



Marginer i investeringsrådgivning

*Konsekvenser av MiFID II, FinTech og lavkostfond i bransjen
for investeringsrådgivning ovenfor privatpersoner*

Andreas Falk-Pedersen og Kristian Solberg

Veileder: Øystein Gjerde

Masteroppgave, Økonomi og Administrasjon, Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Forord

Denne masteroppgaven er et resultat av selvstendig arbeid i hovedprofilen finansiell økonomi (FIE) ved Norges Handelshøyskole (NHH). Problemstillingen ble tildelt oss av Gabler Investment Consulting gjennom Finans Bergen.

Takk til vår veileder professor Øystein Gjerde ved NHH og Jonas Osland ved Gabler.

Det har vært en spennende arbeidsprosess, og vi håper at oppgaven kan by på interessant lesning.

Sammendrag

Bakgrunnen for denne studien er en pågående debatt rundt finansiell rådgivning til privatpersoner, og innføringen av nye reguleringer for finansforetak.

Oppgaven tar utgangspunkt i grenseinntekten for investeringsrådgivere i personmarkedet og diskuterer flere trender i denne bransjen. Vi belyser hvordan inntektene i bransjen har utviklet seg over tid, og ser på hvilke momenter som vil være viktige for utviklingen i tiden fremover. Videre undersøker vi hvordan rådgivningsprosessen i personmarkedet kan være preget av insentivproblemer, og hvilke konsekvenser dette kan ha. Vi undersøker også om innføringen av MiFID II kan redusere eventuelle insentivproblemer i rådgivningen til privatpersoner, og hvilken påvirkning dette vil ha på marginene til investeringsrådgiverne.

Oppgaven benytter seg av to type data. Den ene er fondsdata hentet fra Verdipapirfondenes Forening og Morningstar, som blir brukt for å beskrive utviklingen i avgifter i fond og allokering til fondstyper over tid. Den andre er en spørreundersøkelse som blir brukt for å undersøke privatpersoner holdninger knyttet til investeringer i fond og bruken av investeringsrådgivere.

Funnene fra spørreundersøkelsen viser at over halvparten av respondentene som sparer i fond ikke vet hva de betaler i forvaltningsgebyrer. Vi fant at respondentene heller mot at de mener at det er problematisk med tilknyttet rådgivning, og at en vesentlig del av respondentene er villige til å betale mer for uavhengig rådgivning.

Oppgaven konkluderer med at det har vært et press på grenseinntektene til investeringsrådgivere, men at dette motvirkes av en sterk vekst i forvaltningskapital. Privatpersoner investerer i økende grad i passivt forvaltede fond, men allokeringen til disse fondene er på et relativt lavt nivå. Insentivproblemer kan til dels ha bidratt til å holde allokeringen til passivt forvaltede fond på et relativt lavt nivå. Betydningen av regelverket MiFID II vil sannsynligvis være begrenset på marginene til investeringsrådgiverne. Det eksisterer informasjonsasymmetrier i markedet som vil redusere effekten av flere endringer som innføres med MiFID II. Mye av problematikken knyttet til returprovisjonene som eksisterte før MiFID II, vil fortsatt være til stede etter at regelverket trer i kraft. Robotrådgivning er både en mulighet og en trussel for investeringsrådgiverne. Robotrådgiverne vil sannsynligvis påvirke bransjen mer på lang enn på kort sikt.

Innholdsfortegnelse

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
FIGURLISTE	7
TABELLISTE	8
1. INNLEDNING OG FORMÅL	9
1.1 OPPGAVENS FORMÅL	10
2. PROBLEMSTILLING	11
3. LITTERATUR	12
3.1 PRINSIPAL-AGENT-TEORI	12
3.2 AKTIV OG PASSIV FORVALTNING	15
3.2.1 <i>Marked og referanseindeks</i>	16
3.2.2 <i>Markedssyn og markedseffisiens</i>	16
3.2.3 <i>Hva empirien sier om aktiv og passiv forvaltning</i>	18
3.2.4 <i>Skapindeksring og systematisk risikoeksponering</i>	20
3.2.5 <i>Kostnader i fond</i>	22
3.2.6 <i>Lavkostfond</i>	24
3.3 LAV AVKASTNING.....	26
3.4 FINANSIELL RÅDGIVNING OG SPAREPROSESSEN	28
3.5 REGULERINGER	31
3.5.1 <i>Om MiFID I</i>	32
3.5.2 <i>Bakgrunn og struktur i MiFID II</i>	32
3.5.3 <i>Uavhengig og tilknyttet rådgivning under MiFID II</i>	33
3.5.4 <i>Informasjonsplikt og spesifisering av kostnader under MiFID II</i>	35

3.5.5	<i>Etterlevelse av MiFID II</i>	36
3.6	FINANSIELL TEKNOLOGI (FINTECH) OG ROBOTRÅDGIVNING	37
4.	METODE	40
4.1	FORSKNINGSFORMÅL	40
4.2	FORSKNINGSDESIGN	41
4.3	SPØRREUNDERSØKELSENS GJENNOMFØRING OG UTFORMING	42
4.3.1	<i>Populasjon og utvalg</i>	42
4.3.2	<i>Kilder til feil</i>	43
4.3.3	<i>Utformingen av spørreskjemaet</i>	45
4.3.4	<i>Utformingen av de ulike spørsmålene</i>	47
4.3.5	<i>Innhenting av data og gjennomføring av spørreundersøkelsen</i>	50
4.3.6	<i>Pretest</i>	52
4.3.7	<i>Spørreskjemaets begrensninger</i>	52
4.3.8	<i>Erfaringer ex post</i>	53
4.4	METODE FONDSDATA	54
4.4.1	<i>Operasjonalisering</i>	54
4.4.2	<i>Trendanalyse</i>	55
4.4.3	<i>Datainnsamling</i>	55
4.4.4	<i>Definisjoner</i>	57
4.4.5	<i>Begrensninger knyttet til fondsdata</i>	58
4.5	HYPOTESER	59
5.	RESULTATER	61
5.1	RESULTATER FRA FONDSDATA	61
5.1.1	<i>Oppsummering fondsdata</i>	71

5.2	SPØRREUNDERSØKELSENS RESULTATER.....	71
5.2.1	<i>Beskrivelse av respondentene.....</i>	<i>71</i>
5.2.2	<i>Resultatene fra spørsmålene om fondssparing.....</i>	<i>75</i>
5.2.3	<i>Resultatene fra spørreundersøkelsens spørsmål om rådgivning.....</i>	<i>78</i>
5.2.4	<i>Oppsummering av funnene fra spørreundersøkelsen.....</i>	<i>80</i>
6.	DRØFTING.....	82
6.1	FONDSDATA.....	82
6.1.1	<i>Økt indeksforvaltning.....</i>	<i>84</i>
6.1.2	<i>Lav avkastning.....</i>	<i>86</i>
6.2	REGULERINGER (MiFID II).....	86
6.2.1	<i>Skillet mellom uavhengige og tilknyttede rådgivere.....</i>	<i>86</i>
6.2.2	<i>Skjerpet informasjonsplikt.....</i>	<i>93</i>
6.2.3	<i>Kostnader til etterlevelse av MiFID II.....</i>	<i>97</i>
6.2.4	<i>Oppsummering av konsekvensene av MiFID II.....</i>	<i>98</i>
6.3	FINANSIELL TEKNOLOGI.....	99
7.	EVALUERING AV FORSKNINGEN.....	108
7.1	RELIABILITET.....	108
7.2	VALIDITET.....	109
8.	KONKLUSJON.....	111
9.	LITTERATURLISTE.....	114
10.	APPENDIKS.....	120
10.1	DURBIN-WATSON TEST FOR AUTOKORRELASJON.....	120
10.2	SPØRRESKJEMAET.....	122
10.3	SPØRREUNDERSØKELSENS RESULTATER.....	127

Figurliste

Figur 3-1 Sammenheng mellom forvaltningskapital og kostnader (Latzko, 1999)	23
Figur 3-2 Utvikling i andel indeksfond i Storbritannia (Furusest, 2017b).....	35
Figur 5-1 Utvikling i forvaltningskapital, verdivektet snitt av avgiftsnivå og estimert inntjening.....	64
Figur 5-2 Utvikling i vektning av ulike fondsklasser.....	66
Figur 5-3 Utvikling i vektning av indeksfond	67
Figur 5-4 Utvikling i verdivektet gjennomsnittlig avgiftsnivå innad i hver fondsklasse (kun aktive fond).....	68
Figur 6-1 Svar på spørsmål om betalingsvilje for uavhengig rådgivning	89
Figur 6-2 Svar på spørsmål 11, påstand 6: Det er viktig for meg at rådgiver er en kjent aktør	101
Figur 6-3 Tillit til internettrådgivning fordelt på alder.....	102
Figur 6-4 Tillitt til rådgivning fra en person kontra en robot (Finans Norge, 2017).....	104
Figur 6-5 Verdi privataksjonærer fordelt etter alder (Aksje Norge, 2017)	105

Tabelliste

Tabell 5-1 Andel av forvaltningskapital dekket i undersøkelsen	62
Tabell 5-2 Stigningstall: Forvaltningskapital, avgiftsnivå og estimert inntjening	65
Tabell 5-3 Stigningstall: utvikling i vektning av indeksfond	67
Tabell 5-4 Stigningstall: utvikling i verdivektet gjennomsnittlig avgiftsnivå innad i hver fondsklasse (kun aktive fond)	69
Tabell 5-5 Svar: Sparer du i fond eller har aksjeplasseringer?	72
Tabell 5-6 Respondentenes rapporterte utdanningsnivå	72
Tabell 5-7 Svar på spørsmål 16: Hvor mye har du plassert i fond/aksjer?	73
Tabell 5-8 Respondentenes rapporterte kjønn.....	73
Tabell 5-9 Respondentenes rapporterte alder	74
Tabell 5-10 Svar på spørsmål 2: Hvor mye betaler du i forvaltningsgebyr for dine fond i gjennomsnitt	75
Tabell 5-11 Svar på spørsmål 3: Hvilke typer fond har du investert i?	76
Tabell 5-12 Svar på spørsmål 4: I hvilken grad er du enig i følgende påstander?	77
Tabell 5-13 Svar på spørsmål 5: Hvor ofte evaluerer du forvaltningsgebyrene i dine fond ..	78
Tabell 5-14 Svar på spørsmål 11: I hvilken grad er du enig i følgende utsagn.....	78
Tabell 5-15 Svar på spørsmål 12: Se for deg følgende scenario: Du ønsker å sette 100 000 kroner inn i langsiktig fondssparing. Hvor mye ekstra ville du vært villig til å maksimalt betale årlig for en uavhengig rådgiver sammenlignet med en ikke-uavhengig rådgiver?	80
Tabell 6-1 Svar på spørsmål 2: Hvor mye betaler du i forvaltningsgebyr i gjennomsnitt for dine fond?.....	94
Tabell 6-2 Oppsummering av konsekvenser av MiFID II	98

1. Innledning og formål

I begynnelsen av oktober i år publiserte forbrukerrådet en artikkel med ingressen:

«En undersøkelse fra Forbrukerrådet viser at de aller færreste bankrådgivere informerer nok om gebyrer når de selger fond» (Struksnæs, 2017)

De fleste vil si seg enig i at pris er en viktig beslutningsvariabel ved kjøp av varer eller tjenester. Men i forbrukerrådets undersøkelse oppgav bare 2 prosent av respondentene «gebyrer» på spørsmålet «Hva la bankens rådgiver mest vekt på da du kjøpte fondet?». Det klart mest populære salgsargumentet ser ut til å være historisk avkastning og/eller rating. Hele 87 prosent av respondentene oppgav at dette ble tillagt mest vekt fra rådgivers side.

