselement har vi tatt utgangspunkt i tall fått fra Nordnet, DNB og Danica Pensjon.

Nordnet mener at kostnadsstrukturen for 151% forsikringselement vil være høyere enn dagens løsning på grunn av at produktets omfang, art og kompleksitet øker med forsikringselementets størrelse. Blant annet vil det bli naturlig å hente inn helseerklæringskjema fra kundene ved et større forsikringselement. Et estimat fra Nordnet vil gi en økning i kostnader på 20% til 30%.

DNB og Danica Pensjon har gjort en mer detaljert analyse av kostnadsøkningen og regner forsikringskostnaden som en andel av saldo. Begge tilbyderne ser for seg at kostnadene øker jevnt med alder. Som Nordnet ser de for seg at kontoen også må ta i bruk helsevurdering som andre forsikringsprodukter.

Tabell 11 og tabell 12 under viser DnBs og Danica Pensjons anslag på forsikringskostnader for fondskonto med 150% forsikringselement.

Tabell 11 DnBs anslag på forsikringskostnader

Forsikringseiers alder	saldo	forsikring	premie andel av saldo 50%	Premie andel av saldo 1%
20	2 millioner	1 million	0,0275%	0,001%
30	2 millioner	1 million	0,0357%	0,001%
40	2 millioner	1 million	0,0609%	0,001%
50	2 millioner	1 million	0,1388%	0,002%
60	2 millioner	1 million	0,3796%	0,006%

Tabell 12 Danica Pensjons anslag på forsikringskostnader

Forsikringseiers alder	Saldo	Forsikring	Premie andel av saldo 50%	Premie andel av saldo 1%
25	1 million	500 000	0,0143 %	0,0003 %
30	1 million	500 000	0,0179 %	0,0004 %
35	1 million	500 000	0,0243 %	0,0005 %
40	1 million	500 000	0,0355 %	0,0007 %
45	1 million	500 000	0,0552 %	0,0011 %
50	1 million	500 000	0,0901 %	0,0018 %
55	1 million	500 000	0,1514 %	0,0030 %
60	1 million	500 000	0,2594 %	0,0052 %
65	1 million	500 000	0,4495 %	0,0090 %
70	1 million	500 000	0,7845 %	0,0157 %
75	1 million	500 000	1,3745 %	0,0275 %

Informasjonen fra disse tre leverandørene er bakgrunnen for vår estimering av forsikringskostandene basert på vår kalibreringsprofil vist i *tabell 13* under.

Tabell 13 Estimering av forsikringskostnader

Forsikringseiers alder	Saldo	Forsikring	Premie andel av saldo 50%	Premie andel av saldo 1%
30	1 million	500 000	0,0260%	0,0156%
40	1 million	500 000	0,0505%	0,0165%
50	1 million	500 000	0,1268%	0,0191%

Vedlegg 4: Metodisk forklaring av Monte Carlo simulering

Dette vedlegget vil forklare hvordan vi bygger videre på de presenterte modellene og bruker Monte Carlo simulering til å beregne spareproduktene sluttverdi i analysen. Vi har valgt å bruke Monte Carlo simulering som et supplement til kalibrering av modellene da stokastisk simulering anerkjenner at det finnes usikkerhet i parametrene, i motsetning til kalibrering av de deterministiske modellene. Ved bruk av simulering får vi dermed et riktigere bilde av modellenes sluttverdi og den tilhørende usikkerheten rundt denne verdien. Monte Carlo simulering ser på et stort antall utfall som gir oss mer informasjon om hvilke verdier sluttbeløpet kan ha, samtidig tar vi med variabelen standardavvik som gir oss et bedre grunnlag for analysen da vi får med risikoaspektet.