Tidligere i år publiserte de en annen artikkel om problematikken. De mener at bransjen har et opplagt motiv for å påstå at dyrere aktive fond slår de billige fondene, fordi disse fondene generere mer gebyrinntekter for rådgiver og forvalter (Kaldestad, 2017). Videre forklarer de hvordan bransjen legger ned fond som har prestert dårlig, slik at det for forbrukeren kan se ut som at aktive fond skaper betydelig meravkastning. Dette er i litteraturen kjent som «survivorship bias».

Morningstar har gjort en vurdering av fondsmarkeder i 25 land. Her får Norge, sammenlignet med resten av gruppen bunnrangering sammen med tre andre land i kriteriet «sales» (Serhan et al., 2017). Dette fordi en stor del av fondssalg skjer gjennom tilknyttede rådgivere, som vil si at rådgiver anbefaler egne produkter eller får kompensasjon gjennom returprovisjoner fra tredjepart. Det norske fondsmarkedet ser altså ut til å være i en særstilt dårlig stand når det kommer til rådgivning ovenfor investorer.

Vi synes dette er et viktig tema, spesielt nå som privatpersoner oppfordres til å spare mer privat til pensjon som følge av pensjonsreformen. Hvis det er slik at privatpersoner har et inntrykk av at rådgiver gir råd til det beste for mottakeren, når dette ikke er tilfelle, er det åpenbart problematisk. Det kan skape en situasjon der forbrukernes tillit til rådgiverne fører til at de betaler langt mer enn de egentlig burde eller ønsker for fondstjenestene de mottar.

1.1 Oppgavens formål

Det overordnede formålet med masteroppgaven er å beskrive den historiske utviklingen i marginene til finansielle rådgivere og si noe om hvordan vi tror marginene vil utvikle seg i fremtiden i lys av noen utvalgte momenter. Vi vil belyse hvordan belønningssystemer i finansiell rådgivning kan skape insentivproblemer, og hvilke konsekvenser nye reguleringer kan få på dette området.

Vi har benyttet data om utviklingen i forvaltningsgebyrer og forvaltningskapital i norske verdipapirfond for å si noe om hvordan utviklingen i marginene til de finansielle rådgiverne har utviklet seg over tid. Videre har vi benyttet et spørreskjema, hvor vi undersøker privatpersoners kunnskapsnivå knyttet til sparing i aksjer og fond, holdninger til fondssparing og holdninger til finansielle rådgivere. Svarene fra spørreundersøkelsen har blitt brukt til å belyse hvorfor vi ser den historiske utviklingen vi ser og hvordan vi kan forvente at utviklingen kan bli i fremtiden.

Når vi i denne oppgaven skriver om finansielle rådgivere, innebærer det investeringsrådgivere som gir råd til privatpersoner om sparing. Oppgaven omhandler ikke andre finansielle rådgivere som for eksempel kredittrådgivere eller forsikringsrådgivere.

2. Problemstilling

Vi ønsker å studere markedet for finansiell rådgivning i personmarkedet. Vi har avgrenset oppgaven til å handle om investeringsrådgivning overfor privatpersoner i det norske markedet.

1. Hvordan har marginene for de finansielle rådgiverne utviklet seg frem til nå, og hvilke utviklingstrekk forventer vi i fremtiden?

2. Hvilke beslutningsvariabler er viktige for privatpersoner ved mottak av finansiell rådgivning og kjøp av fond? Er forbrukerne bevisst på de insentivproblemene som kan oppstå i en rådgivningssituasjon, og er de prisbevisste?

Vi ønsker å ta utgangspunkt i tre momenter som ofte blir omtalt som viktige for bransjen fremover. Det er: økt konkurranse fra lavkostfond, nye reguleringer og finansiell teknologi.

3. Litteratur

I denne delen vil vi presentere aktuell litteratur relevant til oppgavens problemstilling. Videre skal vi gjøre rede for trendene som kan ha påvirkning på marginene til de finansielle rådgiverne. Vi skal se nærmere på trender knyttet til reguleringer, teknologi og lavkostfond. Temaene diskutert i dette kapitlet vil senere bli diskutert i lys av resultater fra egne undersøkelser i drøftingskapitlet.

3.1 Prinsipal-agent-teori

I dette delkapitlet skal vi presentere prinsipal-agent-teorien. Denne teorien kan gi oss innsikt i hvordan forholdet mellom investoren og rådgiveren fungerer, og hvilke problemer som kan oppstå i et slikt forhold. Dette forholdet vil være et tema som kommer igjen flere ganger i oppgaven, og vil bli diskutert i senere kapitler.

Prinsipal-agent-teori handler om hvordan man ved bruk av insentiver kan sammenstille målene til eieren og den ansatte. Vi kaller eieren for prinsipalen og den ansatte for agenten, og forholdet mellom de to partene et prinsipal-agent-forhold. Teorien tar utgangspunkt i prinsipal-agent-problemet, som oppstår når prinsipalen har delegert beslutningsmyndighet til agenten, og når det ikke er sammenfallende målsetninger blant de to partene (Hendrikse, 2003, s. 90).

Det er vanlig at investorer benytter seg av råd fra en finansiell rådgiver. I en slik situasjon kan det oppstå prinsipal-agent-problemer. Investoren er prinsipalen som delegerer beslutningsmyndighet til rådgiveren (agenten). Prinsipal-agent-problemer knyttet til formuesforvaltning oppstår fordi investor (prinsipal) og rådgiver (agent) har ulike preferanser, insentiver, informasjon og interesser. I tillegg kan prinsipalens mulighet til å observere agentens handlinger være begrenset, og det er også vanskelig for prinsipalen å vurdere hvorvidt agenten har gjort en god jobb eller ikke (Ang, 2014, s. 493).

I et prinsipal agent-forhold er det første steget i forholdet en kontraktsinngåelse (Hendrikse, 2003, s. 95). I forbindelse med kontraktsinngåelsen er det viktig at prinsipalen finner et belønningssystem som gir agenten insentiver til å handle i prinsipalens interesse. Det er vanlig at prinsipalen fastlegger agentens belønningssystem før agenten handler (Hagen, 1990). Denne belønningen kan utelukkende være avhengig av forhold som prinsipalen kan

observere. Et moment som kan skape problemer i den forbindelse er asymmetrisk informasjon mellom partene. Informasjonsproblemet har følgende antagelser (Hagen, 1990):

1. Det er ikke mulig for prinsipalen å observere agentens handlinger, eventuelt vil det være svært kostbart å skaffe slik informasjon.
2. Det er heller ikke sikkert at resultatet som agenten oppnår kun skyldes innsats og ikke faktorer som er utenfor agentens kontroll.

En slik situasjon kan oppstå dersom prinsipalen ikke kan observere agentens handling, men kun resultatet av arbeidet. Det er ikke nødvendigvis noen sammenheng mellom innsats og resultat i henhold til antagelse 2. Dette kan være tilfellet i mange situasjoner i den virkelige verden. Et eksempel kan være en fondskunde (prinsipal) og en rådgiver (agent). Det er vanskelig for kunden å verifisere hvilken innsats rådgiveren gjør, og et godt eller dårlig resultat kan skyldes faktorer utenfor rådgivers kontroll uavhengig av rådgiverens innsats. I dette tilfellet kan det være vanskelig å fastsette en belønning som er knyttet til agentens innsats.

Vi kan også ha en situasjon der prinsipalen kan observere hva agenten gjør, men ikke vet hvilken informasjon agenter legger til grunn for de avgjørelsene som tas. Dette medfører at det er vanskelig for prinsipalen å vite hvorvidt agenten har handlet i prinsipalens beste interesse (Hagen, 1990). Det dermed vanskelig å vurdere om en belønningsstruktur oppnår sammenstilte mål for prinsipal og agent.

Det finnes flere ulike betalingsstrukturer for finansielle rådgivningstjenester (Ang, 2014, s. 505). Den vanligste betalingsmetoden i Norge er returprovisjoner (Kredittilsynet, 2008). Returprovisjoner innebærer at finansielle rådgivere blir kompensert av en produktleverandør for å selge deres produkter. Ang mener at returprovisjonene styrer rådgiverne mot å opptre som selgere/meglere, og at denne betalingsløsningen gir rådgiverne insentiver til å anbefale suboptimale fond og øke handelsfrekvensen (Ang, 2014, s. 503). I en undersøkelse gjennomført av Bergstresser et al. konkluderer de med at fond solgt gjennom meglere underpresterer sammenlignet med fond kjøpt direkte av kunden (Bergstresser, Chalmers, & Tufano, 2009). Dette understreker problematikken med returprovisjoner og er tegn på at det er prinsipal-agent-problemer i forholdet mellom rådgiver/megler og investoren (Ang, 2014, s. 503). Dette vil også gjelde i de tilfellene der rådgiver og forvalter er en del av samme

selskap. Her vil rådgiver også ha insentiver til å anbefale fond som genererer høye gebyrinntekter for selskapet.

Den vanligste formen for betalingsstruktur for rådgivere som ikke mottar returprovisjoner er kostnader som en prosent av investert kapital. Dette kan gjelde rådgivere som fakturerer kunden direkte for rådgivningen, og rådgivere som selger fond som stammer fra eget selskap. Fellesnevneren for alle betalingsløsningene vi har nevnt, er at kostnaden for rådgivningen beregnes som en prosent av investert kapital. Ulempen med kostnader som blir beregnet som en prosent av investert kapital er at i tider med stor vekst i markedet generelt vil investert kapital vokse uavhengig av rådgiverens innsats. Investor kan da ende opp med å belønne rådgiveren for en oppgang som stammer fra andre faktorer enn rådgivers innsats (Ang, 2014, s. 505). Dette vil gjelde når rådgiver mottar returprovisjoner, selger egne fond eller rådgivningen betales direkte av kunden.

Vi kan dele prosessen i et prinsipal-agent-forhold i tre stadier. Først velger/utarbeider prinsipalen en kontrakt, deretter bestemmer agenten om vedkommende aksepterer kontrakten og til slutt bestemmer agenten graden av egen innsats (Hendrikse, 2003, s. 95).

Vi skiller mellom to former for informasjonsasymmetrier som kan skape prinsipal-agent-problemer. Den første formen er skjulte handlinger, og i denne situasjonen kan ikke prinsipalen observere hva agenten foretar seg. I en situasjon med skjulte handlinger påtar prinsipalen seg moralsk risiko (Hagen, 1990). Det er i det siste stadiet av prosessen i forholdet mellom prinsipal og agent at skjulte handlinger kan oppstå, fordi det er vanskelig å vite om det er agentens innsats eller andre faktorer som leder til et godt eller dårlig resultat (Hendrikse, 2003, s. 95).

Den andre formen for informasjonsasymmetrier er skjult informasjon, og betegner en situasjon der agenten har relevant informasjon prinsipalen ikke har. Denne typen informasjonsasymmetri skaper det vi kaller skjevt utvalg (adverse selection). Et problem knyttet til skjult informasjon kan oppstå i forbindelse med kontraktsinngåelsen mellom agenten og prinsipalen. Dette problemet kjennetegnes av at kun agenten kjenner den sanne motivasjonen for sine beslutninger, og prinsipalen ikke vet nøyaktig hva som driver agentens beslutninger (Hendrikse, 2003, s. 96). Problemet med skjevt utvalg oppstår når investoren ikke kan verifisere rådgiverens egenskaper og rådgiveren er bedre informert enn investoren (Ang, 2014, s. 493).

Forholdet mellom finansiell rådgiver og investor kan beskrives som et prinsipal-agent-forhold, og det er generelt en utfordring å få rådgiver og investor til å ha sammenstilte mål for rådgivningen (Døskeland, 2014, s. 410). I denne oppgaven er det nettopp dette forholdet mellom den finansielle rådgiveren og kunden vi vil se nærmere på. Prinsipalen kommer til agenten med et mål om å spare penger til fremtidige behov, og agenten blir delegert beslutningsmyndighet til å sette sammen en spareplan for prinsipalen. Men nøyaktig hvilke elementer som vektlegges og hvilken innsats agenten yter kan være vanskelig for prinsipalen å observere. I tillegg kan det være vanskelig å konkludere med at det er agentens innsats og ikke tilfeldigheter som er bakgrunnen for et godt eller dårlig resultat. Disse usikkerhetene kan være kilder til informasjonsasymmetrier og kan medføre at agenten ikke deler prinsipalens målsetninger. Det vil være naturlig å tenke at enhver innsats som agenten yter medfører et nyttetap for agenten og at det dermed lønner seg for agenten å minimere sin innsats, og dette kan medføre at man fra starten av forholdet har et insentivproblem (Hagen, 1990).

Graden av informasjonsasymmetrier kan variere fra kunde til kunde. Det er et stort sprik i kunnskapsnivået til ulike investorer som mottar rådgivning. Noen kunder vil ha svært lite kunnskap om porteføljeteori og investering, mens noen vil ha mer kunnskap. For de som har lite kunnskap, kan det være vanskelig å oppfatte hvilken informasjon som ligger til grunn for investeringsrådene de får, og det kan oppstå informasjonsasymmetrier gjennom skjevt utvalg som følge av at agenten har relevant informasjon som kunden ikke har (Hendrikse, 2003, s. 96). Både for investorer som har mye eller lite kunnskap kan det være vanskelig å observere rådgiverens handlinger og det kan være vanskelig om å avgjøre om innsatsen rettfærdiggjør kostnadene (agentens belønning) ved rådgivningen.

I drøftingsdelen vil vi diskutere hvordan og hvorfor ulike typer rådgivere vil ha ulike insentiver, og hvordan disse forskjellene kan lede til ulike prinsipal-agent-forhold. Det kan si oss noe om hvilke interessekonflikter som kan oppstå mellom rådgiver og investor og hvordan agentens belønningsstruktur kan bidra til å redusere eller øke graden av interessekonflikt i rådgivningssituasjonen.

3.2 Aktiv og passiv forvaltning

Denne oppgaven har ikke som mål å gi svar på hva som er optimalt i valget mellom aktivt og passivt forvaltede fond. Men det er derimot nyttig å beskrive forskjellene, som et bakteppe

for resten av oppgaven, da et klart hovedskille mellom fond er om fondet er aktivt eller passivt forvaltet.

Når et fond er aktivt forvaltet forsøker forvalteren å oppnå en høyere avkastning enn det som kan forklares av eksponering mot ulike risikofaktorer. Dette må gjøres gjennom å avvike fra vektene i markedsporteføljen, og det finnes mange ulike strategier, men innebærer at forvalter må gjøre egne analyser for å identifisere mulige trender eller feilprising (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, s. G-1). Passiv forvaltning går ut på å replikere en bestemt markedsindeks uten å forsøke å skape meravkastning.

3.2.1 Marked og referanseindeks

Et fond vil ofte ha et klart definert marked som fondet investerer i. Dette markedet er uttrykt gjennom en gitt referanseindeks. Referanseindeksen vil vise hvordan den markedsvektede porteføljen utvikler seg. For et aksjefond kan dette omfatte noterte aksjer på et bestemt marked, eller i en spesiell sektor (Døskeland, 2014, s. 208). La oss for eksempel si at et fond har avgrenset sitt marked til å omfatte alle aksjer på Oslo Børs. Da vil referanseindeksen typisk være Oslo Børs hovedindeks (OSEBX).

Hensikten med å ha et klart definert markedsområde, og derfor også en referanseindeks er blant annet å bruke dette i evalueringen av avkastningen til et fond. Hvis et aktivt forvaltet fond har en lavere avkastning enn referanseindeksen i en gitt periode, betyr dette at fondet har skapt negativ meravkastning ved å avvike fra den markedsvektede porteføljen. Hvis avkastningen i fondet er høyere enn i referanseindeksen har fondet skapt positiv meravkastning. Hvorvidt denne meravkastningen er et resultat av dyktighet, risikoeksponering eller tilfeldigheter kan avgjøres gjennom analyser hvor man korrigerer for eksponering mot systematiske risikofaktorer. For kunden vil det først og fremst være interessant å se på netto meravkastning, som er meravkastningen fratrukket kostnader.

3.2.2 Markedssyn og markedseffisiens

Når en privatperson skal velge mellom passiv eller aktiv forvaltning er det helt sentralt hvordan beslutningstakeren vurderer graden av effisiens i markedet. Graden av effisiens i et

marked kan deles opp i tre ulike hypoteser; svak form, semi-sterk form og sterk form (Bodie, et al., 2014).

Hvis markedet er effisient i svak form innebærer dette at markedsprisene representerer all historisk informasjon. Det vil si informasjon om for eksempel historisk utvikling i pris og volum. Dette betyr i praksis at for eksempel trendanalyse ikke vil gi informasjon som kan utnyttes for å oppnå meravkastning. Hvis det er et "kjøpssignal" i markedet, vil dette allerede være absorbert i dagens priser.

Hvis markedet er effisient i sterk form innebærer dette at markedsprisene reflekterer absolutt all informasjon som er relevant for selskapet. Det inkluderer også privat informasjon og informasjon som bare er tilgjengelig for insidere. Få vil si seg enig i denne versjonen av markedseffisiens. Det er innført strenge reguleringer for å hindre innsidehandel, og det vil i mange tilfeller være vanskelig å skille mellom privat informasjon og innsideinformasjon.

Hvis markedet er effisient i semi-sterk form, innebærer dette at markedsprisene reflekterer all offentlig tilgjengelig informasjon, som også inkluderer historisk informasjon. Dette kan være informasjon om for eksempel ledelsen, kvartalsrapporter og finansiering.

Hvis man mener at markedet er perfekt effisient i semi-sterk form kan man argumentere for at det er logisk å velge passiv forvaltning. Dette er fordi i et effisient marked, hvor all offentlig informasjon allerede er innkalkulert i prisene, finnes det per definisjon ikke offentlig tilgjengelig kunnskap som kan tilsi at markedet er feilpriset, og derfor finnes det ikke offentlig informasjon som kan gi grunnlag for å overvekte eller undervekte et spesielt aktivum basert på at markedet har feilpriset aktivumet. Hvis beslutningstakeren derimot ikke tror at markedet er effisient, kan man argumentere for at man gjennom å avdekke og utnytte feilprisinger i markedet kan oppnå meravkastning som kan forsvare kostnadene det medfører å identifisere feilprisingen.

I boken "efficiently inefficient" argumenterer Pedersen for at markedet er det han kaller "effisient ueffisient" (Pedersen, 2015). Det vil si at priser blir presset bort fra sine fundamentale verdier på grunn av etterspørselspress og institusjonelle friksjoner, men at prisene samtidig holdes i sjakk av intens konkurranse mellom forvaltere. Resultatet er et marked som er ueffisient nok til at forvalterne får kompensert for kostnaden og risikoen det innebærer å forvalte kapital aktivt gjennom meravkastning, men samtidig effisient nok til at

gevinsten av å drive aktiv forvaltning ikke oppmuntret til nye aktive forvaltere eller ytterligere kapital.

I artikkelen "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets" hevdes det at markedet ikke kan være i konstant effisient likevekt (Grossman & Stiglitz, 1980). Ideen har blitt kjent som "Grossman-Stiglitz-paradokset" og går kort forklart ut på at hvis prisene i markedet til enhver tid reflekterer all tilgjengelig informasjon, og det krever ressurser å innhente og tolke informasjon, så vil det ikke være noen insentiver til å innhente informasjon for å forsøke å oppnå meravkastning. Men hvis ingen innhenter informasjon, så kan heller ikke prisene reflektere all tilgjengelig informasjon. Dette paradokset tydeliggjør at en betingelse for at markedet skal være effisient, er at det finnes investorer som handler på tilgjengelig offentlig informasjon. Hvis alle investorer har en passiv strategi, vil ikke ny informasjon få en effekt på markedsprisene.

I boken "Asset Management" skriver Ang at økonomer ikke lenger tror på perfekt effisiente markeder (Ang, 2014, s. 209). Han viser til Grossman-Stiglitz paradokset for å begrunne at markeder ikke kan være perfekt effisiente, og argumenterer for hvorfor markedet er det han kaller "nesten effisient". Aktive forvaltere leter etter "lommer av ueffisiens" og på den måten bidrar til at markedene blir nesten effisiente. Samtidig identifiserer aktive forvaltere gjennom denne prosessen ueffisiens som kompenserer for kostnaden forbundet med informasjonshenting. Han mener allikevel at forskning som går ut på å teste "efficient market hypothesis" er nyttig, selv om han selv mener at denne hypotesen er foreldet. Dette er fordi forskningen bidrar med informasjon om hvor aktive investorer potensielt kan identifisere ueffisiens og hente meravkastning.