Monte Carlo simulering brukes til modellering av situasjoner med usikkerhet som ikke nødvendigvis kan løses analytisk. Metoden går ut på at tilfeldige tall benyttes for å anslå verdiene til usikre parametre, for deretter å skape en fordeling av mulige utfall (Benninga, 2014). Disse tilfeldige tallene er videre med på å beregne ulike scenarier basert på modellene for sluttverdi. Excels funksjoner brukes gjentatte ganger til å velge verdier fra en forhåndsdefinert sannsynlighetsfordeling knyttet til de usikre variablene i modellen (Osmundsen, 2005). Det er viktig at valget av verdiene fra sannsynlighetsfordelingen til modellen skal skje tilfeldig og at tallene er uavhengig av hverandre. Flere scenarier for sluttverdien utgjør resultatet som er den representative sentralverdien, denne forekommer fordi et stort antall utfall med variasjon vil tendere mot en sentralverdi (Osmundsen, 2005). Store talls lov forklarer dette funnet ved at en rekke observasjoner konvergerer mot en forventningsverdi når antall observasjoner blir stort nok (Store norske leksikon, 2017).

Fordelen ved å bruke simulering er at en raskt kan simulere store mengder tallmateriale flere ganger. Ved å kjøre mange simuleringer av modellene får vi et estimat som gir forventet verdi basert på den tilfeldige avkastningen. Modellene simuleres av et antall iterasjoner, der sluttverdien gjennomgås i hver iterasjon. For å få et korrekt resultat er det viktig å kjøre et tilstrekkelig antall iterasjoner. Hva som anses som et stort nok antall avhenger av modellens kompleksitet. Jo flere modellresultater som beregnes jo mindre blir konfidensintervallet og de stokastiske verdiene blir mer nøyaktig (Osmundsen, 2005). Ved flere simuleringer vil kvaliteten på estimatet øke, gjøre modellen mer eksakt og redusere feilledet til Monte Carlo simuleringen. Feilledet er tilnærmet normalfordelt, har en standardfeil og en forventning lik

null (McDonald, 2014). Reduksjon i feilledet vil føre til at vi må multiplisere opp antall simuleringer, eksempelvis må vi firedoble antall simuleringer dersom vi halverer feilestimatet (McDonald, 2014). Det er vanligvis tilstrekkelig å kjøre rundt 10 000 iterasjoner og vi bruker derfor dette antallet i vår simulering.

Fordelen med metoden er også at en står relativt fritt til hvordan man bygger opp modellen. I vår beregning av sluttverdien til spareproduktene beregner vi avkastning, den usikre variabelen, ved bruk av Excel og formelen $Norm.Invers(tilfeldig();avkastning;standardavvik)$. Avkastningene vi får er normalfordelt og varierer da fra negative til positive verdier basert på avkastningen og standardavviket vi fant i estimeringen av parametrene kapittel 6. Med en tidshorisont på 30 år lager vi 30 tilfeldige avkastninger og regner ut sluttverdien til investeringsbeløpet basert på disse. Etter endte 30 år legger vi til skjermingsfradrag på spareproduktene som har fradraget og trekker ut skatten før vi sitter igjen med netto sluttverdi. Neste steg er å generere 10 000 iterasjoner for å komme nærmest mulig korrekt sluttverdi. Vi bruker da netto sluttverdi og data tabell funksjonen i Excel for å generere disse. De 10 000 iterasjonene er videre basene for vårt svar ved bruk av Monte Carlo simulering. Oppsettet vårt for å finne netto sluttverdi er illustrert i grafen under som viser at sparebeløpet per år i stor grad påvirkes av den tilfeldige avkastningen for det bestemte året. De årlige kostnadene, samt innløsnings- og tegningsgebyr ved investering og uttak vil også påvirke beløpet i figuren.

Figur 15 Sluttverdi per år basert på tilfeldig avkastning



For å kunne tolke iterasjonene finner vi gjennomsnitt, median, standardavvik og persentilene av dataen. Resultatet benyttes også til å lage en frekvenstabell for å kunne se resultatet som et histogram. Histogrammet er ikke symmetrisk normalfordelt men har en positiv skjevhet, i form av en lang hale, som forteller at det er flest høye ekstremverdier. Ekstremverdiene reduseres ved mindre volatilitet i form av standardavvik.

En utfordring ved Monte Carlo simulering er å finne relevante sannsynlighetsfordelinger for de usikre variablene (Osmundsen, 2005). Spesielt der historisk data ikke brukes og en dermed må anslå fordelingene. Det kreves også veldig mange repetisjoner av modellen for å oppnå et riktig estimat, spesielt gjelder dette ved komplekse modeller. Som et verktøy for å vurdere verdiene til modellene våre kan Monte Carlo ses på som unøyaktig og unyttig da vi i prinsippet kan regne ut modellen uten å simulere. Likevel anser vi det som et nyttig verktøy for vår analyse da vi ønsker å analysere modellene for fremtiden, og fremtidens parametre er usikre.