3.2.3 Hva empirien sier om aktiv og passiv forvaltning

Aktiv forvaltning er forbundet med et høyere kostnadsnivå enn passiv forvaltning (VFF). Dette kommer av flere årsaker. I sitt forsøk på å skape meravkastning vil forvalteren måtte bruke ressurser på å regelmessig vurdere porteføljen og gjennomføre analyser. Dette medfører høyere driftskostnader knyttet til blant annet lønn, informasjonsinnhenting og analyse. En passivt forvaltet portefølje vil derimot ikke kreve ressurser til å gjennomføre analyser og vurderinger.

Det er en pågående debatt om hvorvidt man kan hente meravkastning ved å drive aktiv forvaltning eller ikke.

I gjennomsnitt vil en investor holde markedsporteføljen. Dette kan forklares ved at hvis en investor underveker et aktivum, så må nødvendigvis en annen investor overvekte det samme aktivumet. Videre vil dette bety at summen av alle aktivt forvaltede porteføljer vil utgjøre verdivektet markedsportefølje (Sharpe, 1991). Med utgangspunkt i det faktum at aktive investorer i gjennomsnitt holder markedsporteføljen, kan man argumentere for at aktiv forvaltning er et null-sum spill, fordi aktive forvaltere som gruppe ikke vil oppnå høyere avkastning enn markedsporteføljen (Døskeland, 2014, s. 209). Døskeland mener at aktiv forvaltning etter kostnader er et negativ-sum spill, hvor de som tjener penger er forvalterne som tar seg betalt for tjenesten.

Ang har et litt annet synspunkt. Det kan være andre årsaker til at man ønsker å eie en aktivt forvaltet portefølje, enn å oppnå meravkastning (Ang, 2014, s. 465). Aktiv forvaltning kan være (en relativt dyr) måte å oppnå spesielle faktoreksponeringer i markedet, som er tilpasset investors risikoprofil, og det kan være optimalt for ulike investorer å være eksponert mot ulike risikofaktorer. Eksponering mot spesifikke risikofaktorer kan også oppnås gjennom å eie faktorfond, som er passive fond som er eksponert mot en eller flere risikofaktorer. Siden disse fondene er passivt forvaltet kan de også holde et relativt lavt avgiftsnivå (Furuseth, 2016b).

I artikkelen "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets" hevdes det at investorer har en positiv forventet alfa-verdi før kostnader, og en forventet alfa-verdi etter kostnader på null (Berk & Green, 2004). Fond har avtakende skalafordeler. Altså blir forvalterens evne til å generere positiv alfa svekket med større forvaltningskapital. Investorer bruker historisk avkastning til å justere forventning til fremtidig alfa-verdi, og allokterer mer kapital til de fondene som har generert positiv historisk meravkastning. Det oppstår en likevekt der forvaltningskapitalen i et fond vokser helt frem til fondets forventede netto alfa-verdi er null. Denne artikkelen antar at investorer er rasjonelle, og tilpasser seg en rasjonell likevektstilstand der aktive fond i gjennomsnitt forventes å ha en netto alfa-verdi på null. Denne artikkelen blir av Ang omtalt som den viktigste artikkelen publisert på 30 år innenfor sitt forskningsfelt (Ang, 2014, s. 537)

I 2010 kom artikkelen “Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns”, som kritiserer resultatene til Berk og Green. Der blir det gjort en gjennomgang av fond som er investert i amerikansk egenkapital (Fama & French, 2010). De undersøker aggregert alfa-verdi før kostnader for fond i Fama-French-rammeverket, som kontrollerer for risikofaktorene markedspremie, SMB, MOM og HML. Deres resonnement er at hvis den aggregerte alfa-verdien er positiv, så vil det tyde på at de aktivt forvaltede fondene skaper meravkastning på bekostning av andre aktive investorer som ikke er fond. Hvis alfa-verdien derimot er null eller nesten null, så vil det tyde på at aktive fond i gjennomsnitt ikke forventes å skape meravkastning. Det er det sistnevnte som er resultatet av undersøkelsen, og de hevder derfor at investorer i aktivt forvaltede fond i gjennomsnitt vil sitte igjen med en negativ alfa-verdi etter å ha justert for kostnader. Som nevnt tidligere vil kostnadene i et aktivt forvaltet fond som regel være høyere enn i et passivt forvaltet fond. Videre i artikkelen sammenlignes estimert alfa-verdi på aktive fond, med estimert alfa-verdi på avkastningssimuleringer hvor sann alfa-verdi er satt til null. De konkluderer med følgende:

“On a practical level, our results on long-term performance say that true α in net returns to investors is negative for most if not all active funds, including funds with strongly positive α estimates for their entire histories” (Fama & French, 2010).

De konkluderer altså med at alle, eller nesten alle aktive fond har en negativ alfa-verdi i netto avkastning til investorene, selv om fondet skulle ha sterkt positive alfa-estimer i historisk avkastning.

3.2.4 Skapindeksing og systematisk risikoeksponering

Skillet mellom aktiv og passiv forvaltning er i praksis ikke alltid lett å definere, og gruppessøksmålet mot DNB er et godt eksempel på dette. I 2016 stevnet forbrukerrådet DNB for Oslo tingrett på vegne av 150.000 småsparere, senere ble ytterligere 30.000 småsparere inkludert i gruppessøksmålet. Stevningen gikk i hovedsak ut på at aksjefondet DNB Norge har blitt markedsført og solgt som et aktivt forvaltet fond, men at fondet i praksis har blitt forvaltet svært indeknsnært, altså med høy grad av passiv forvaltning (Mageli, 2016). Forbrukerrådet kaller dette for et "skapindeksfond", fordi de mener det er et indeksfond forkledd som et aktivt forvaltet fond. Fondet har hatt et forvaltningshonorar på 1,8 prosent, imens DNB i samme periode har tilbudt rene indeksfond til 0,3 prosent forvaltningsavgift.

Forbrukerrådet mener altså at småsparerne har betalt for en tjeneste de ikke eller bare delvis har mottatt. DNB på sin side bestrider påstandene fra Forbrukerrådet, og argumenterer i sitt motsvar for at fondet faktisk har vært aktivt forvaltet og at kunden har fått levert det de har betalt for (Lundestad, 2016). Dette illustrerer godt hvor vanskelig det kan være å definere hva man som investor faktisk betaler for når man investerer i et fond som markedsføres som et aktivt forvaltet fond. I en undersøkelse av det amerikanske fondsmarkedet fant man at mer enn 10 prosent av forvaltningskapitalen er investert i hva som blir beskrevet som skapindeksfond, og at skapindeksfond med høye kostnader i stor grad underpresterer i forhold til benchmark (Cremers & Curtis, 2015). I en undersøkelse av europeiske aksjefond fant man at omtrent 20 prosent av fondene i undersøkelsen ble karakterisert som skapindeksfond (Caquineau, Möttölä, & Schumacher, 2016). Kriteriet som ble brukt i denne rapporten for at et fond skal klassifiseres som et skapindeksfond er at det blir markedsført som aktivt og har en 3 års gjennomsnittlig active share på mindre enn 60 prosent. Active share er et mål på hvor aktivt en portefølje er forvaltet, og sier hvor stor andel av den totale porteføljens eiendeler som avviker fra benchmark. Dette er også ett av målene som blir brukt av Bjerksund og Døskeland i deres evaluering av fondet DNB Norge i sammenheng med gruppesøksmålet.

En annen problemstilling knyttet til aktiv forvaltning er at aktive porteføljer kan hente høyere avkastning gjennom å øke sin eksponering mot systematiske risikofaktorer (Døskeland, 2014, s. 218). Siden dette er avkastning man henter gjennom å være villig til å øke sin eksponering mot systematiske risikofaktorer kan man ikke si at dette skyldes dyktighet. Dermed er det ikke tilstrekkelig å se på differansen mellom avkastningen i benchmark og fondets avkastning ved evaluering av fondets prestasjon, da dette kan forklares av risikoeksponering heller enn dyktighet hos forvalter.

En undersøkelse av det norske oljefondet viste at rundt 70 prosent av all meravkastning i hele fondet kan forklares av eksponering mot systematiske faktorer (Ang, 2014, s. 451). Et eksempel på en slik faktor er illikviditet, og denne faktoren blir nevnt som en viktig forklaringsvariabel for oljefondets meravkastning. Positiv eksponering mot denne faktoren vil innebære at fondets obligasjonsportefølje inneholder mindre likvide obligasjoner sammenlignet med benchmark, og siden mindre likviditet innebærer høyere likviditetsrisiko er dette noe man får kompensert gjennom høyere forventet avkastning i markedet. Så selv om oljefondet blir regnet for å være et av de aller beste fondene i verden når det gjelder å

skape meravkastning (Døskeland, 2014, s. 219), skyldes mesteparten av denne meravkastningen eksponering mot systematiske risikofaktorer.

3.2.5 Kostnader i fond

I denne oppgaven tar vi utgangspunkt i fondsavgifter for å si noe om marginene til de finansielle rådgiverne. Vi skal se nærmere på inntjeningen i norske fond tilgjengelige for privatpersoner. Datasettet vi skal benytte oss av sier i utgangspunktet kun noe om inntektssiden i fondene, og i den forbindelse vil vi benytte relevant litteratur knyttet til kostnadssiden. I dette kapitlet skal vi se nærmere på teori og empiri knyttet til stordriftsfordeler i fondsbransjen.

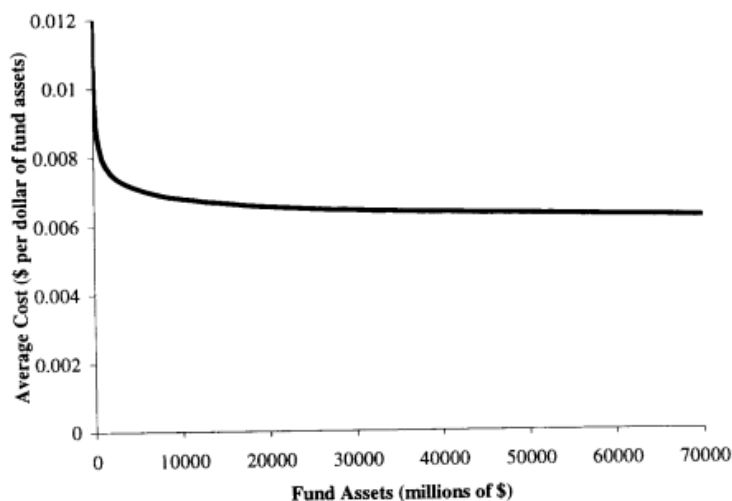
En industri kan oppnå to typer stordriftsfordeler: overordnet stordriftsfordel og produktspesifikk stordriftsfordel. Overordnet stordriftsfordel oppstår når det er en økning i den totale produksjonen i en bedrift, mens produktspesifikk stordriftsfordel oppstår som følge av en økning i produksjonen av individuelle produkter. En overordnet stordriftsfordel innebærer at de totale kostnadene i en bedrift stiger proporsjonalt mindre enn den totale produksjonen, og at grensekostnaden synker når den totale produksjonen øker. Produktspesifikk stordriftsfordel innebærer at de gjennomsnittlige produksjonskostnadene ved å produsere et spesifikt produkt synker når produksjonen øker (Collins & Mack, 1997).

Fond kan oppnå stordriftsfordeler (Sirri, 1993). Ved å fordele de faste kostnadene på en større kapitalbase kan det oppstå stordriftsfordeler. Det er også mulig å oppnå stordriftsfordeler i de variable kostnadene som følge av mer effektive transaksjoner og funksjoner knyttet til verdipapirhandel, og i tillegg kan kostnadene til analyser spres på en større kapitalbase (Sirri, 1993).

Latzko kommer til en liknende konklusjon i sin artikkel. Hans begrunnelse er at en vesentlig del av kostnadene ved å drive fond er faste kostnader, og derfor bør vekst i forvaltningskapital redusere kostnadene sett relativt til forvaltningskapitalen. I sin forskning har han basert seg på et utvalg med 2610 fond og regnet ut elastisiteten i fondets kostnader sett i forhold til forvaltningskapital, og fant at elastisiteten var mindre enn 1 for alle størrelser på forvaltningskapitalen i sitt utvalg. Dette funnet innebærer at kostnadene øker mindre enn 1 prosent ved en 1 prosent økning i forvaltningskapital. Han oppsummerte

funnene sine i figur 3-1 hvor vi kan se at den gjennomsnittlige kostnaden per dollar synker når forvaltningskapitalen (fund assets) stiger (Latzko, 1999).

Figur 3-1 Sammenheng mellom forvaltningskapital og kostnader (Latzko, 1999)



Andre argumenterer for at det er stordriftsfordeler opp til et visst nivå av forvaltningskapital. Collins og Mack fant at fond kan oppnå en signifikant stordriftsfordel ved å øke forvaltningskapitalen. Funnene i deres undersøkelse viser at fond som forvalter mellom \$20 – \$40 milliarder dollar vil oppnå de største stordriftsfordelene (Collins & Mack, 1997).

Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) hevder i en rapport at det er stordriftsfordeler i det norske markedet for verdipapirfond (Kredittilsynet, 2008). Verdipapirfondsproduksjon har to oppgaver som er spesielt ressurskrevende. Den ene er forvaltning eller porteføljesammensetning. Den andre oppgaven er å holde oversikt over fondets verdi, formidle informasjon til eierne og kundeservice.

Den første oppgaven må gjøres uavhengig av størrelsen på den forvaltede kapitalen. Når forvalter først har etablert en strategi og porteføljesammensetning er det lite ressurskrevende å øke den forvaltede kapitalen. Dette er et av argumentene for at det er stordriftsfordeler i fondsbransjen i Norge. I den andre oppgaven er det mer uklart om det oppstår

stordriftsfordeler. Flere kunder medfører økte kostnader, og det er usikkert om det er stordriftsfordeler knyttet til denne oppgaven (Kredittilsynet, 2008).

Det er også gjort empiriske undersøkelser av om fondsleverandører overfører stordriftsfordeler til investorene gjennom lavere gebyrnivå (Tran-Dieu, 2015). Tran-Dieu fant i sine undersøkelser av det franske markedet at franske fond i liten grad overfører stordriftsfordelene til investorer gjennom lavere fondsgebyrer. Videre viser funnene at stordriftsfordeler i all hovedsak kun overføres til kunder av egenkapitalfond. Det franske markedet kjennetegnes av at fondene i hovedsak distribueres av banker, og det er vanlig at tjenester tilknyttet fondene er organisert under samme selskap (Tran-Dieu, 2015). Det franske markedet har likhetstrekk med det norske markedet som også er preget av rådgivning i stor grad skjer gjennom rådgivere tilknyttet produktleverandører (Serhan, et al., 2017).

I et marked med perfekt konkurranse kunne lavere kostnader for fondsselskapene resultert i lavere avgifter for sparerne (Kredittilsynet, 2008). Men så lenge markedet er preget av asymmetrisk informasjon er det sannsynlig at kundene ikke vil oppleve noen endringer av den økte fortjenesten til forvaltningsselskapene (Kredittilsynet, 2008). Videre kommer det frem at asymmetrisk informasjon er et generelt problem i det norske sparemarkedet. Dette kan knyttes til kapitlet om prinsipal-agent-teorien hvor vi diskuterer informasjonsasymmetrier nærmere. Kredittilsynet mener at økt forbrukeropplysning kan bidra til å redusere disse informasjonsasymmetriene som eksisterer i markedet.

Momentene presentert i dette kapitlet vil være et teoretisk bakteppe når vi senere skal drøfte utviklingen i marginene til de finansielle rådgiverne, og hvordan endring i informasjonsasymmetrier kan påvirke fordelingen av stordriftsfordeler mellom investor og forvalter.

3.2.6 Lavkostfond

I artikkelen "Fond med lave kostnader øker i popularitet" beskriver Furuseth en trend der det går mer kapital inn i indeksfond, mens de aktive fondene til tider har hatt store uttak (Furuseth, 2017a). Han trekker frem utviklingen i USA hittil i år, frem til juni 2017. I perioden ble det satt inn ca. 700 milliarder dollar i indeksfond, mens de aktive fondene i samme periode hadde uttak på ca. 213 milliarder dollar. Dette mener han skaper press på

fondsbransjen og aktive forvaltere. Derfor velger vi å ta med dette som et moment som potensielt kan ha stor påvirkning på det norske fondsmarkedet.

Eksempelet er hentet fra USA, og det pekes på noen viktige forskjeller mellom det amerikanske og europeiske markedet, som gjør at amerikanere betaler mindre for forvaltning enn europeere. For det første må europeere betale mer for forvaltning uavhengig av hva slags type fond det er snakk om (Furuseth, 2017a). Dette skyldes fraksjonerte markeder og små fond, samt at de store fondene i Europa ikke deler skala-fordelene med investorene i særlig grad. Den andre forskjellen er at det europeiske markedet i større grad er preget av rådgivning fra kundens trofaste bankforbindelse, hvor man blir solgt fond heller enn å bli rådgitt av en uavhengig part mellom investor og forvalter. Dette mener Furuseth fører til at privatpersoner i det europeiske markedet i større grad blir anbefalt aktive fond som er mer lønnsomme for rådgiveren.

Den innlysende konsekvensen som oppstår hvis det flyttes store volum fra aktive fond til indeksfond er at aktive forvaltere får mindre kapital å forvalte. Det vil igjen føre til lavere inntekter i denne fondsgruppen alt annet likt.

Det er rimelig å anta at konkurransen mellom indeksfond ser annerledes ut enn konkurransen mellom aktivt forvaltede fond. I artikkelen ”Hvordan vurdere indeksfond?” skriver Furuseth at ”I prinsippet er indeksfond enklere fond hvor det er vanskeligere for forvaltningsselskapene å skille seg ut” (Furuseth, 2016a). Hvis man sammenligner to indeksfond som investerer i samme marked og følger den samme indeksen, vil de ha samme avkastning hvis begge følger indeks perfekt. Dette gjør at historisk avkastning egner seg dårlig til promotering, om målet er å skille seg fra andre aktører i markedet. Aktive forvaltere kan bruke poenger som at de har en unik investeringsfilosofi, strategi eller at de har levert god historisk avkastning i markedsføringen av sine fond. Denne muligheten faller i stor grad bort når andre fond i samme marked har identisk strategi og avkastning. Furuseth er tydelig i sin oppfordring til investorer når man skal velge indeksfond:

” Et viktig fortrinn for indeksfond er lave honorarer. Hvis indeksfondet ikke har lave honorarer, så har det heller ingen fortrinn og dermed bør investorer holde seg unna fond med høye honorarer, og forsøke å finne fond med så lave honorarer som mulig.” (Furuseth, 2016a)

Man kan tenke seg at forvaltningsgebyr vil være en viktigere beslutningsvariabel ved valg mellom indeksfond enn det det er i valget mellom aktive fond. En grunn til dette er som nevnt at indeksfond har langt færre andre muligheter til å skille seg fra konkurrentene. Det er i større grad konkurranse mellom homogene produkter, og da er pris en viktig variabel.

Vår analyse av markedsdata fra VFF og Morningstar vil avdekke om vi observerer det samme skiftet hvor kapital flyttes fra aktive fond til passive fond som Furuseth har beskrevet i markedsdata fra USA, og i hvor stor grad dette skjer i det norske markedet. Videre vil vi diskutere hva som kan påvirke allokeringen til indeksfond i fremtiden, og hvilke konsekvenser dette kan få.

3.3 Lav avkastning

Når vi i oppgaven vår skal undersøke og diskutere hvordan marginene for finansielle rådgivere har utviklet seg, er rentenivået en viktig faktor å ta med. Siden finanskrisen har styringsrenten i mange viktige markeder vært svært lav, og det har vært skrevet en del om hvilke konsekvenser dette har for fondsforvaltere, spesielt pengemarkedsfond. I dette kapittelet beskriver vi noen artikler som vi mener oppsummerer forskningen og synspunktene i denne problematikken.

I en artikkel i Financial Times, beskriver de to forfatterne hvordan det lave rentenivået legger press på amerikanske pengemarkedsfond (Mackenzie & McCrum, 2011). Den lave avkastningen gjør at det blir en vanskelig oppgave å dekke avgifter og i tillegg skape positiv avkastning for investorene. Dette har ført til at kapital flyter ut av pengemarkedsfond. Det er ikke bare avkastningen i rentemarkedet som er ventet å være lavt. I 2015 kom Thøgersen-utvalget med sin vurdering av praktiseringen av handlingsregelen for bruk av oljeinntekter. Utvalget uttalte at forventningene til avkastningen i rente- og aksjemarkedet i verden er lavere enn normalt på mellomlang sikt (10 – 15 år) (NOU 2015:9). Som en konsekvens av dette endret regjeringen sitt markedssyn, og bestemte i tråd med handlingsregelen at man nå kan bruke 3 prosent av statens pensjonsfond utlands verdi, som er en nedgang fra 4 prosent.