Nedsiderisiko - Value at risk

Value at risk (VaR) kan brukes som et verktøy for å måle avkastning og risiko. VaR viser det maksimale potensielle tapet av en investering som følge av bevegelsene i markedet over en gitt tidsperiode. VaR kan brukes til å tallfeste tapet volatiliteten kan påføre aktøren. En kan velge mellom ikke-parametrisk og parametrisk VaR, samt VaR for Monte Carlo. Ikke-parametrisk bruker historisk data, parametrisk bruker ikke data og Monte Carlo versjonen ser på hypotetisk fremtidig data. Monte Carlo er fleksibel det vil si at den får med tidsvariasjoner i fete haler, volatilitet og ekstreme verdier. Vi bruker VaR til å forutse hvor sannsynlig det er å få en negativ sluttverdi etter 30 år basert på de ulike spareproduktene i analysen. Et problem med VaR er at det viser hvor mye en maksimalt kan forvente å tape ved en gitt persentil, ikke nødvendigvis hvor stort tapet kommer til å bli om det blir større enn det VaR har foreslått.

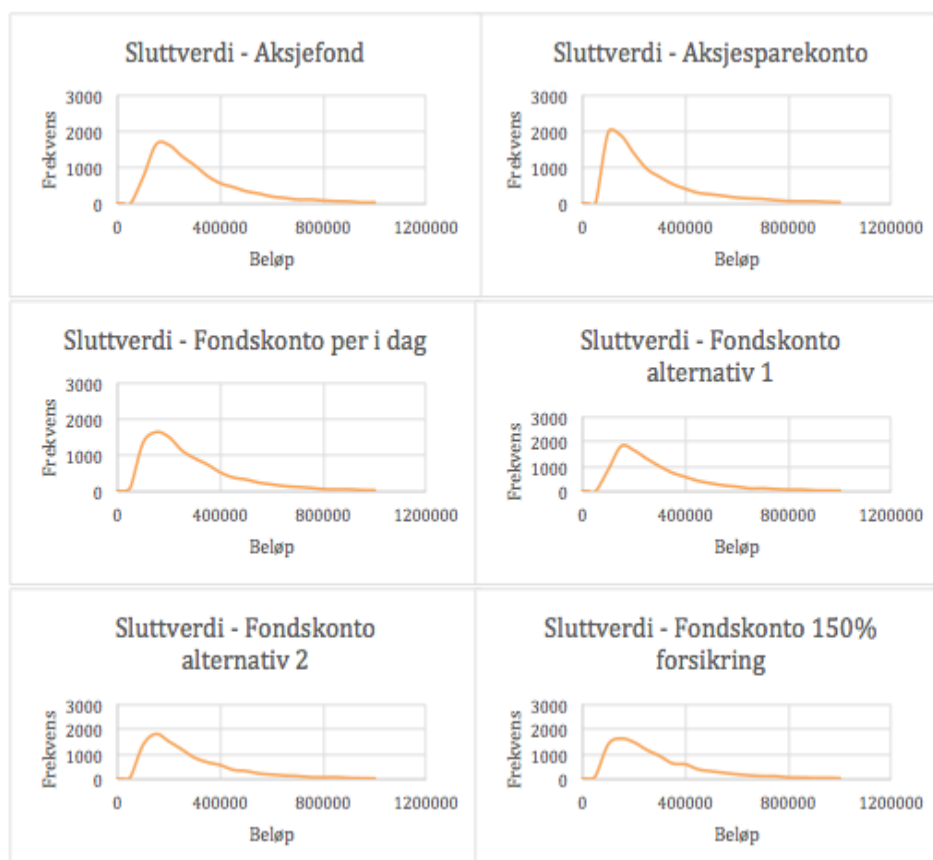
Monte Carlo simulering av sluttverdi

Vi har brukt Monte Carlo simulering til å bekrefte sluttverdiene funnet ved kalibreringen. Ved Monte Carlo simulering tar vi med risiko i form av standardavvik som faktor og vi simulerer sluttverdien 10 000 ganger. Dette fører til at avkastningen endrer seg rundt avkastningsmålet på 5%, og at sluttverdiene vil variere ved alle de 10 000 iterasjonene. Siden vi genererer tilfeldige variabler vil valgt standardavvik påvirke avkastningen, og vi får flere ekstreme tap

og gevinster jo større standardavviket blir. Dette fører til at den simulerte sluttverdien varierer fra den kalibrerte sluttverdien funnet i oppgaven.