I artikkelen "The unintended consequences of the zero lower bound policy" studeres amerikanske pengemarkedsfond i lys av det lave rentenivået som oppstod etter finanskrisen. Etter finanskrisen bestemte den amerikanske sentralbanken at det skulle opprettholdes et lavt kortsiktig nominelt rentenivå (Di Maggio & Kacperczyk, 2017). Som en konsekvens av dette

gikk pengemarkedsfond fra å kunne tilby relativt lav, men positiv avkastning, med lav risiko, til å tilby et produkt som sannsynligvis vil gi negativ nominell avkastning etter avgifter. Dette er ikke bærekraftig, siden fondene over tid vil bli tappet for kapital. Konsekvensen av denne problematikken har ført til endringer som kan oppsummeres i 3 punkter.

1. Pengemarkedsfondene endrer produktet sitt og investerer i mer risikofylte aktivaklasser: Pengemarkedsfondene investerer i instrumenter med høyere renter og aksepterer den økningen i risiko dette medfører. Dette kan hindre tapping av kapital fra fondet og dermed hindre en mulig nedleggelse av fondet. Kostnaden knyttet til denne strategien er en økt risiko for å bli rammet hvis det oppstår ubalanse i pengemarkedet. Skjer dette kan det oppstå økonomiske kostnader for fondet, og svekkelse av fondets eller forvalterens rykte og merkevare.

2. Senke avgiftsnivået i fondet: Forfatterne fant at pengemarkedsfond reagerte med å sette ned avgiftsnivået, slik at de unngikk å miste kunder, og gjennom det hindre at fondet til slutt ikke har en stor nok forvaltningskapital og må legge ned. Resultatene viste ingen variasjon i kostnadene knyttet til drift av fondene over tid, men man fant at avgiftsnivået investorene måtte betale ble signifikant lavere i perioder med lave renter. Konklusjonen ble derfor at dette først og fremst handler om å tilpasse avgiftene slik at de opprettholder kundebasen.

3. Nedleggelse av fondet: Resultatene viste at det i perioder med lave renter var større sjanse for at pengemarkedsfond legger ned driften.

I artikkelen "Why Do Money Fund Managers Voluntary Waive Their Fees?" undersøker forfatteren hvorfor pengemarkedsfondsforvaltere ikke krever inn deler av avgifter de har en kontraktsmessig rett til å kreve inn (Christoffersen, 2001). Resultatet viser at variasjonen i hvor mye forvalterne krever inn er signifikant og knyttet til forskjeller i relativ prestasjon. Fond som har prestert relativt dårlig tar ut mindre avgifter for å bedre netto avkastning. Åpne fond som har prestert relativt godt bruker avgiftene for å strategisk tilpasse netto avkastning for å tiltrekke seg mer kapital, mens institusjonelle fond som presterer godt ikke gjør dette. Alle fondene i vårt utvalg er åpne fond.

Artikkelen skrevet av Di Maggio & Kacperczyk viser altså at det er en viss sammenheng mellom rentenivå og avgifter i pengemarkedsfond. Spørreundersøkelsen vil gi oss en indikasjon på hvor prisbevisste privatpersoner er når de velger fond. Videre vil dataene våre

avdekke om det har vært en generell nedgang i fondsavgifter og om pengemarkedsfond har blitt tappet for kapital.

3.4 Finansiell rådgivning og spareprosessen

I dette kapittelet vil vi beskrive rollen til finansielle rådgivere og spareprosessen. Dette vil være aktuelt for oppgavens problemstilling, og vi vil bruke denne innsikten når vi drøfter forskjellene mellom ulike typer rådgivere.

Hensikten med finansiell rådgivning er å øke sannsynligheten for at kunden tar gode beslutninger. En finansiell rådgivers rolle kan beskrives ut ifra spareprosessen. Spareprosessen kan beskrives som en tre-steps prosess (Døskeland, 2014, s. 408):

Steg 1) Behovsavdekking: I dette steget er målet å identifisere hvilket behov kunden har, om man må ta risiko og kundens evne til å ta risiko. Vi kan definere kundens behov som differansen mellom det kunden har og det kunden ønsker å oppnå (Døskeland, 2014, s. 16). Generelt er det slik at forventet avkastning stiger med høyere risiko. Dersom kunden ikke kan oppnå målet sitt med risikofri sparing må kunden ta på seg risiko. Ulike personer har ulik evne til å bære risiko, og for å avdekke hvor mye risiko kunden kan ta må vi identifisere kundens *finansielle risikoprofil*. Det er vanlig å dele dette begrepet i tre momenter (Døskeland, 2014, s. 51):

- 1) **Risikokapasitet:** Dette handler om investorens evne til å tåle at avkastningen blir lavere enn forventet. Det vil ofte være investorer med stor egenkapital som har størst kapasitet til å bære finansiell risiko.
- 2) **Risikoaversjon:** Dette er investorens evne til å leve med usikkerhet knyttet til investeringer. Ved hjelp av risikoaversjon kan man finne ut hvor mye investoren vil ha betalt for å påta seg risiko. Man kan ikke bare spørre en investor hvilken risikoaversjon vedkommende har, og metoden man bruker for å avsløre risikoaversjonen innebærer å be kunden vurdere ulike scenarier knyttet til avkastning og risiko. Ved å koble svarene til et teoretisk rammeverk kan vi finne det vi kaller en risikoaversjonsparameter.
- 3) **Risikooppfatning:** Dette kan relateres til hvordan investoren oppfatter risikoen, og denne oppfatningen kan være situasjonsavhengig. For eksempel vil investoren ha en annen oppfatning i et nedgangsmarked enn i et marked på vei opp.

Steg 2) Hvilke tjenester kan finansmarkedet tilby?: I dette steget undersøker man hvilke tjenester finansmarkedet kan tilby for å nå behovene avdekket i steg 1. Her vurderer man ulike spareformer, samt danner seg et markedssyn. Med markedssyn menes hvordan man tror de ulike spareformene vil utvikle seg i fremtiden. Det finnes mange ulike spareformer og de kan deles de inn i to hovedkategorier: *egenkapital* og *fremmedkapital* (Døskeland, 2014, s. 62). Fremmedkapital er typisk utlån av penger til bedrifter gjennom obligasjoner eller bank sparing. Egenkapital er eierandeler i bedrifter gjennom aksjer. Det finnes også alternative spareformer. Dette kan for eksempel være derivater, garanterte spareprodukter eller hedgefond. De tre vanligste finansielle spareformene er aksjer, obligasjoner og bank sparing sett bort i fra sparing i egen bolig. Når man skal vurdere ulike spareformer opp mot hverandre er det fire kriterier som er viktige:

- 1) Avkastning: Avkastning kommer fra to kilder: *direkte avkastning* som for eksempel kan være utbytte fra en bedrift, og *verdiendring* som betyr at investeringen har en annen markedsverdi på salgstidspunktet enn kjøpstidspunktet. Det er viktig å vurdere kostnadene ved investeringene da de kan spise en stor del av avkastningen. Det er forskjell på kostnadene ved ulike investeringer. Bank sparing har for eksempel lave kostnader mens fondssparing og aksjesparing har høyere kostnader. Kostnadene i fond kan deles inn i tre ulike kategorier: *engangskostnader*, *løpende kostnader* og *resultatbaserte kostnader* (Døskeland, 2014, s. 67). Engangskostnader er typisk kostnader som oppstår ved tegning (kjøp) og utløsning (salg) av fondene. De løpende kostnadene kalles ofte forvaltningsgebyrer, og er en løpende kostnad man må betale til forvalteren av fondene. De resultatbaserte kostnadene er kostnader som oppstår når avkastningen i fondet er høyere enn en bestemt terskel.
- 2) Risiko: Man ønsker å sammenligne spareformene i lys av risiko. Ulike spareformer vil ha ulik risiko.
- 3) Likviditet: En investering er likvid dersom den på kort tid kan gjøres om til kontanter uten en vesentlig kostnad (Døskeland, 2014, s. 78). Investeringer som aksjer i store børsnoterte selskaper kan være et eksempel på likvide investeringer. De fleste investorer verdsetter høy likviditet.
- 4) Vanskelighetsgrad: Noen spareformer krever at investor har høyere kunnskapsnivå for å forstå investeringen. Investeringer i alternative spareformer er eksempler på kompliserte investeringer. Dersom man ikke forstår produktet man investerer i

risikerer man å bli utsatt for tap man ikke kan forstå og/eller å betale for mye for produktet.

Markedssynet handler om å mene noe om hvordan avkastningen og risikoen i de ulike spareformene vil utvikle seg over tid. Når man skal sette sammen en portefølje er markedssynet en viktig beslutningsvariabel. I denne prosessen lager man et estimat på fremtiden, og når man skal lage et syn på utviklingen i avkastningen til spareformene tar man utgangspunkt i sannsynligheten for å oppnå ulike avkastningsnivåer. Et viktig moment når man bygger et markedssyn er hvor lang tidshorisont man har på sparingen. Når man bygger et markedssyn tar man hensyn til to momenter: *historisk avkastning* og *prisingsteori*. Historisk avkastning forteller oss hvordan finansmarkedet har utviklet seg. Prisingsteori handler om verdsettelse av ulike aktivum.

Steg 3) Optimal strategi for å nå målet: I dette steget planlegger man hvordan investoren med størst sannsynlighet kan nå målet avdekket i steg 1, ved hjelp av spareformene fra steg 2. Målet er å utarbeide en strategi og sette sammen en optimal portefølje med bakgrunn i investorens behov (Døskeland, 2014, s. 154). Denne strategien blir kalt et mandat. De viktigste valgene i strategien kan oppsummeres som: Strategisk aktivaallokering, rebalanseringsstrategi, aktiv eller passiv forvaltning og ansvarlige investeringer.

Strategisk aktivaallokering handler om å bestemme vekter i ulike aktivaklasser i porteføljen, og utgangspunktet for denne beslutningen er porteføljeteori. Et viktig prinsipp i denne sammenhengen er diversifisering. Diversifisering handler om å spre risiko på flere aktivaklasser som beveger seg ulikt, og gjennom dette unngå å være eksponert for høy risiko fra én aktivaklasse. Med kombinasjonen av en diversifisert portefølje og informasjon om investors evne til å bære risiko kan man velge et passende risikonivå. Dette kalles for risikoskalering.

Rebalansering innebærer en plan for hvordan man skal behandle vektene i porteføljen avhengig av porteføljens utvikling. Det finnes i hovedsak tre ulike rebalanseringsstrategier: kjøp-og-hold-strategi, motsyklisk strategi og medsyklisk strategi. Den første strategien innebærer at man ikke gjør noe når vektene i porteføljen endres over tid. Den andre strategien innebærer å selge de aktivumene som har steget og kjøpe de som har tapt seg i verdi. I en medsyklisk strategi selger vi aktivaene som har falt og kjøper de som har steget i verdi.

Valget mellom aktiv og passiv forvaltning er også en del av strategien, og bør avklares i mandatet. Forskjellene mellom aktiv og passiv forvaltning er omtalt i kapitlet om aktiv og passiv forvaltning.

Det er ikke bare avkastning som er viktig for en investor, og det er stadig flere investorer som ønsker å utvise hensyn ved investeringer. Dette kan være å ta hensyn til blant annet miljø, menneskerettigheter, slike investeringer blir kalt ansvarlige investeringer. (Døskeland, 2014, s. 220)

Ved finansiell rådgivning mottar kunden råd om finansielle transaksjoner, og når man oppsøker en finansiell rådgiver ønsker man hjelp til å ta bedre økonomiske beslutninger. Det er mange beslutninger som skal tas i en spareprosess, og det er gjennomgangen av prosessen den finansielle rådgiveren skal bistå kunden med. I steg 1 skal rådgiveren hjelpe kunden med å avdekke behovet, i steg 2 skal rådgiver informere kunden om finansmarkedet og i steg 3 skal rådgiver gi konkrete anbefalinger. (Døskeland, 2014, s. 409)

Kostnaden for å motta rådgivning kan deles inn i to kategorier: direkte og indirekte kostnader. Direkte kostnader er hva vi betaler for selve rådene, dette kan være enten synlige eller ikke-synlige gebyrer. Et eksempel på ikke-synlige gebyrer kan være når rådgiveren får betalt gjennom kapitalen i fondene vedkommende anbefaler, såkalte returprovisjoner. Et annet eksempel kan være når rådgiveren selger egne produkter, og forvaltningsgebyrene tilfaller samme selskap som rådgiver representerer. De indirekte kostnadene oppstår når rådene som gis ikke er til kundens beste. Dette kan for eksempel være kostnader forbundet med å gjennomføre hyppigere handler enn nødvendig, som igjen resulterer i økte transaksjonskostnader.

3.5 Reguleringer

I dette kapitlet skal vi se nærmere på hvordan reguleringer kan påvirke bransjen for finansiell rådgivning. Målet med regulering av finansiell rådgivning og finansielle produkter er å oppnå en prosess der kundene har størst sannsynlighet for å ta gode beslutninger (Døskeland, 2014, s. 413). Finansmarkedet er kjennetegnet av at ikke alle har lik kunnskap og informasjon. Reguleringer er et motsvar til ubalansen i kunnskap mellom tilbyder og kunde av finansiell rådgivning. Ulempen med krav og reguleringer er at det kan resultere i

økte kostnader både for kunden og tilbyder, som kan føre til at færre er villige til å betale for rådgivning.

Vi skiller mellom tre nivåer av regelverk: Internt regelverk, bransjestandard og lovgivning. Interne regelverk er regler rådgivningsfirmaer pålegger seg selv og et eksempel på bransjestandarder er autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere. Lovgivningen som regulerer verdipapirhandel er hovedsakelig verdipapirhandelloven, som blant annet har som mål å styrke investorvernet. Dette lovverket er bygget på EU-direktivet MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) (Døskeland, 2014, s. 414). Videre i dette kapittelet vil vi se nærmere på MiFID og den oppdaterte versjonen av direktivet, MiFID II.

3.5.1 Om MiFID I

MiFID I er et EU-direktiv som har vært gjeldende siden 2007, og er et viktig regelverk for EUs reguleringer av finansmarkedene innad i unionen. Målet med MiFID I var å forbedre konkurransedyktigheten til EUs finansielle markeder ved å skape ett marked for investeringstjenester og styrking av investorbeskyttelsen (ESMA). Med MiFID I innførte EU flere nye reguleringer for blant annet finansielle rådgivere. Det ble innført organisatoriske krav til investeringsselskaper, nye rapporteringskrav og krav om økt transparens i forbindelse med aksjehandel (ESMA).

3.5.2 Bakgrunn og struktur i MiFID II

I 2011 bestemte EU-kommisjonen at det skulle gjøres en gjennomgang av MiFID I og i 2014 ble MiFID II vedtatt i EU-parlamentet. MiFID II trer i kraft i Norge 3. Januar 2018. Det nye direktivet ble bygget på MiFID I og skulle ta hensyn til utviklingen i finansbransjen etter 2007 og erfaringer fra finanskrisen. ESMA beskriver de viktigste målene i MiFID II som tryggere og mer effektive markeder, økt transparens og ytterligere styrking av investorvernet. (ESMA)

MiFID II består av to komponenter: den oppdaterte versjonen av MiFID og forordningen Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR). MiFID II er et direktiv, som vil si en rettsakt som fastsetter et minimumskrav medlemslandene skal oppnå. Det er opp til hvert

enkelt land å velge utformingen av nasjonale lover som skal sørge for at kravene blir innfridd. MIFIR er en forordning, som innebærer at det er en bindende rettsakt hvor landene ikke står fritt til å velge utformingen av kravene i eget lovverk. Forordninger har direkte virkning som medfører at når den vedtas er det ikke nødvendig for medlemslandene å implementere endringene i eget regelverk. (Europalov)

MiFID II er et omfattende regelverk og berører mange temaer som ikke er relevante i oppgaven vår. Vi velger derfor å avgrense oss til de momentene som peker seg ut som mest relevant for oppgavens problemstilling.

3.5.3 Uavhengig og tilknyttet rådgivning under MiFID II

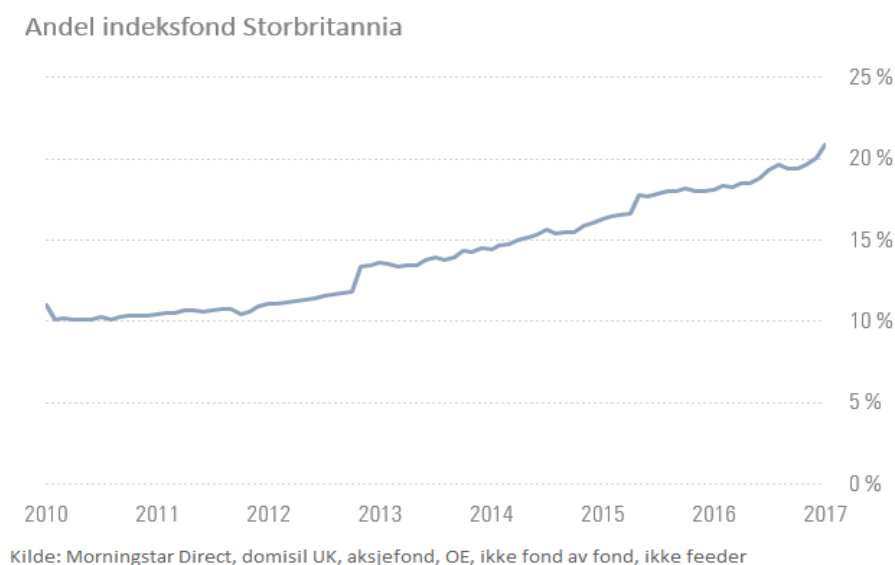
ESMA peker på investorvern som et sentralt moment i MiFID II. Et tema som blir behandlet i MiFID II er skillet mellom uavhengig og ikke-uavhengig/tilknyttet finansiell rådgivning. Det nye direktivet definerer klarere hvilke krav som må oppfylles for at en finansiell rådgiver kan kalle seg uavhengig. For det første må rådgiveren vurdere et tilstrekkelig antall finansielle instrumenter. For det andre kan ikke rådgiveren motta returprovisjoner eller betaling fra andre enn kunden (Deloitte, 2014). Det har vært praksis i denne bransjen at returprovisjoner blir betalt fra fondsforvaltere til finansielle rådgivere (Furuseth, 2017d). Dagens praksis beskrives som en ordning der rådgivningen blir betalt gjennom kapitalen i fond, såkalte returprovisjoner, og at det er vanlig at rådgiveren får større honorarer dersom vedkommende råder investorer til å kjøpe dyre fond. Mer enn tre fjerdedeler av norske rådgivningskunder mottar råd fra rådgivere som kun tilbyr egne fondsprodukter, som også er en form for tilknyttet rådgivning (Serhan, et al., 2017).

Det er viktig å påpeke at MiFID II kun vil hindre rådgivere som definerer seg som uavhengige fra å motta returprovisjoner. Regelverket vil ikke hindre de tilknyttede rådgiverne å fortsette denne praksisen. Det har vært diskusjon i Norge angående hvor strengt regelverket for returprovisjoner skal bli, og Forbrukerrådet, Forbrukerombudet og Aksjonærforeningen ønsker å stille strengere krav til returprovisjoner enn minstekravet fastsatt i MiFID II. De mener at returprovisjonene skaper en interessekonflikt som følge av at rådgivningsforetaket vil få økonomisk interesse av at kunden investerer i dyre produkter. De overnevnte instansene ønsker derfor et forbud mot returprovisjoner for all finansiell rådgivning (Forbrukerombudet, 2017).

Det er opp til hvert enkelt land å bestemme hvor strengt man skal behandle returprovisjoner utover et minimumsnivå. Slik MiFID II behandler returprovisjoner på et minimumsnivå vil det ikke ha direkte påvirkning på de tilknyttede rådgiverne. Dette er typisk rådgivere tilknyttet banker og forvaltningsselskaper, og dette er også de rådgiverne privatpersoner flest benytter (Serhan, et al., 2017). Dette gjør at man kan stille spørsmålstegn ved hvilken påvirkning skillet mellom uavhengig og tilknyttede rådgivere under MiFID II vil ha på bransjen som helhet. Vi kan se for oss et scenario der tilknyttede rådgivere samt uavhengige rådgivere som allerede har en forretningsmodell der de ikke mottar returprovisjoner vil fortsette som før, mens rådgivere som har kalt seg uavhengige men ikke oppfyller kravene slutter å kalle seg uavhengige og fortsetter som før.

Det finnes flere eksempler på land som har innført totalt forbud mot returprovisjoner i egen lovgivning. Forbrukerombudet trekker i en høringsuttalelse frem Storbritannia og Nederland som eksempler (Forbrukerombudet, 2017). I Storbritannia, der man innførte totalt forbud mot returprovisjoner i 2013, så man samme år en markant økning i andelen kapital i indeksfond, som framkommer i figur 3-2 (Furuseth, 2017b). Furuseth påpeker at økt regulering kan medføre at flere rådgivere anbefaler indeksfond. En mulig forklaring på dette kan være at insentivene rådgiveren har til å anbefale dyre fond delvis faller bort uten returprovisjonene fra fondsleverandørene. Men det er viktig å understreke at utviklingen sett i figur 3-2 ikke kun kan forklares av strengere regulering. Det kommer frem i Forbrukerombudets høringsuttalelser at både flertallet av høringsinstansene som er imot strengere implementering og mindretallet var enige om at returprovisjonene kan skape interessekonflikt, og at «foretaket normalt vil ha interesse av å anbefale produkter som gir høy returprovisjon» (Forbrukerombudet, 2017).