Sluttverdien til spareproduktene vil variere avhengig av hvilken avkastning som forekommer ved simuleringen. Under i *figur 16* vises de ulike spareproduktene i diagrammer med frekvens på den vertikale aksene og beløp på den horisontale aksene. Toppunktet viser beløpet som inntreffer flest ganger, altså det investoren kan forvente seg om han eller hun sparer i den gitte kontoen. En ser overordnet at det ikke er store forskjeller mellom sluttverdien til produktene og at resultatene ser relativt like ut. For å få forskjellene tydeligere frem har vi valgt å fjerne ekstremverdiene i de høyrevendte halene. En ser fra diagrammene at alle spareproduktenes fordelinger av sluttverdi har forskjellig grad av kurtose. Siden avkastningen er antatt normalfordelt i simuleringen vil det være de andre parametrene som påvirker spisssheten. Sluttverdien som forekommer flest ganger for de ulike spareproduktene, altså typetallet, varierer mellom kroner 100 000 og 150 000, og det ser ut til at *aksjesparekontoen* kommer best ut med høyest gjentatte sluttverdi.

Figur 16 Sluttverdi med Monte Carlo simulering



Tabell 14 viser sentralmålene vi vil se på for de ulike produktene. Vi ser at *Aksjesparekontoen* kommer best ut om vi ser på gjennomsnitt, etterfulgt av *Aksjefond*. Det altså to av spareproduktene med skjermingsfradrag som kommer best ut også ved simulering. Da alt annet enn forsikringselementet er likt mellom *Fondskonto per i dag* og *Fondskonto med 150% forsikring* ser vi at det er kostnadene som har betydning for hvilke av de som gir best utfall, selv om denne forskjellen er svært liten. Som vist ved kalibreringen kommer *Fondskonto alternativ 2* dårligst ut, og vil være en taper dersom dette alternativet kommer på markedet. *Fondskonto alternativ 1* derimot kommer ut som produktet med tredje beste gjennomsnittlige sluttverdi. Dette viser også hvor stor positiv innvirkning skjermingsfradraget har på spareproduktene da alt annet er likt mellom *Fondskonto alternativ 1* og *Fondskonto alternativ 2*.

Tabell 14 Sentralmål for spareproduktene

Spareprodukt	Gjennomsnitt	Median
Aksjefond	313 040	235 869
Fondskonto per i dag	297 811	218 235
Fondskonto alternativ 1	301 004	227 154
Fondskonto alternativ 2	277 019	203 035
Fondskonto 150% forsikring	296 212	216 817
Aksjesparekonto	322 766	191 066

Median er punktet der arealet under kurven deles i to, halvparten av kurven er til venstre og den resterende halvparten til høyre. Målet er informativt da fordelingene av sluttverdi til produktene ikke er symmetrisk, men skjev. Vi ser at medianen er høyest for *Aksjefond*, og at *Aksjesparekonto* kommer ut med en lavere median enn alle de andre produktene. Medianen blir mindre påvirket av ekstreme verdier noe som kan tilsi at produktenes sluttverdi mest sannsynlig er generelt lavere enn hva gjennomsnittet tilsier.

Basert på Monte Carlo simuleringen ser vi at *Aksjesparekontoen* kommer best ut med høyest typetall og gjennomsnittlig sluttverdi, men med lavest median av spareproduktene. Det er likevel viktig å påpeke at det ikke er spesielt store forskjeller mellom sluttverdiene til produktene. *Aksjefond* og *Fondskonto alternativ 1* kommer også godt ut og ser ut som gunstige produkter. Samtidig er *Fondskonto alternativ 2* den klare taperen blant spareproduktene både ved kalibrering og simulering. Dette tilsier at spareprodukter med skjermingsfradrag er de mest gunstige for sparerer.