Figur 3-2 Utvikling i andel indeksfond i Storbritannia (Furuseth, 2017b)



3.5.4 Informasjonsplikt og spesifisering av kostnader under MiFID II

I MiFID II skjerpes informasjonsplikten rådgiverne har overfor investoren. Advokatfirmaet Schjødt oppsummerer i en rapport noen viktige endringer i rådgivernes informasjonsplikt under MiFID II. Det skal gis informasjon om verdipapirforetaket, og om rådene som gis er uavhengige eller ikke. I den sammenheng er rådgiver også pliktet til å informere om relasjonen rådgiver har til utsteder av de finansielle instrumentene. Det stilles også flere krav til informasjon om investeringenes risiko og om produktene som er aktuelle er ment for profesjonelle eller ikke-profesjonelle investorer.

Videre innføres det nye krav til framstillingen av kostnadene til investeringstjenester. Alle kostnadene både i forbindelse med rådgivningstjenestene og tilknyttede tjenester skal nå spesifiseres på en måte som kundene kan forstå (Schjødt, 2014). Dagens praksis er at rådgivningskostnaden trekkes fra forvaltningskapitalen og avkastningen alltid fremstilles etter kostnader (Furuseth, 2017c). Dette vil si at rådgivningen kan framstå som gratis da rådgivningskostnadene er innbakt i forvaltningsgebyrene. Den Svenske Finansinspektionen hevder at dette er problematisk og at returprovisjoner gjør rådgivningskostnadene mindre transparente. Dette er også et av deres argumenter for et forbud mot returprovisjoner i Sverige (Finansinspektionen, 2015).

3.5.5 Etterlevelse av MiFID II

Innføringen av MiFID II vil medføre endringer i forretningsmessige og operasjonelle prosesser. Kravene fra lovgiver innebærer strengere dokumentasjonskrav. For å etterleve de nye kravene må IT-systemer og rutiner tilpasses de nye opplysningskravene. Dette vil medføre at rådgiverne må bruke mer tid på dokumentasjon (EY, 2013). EU-kommisjonen anslår de totale kostnadene for implementering av MiFID II i banksektoren i EU til å være et sted mellom 512 – 732 millioner euro innledningsvis og deretter mellom 312 – 586 millioner euro i årlige kostnader (Commision, 2017). Europakommisjonens estimerte engangskostnad og løpende kostnader utgjør 0,15% av de totale operasjonskostnadene i bank-industrien innad i EU.

Det er også andre aktører som har forsøkt å estimere kostnadene ved knyttet til implementeringen av MiFID II. Boston Consulting Group har et annet estimat på kostnaden for å etterleve MiFID II og anslår den totale kostnaden for de 40 største investeringsbankene og de 400 største forvaltningsselskapene til 2,1 milliarder USD. Herav vil det koste bankene 1 milliard USD og forvaltningsselskapene 1,1 milliarder USD (IHS Markit). Financial Times skriver om et anslag gjort av et annet konsulentselskap Opimas. Deres anslag tilsier at etterlevelse av MiFID II vil koste finanssektoren 2,5 milliarder euro (Mooney, 2017).

Da MiFID II ikke enda har blitt implementert er det vanskelig å forutse hvilken effekt det nye lovverket vil ha i Norge. Vi ønsker derfor å gjøre en undersøkelse av hvordan privatpersoner oppfatter skillet mellom uavhengig og tilknyttet rådgiver. Her vil vi undersøke nærmere hvordan privatpersoner verdsetter uavhengige investeringsråd og om de mener det er en forskjell i påliteligheten til uavhengige og tilknyttede investeringsrådgivere. Dette kan gi innsikt i hvilken effekt skillet mellom uavhengige og tilknyttede rådgivere vil ha på rådgivningsbransjen.

Vi ønsker også å undersøke hvor prisbevisste kundene er når de sparer i fond. For eksempel undersøker vi hvor mange som faktisk har oversikt over forvaltningsgebyrene de betaler. Dette kan fortelle oss noe om hvordan spesifisering av forvaltningsgebyrene kan påvirke privatpersoners atferd i sparemarkedet.

I drøftingsdelen vil vi i lys av empiri, teori og resultatene fra spørreundersøkelsen diskutere nærmere hvordan MiFID II kan påvirke det norske fondsmarkedet.

3.6 Finansiell teknologi (FinTech) og Robotrådgivning

I dette kapittelet vil vi gjøre rede for hvilke trusler og muligheter som kommer fra ny teknologi. Utviklingen av ny finansiell teknologi og robotrådgivning blir ofte trukket fram som en faktor som vil ha stor effekt på finansbransjen i fremtiden. Vi vil fokusere på hvilken effekt denne utviklingen kan ha for rådgivningsbransjen.

Flere banker tar i bruk digitale verktøy for å gjøre finansiell rådgivning bedre og mer tilgjengelig. Ett virkemiddel som tas i bruk for å levere bedre og mer tilgjengelig rådgivning er roboter (Finans Norge, 2016). Robotene kan brukes i forbindelse med forsikring, lån og sparing. I denne oppgaven vil vi fokusere på robotrådgivere som gir spare- og investeringsråd. Flere nettbaserte og automatiserte formuesforvaltere (robotrådgivere) som kan levere skreddersydde porteføljer med lave gebyrer har dukket opp de siste årene (Garmhausen, 2015a). Det er allerede flere store aktører i verden som leverer robotrådgivning, og de er på vei inn i det norske markedet (Dagens Næringsliv, 2017a).

Robotrådgivere kan defineres som: internettbaserte rådgivere som tilbyr rådgivning og porteføljeforvaltning med minimal menneskelig innblanding ved bruk av algoritmer og porteføljeteori (PwC, 2017). Robotrådgiverne baserer sin rådgivning på spørreskjemaer sendt ut til kunden. Hensikten med spørreskjemaene er å kartlegge kundens investeringspreferanser. Basert på svarene fra kunden lager robotrådgiveren en plan for aktivallokering og gir konkrete investeringsanbefalinger. Robotrådgiverne kan i tillegg reallokere og rebalansere porteføljen løpende basert på ny informasjon.

Robotrådgivere kan både være uavhengige og tilknyttede rådgivere (PwC, 2016b). Tilbyder av rådgivningen kan selv velge hvilken modell deres robot skal følge. Dette valget avgjør også hvordan rådgivningen blir finansiert. Dersom de velger en uavhengig modell må kundene betale rådgivningsgebyr direkte til rådgivningselskapet. Mens dersom de velger en tilknyttet modell kan rådgivningen finansieres av returprovisjoner fra tredjeparter, eller kun tilby egne fondsprodukter.

Det finnes ulike typer robotrådgivere. En variant er en helautomatisk løsning der man investerer i en portefølje som automatisk rebalanseres basert på kundens preferanser (Garmhausen, 2015a). Den andre typen robotrådgivere gjør kun deler av rådgivningsarbeidet. Dette er hybridløsninger der man kan bruke automatiske anbefalinger fra robotrådgivere og deretter supplere med personlige råd fra menneskelige rådgivere. Det

er disse hybridløsningene man i første omgang forventer at skal ha størst vekst (Greehalgh, 2016).

En av fordelene med robotrådgivning er at rådgivningen kan bli mer tilgjengelig (Finans Norge, 2016). I land som blant annet USA og Tyskland har man sett at rådgivningstjenester, som før i hovedsak kun ble tilbudt til velstående kunder, nå tilbys av robotrådgivere til en større kundegruppe (Garmhausen, 2015a). For denne typen rådgivning er minstekravene for investert kapital vesentlig lavere ved robotrådgivning sammenlignet med tradisjonell rådgivning (Garmhausen, 2015b). En undersøkelse av 70 robotrådgivningsselskaper viste at 80% av selskapene i undersøkelsens utvalg hadde et minimumskrav for investert kapital på 10 000 euro eller mindre (Deloitte, 2016b). Sett i kontrast så er det vanlig at de tradisjonelle rådgiverne krever 250 000 dollar eller mer i investert kapital fra kundene sine for å tilby tilsvarende tjenester (Garmhausen, 2015a). Dette understreker et poeng, nemlig at rådgivningstjenester kan bli mer tilgjengelige, og at robotene kan effektivisere driften og redusere kostnadene for leverandøren av rådgivningstjenestene (Deloitte, 2016a).

I situasjoner der rådgiver er uavhengig har man observert at robotrådgiverne opererer med betydelig lavere rådgivningsgebyrer enn de menneskelige rådgiverne, og de årlige kostnadene for å motta robotrådgivning ligger normalt innenfor 0,02% - 1% av forvaltningskapitalen. Dette er lavt sett i sammenheng med menneskelige uavhengige rådgivere som typisk opererer med 2% - 3%. (Deloitte, 2016a). Dette kan forklares av flere faktorer, og en av faktorene er personalkostnader, samt at en menneskelig rådgiver kun kan behandle en begrenset mengde kunder. Som et resultat av dette må de menneskelige rådgiverne kreve høyere investert kapital per kunde og/eller ta høyere rådgivningsgebyrer enn robotrådgivere (Deloitte, 2016a).

Robotrådgivere har blitt kritisert for ulike begrensninger (Fein, 2015). En av disse begrensningene er at robotrådgiveren ikke tar hensyn til all relevant informasjon om kunden og at spørreskjemaene ikke avdekker nok informasjon. Kritikerne mener at spørsmålene kun besvarer overfladiske spørsmål som igjen kun kan lede til suboptimal aktivaallokering og rådgivning.

De menneskelige rådgiverne ser på robotrådgiverne som en mulighet til å gjøre rådgivningen mer tilgjengelig for en større kundebase (Garmhausen, 2015a). En spørreundersøkelse gjennomført av Accenture blant Kanadiske og Amerikanske rådgivere viser at 19% av

rådgiverne i deres utvalg mente at robotrådgivere er en reell trussel. I undersøkelsen kom det også frem at en del av rådgiverne hadde planer om å inkludere robotrådgivere i egen drift (Garmhausen, 2015a).

Det er flere faktorer ved robotrådgivere som kan påvirke markedet for finansiell rådgivning (Deloitte, 2015). Robotrådgivning kan føre til at rådgivningen blir mer tilgjengelig. Robotrådgivning appellerer til yngre generasjoner som foretrekker digitale plattformer og liker å ha tilgang når som helst og hvor som helst. Det er flere kapitalforvaltere som investerer i andre teknologiske nyvinninger som for eksempel big data, som igjen kan forbedre algoritmene brukt i robotrådgivningen og kan lede til at robotrådgiverne kan levere mer personlig tilpassede råd i fremtiden. Teknologi har også redusert inngangsbarrierene i kapitalforvaltningsbransjen. Vi kan forvente å se flere aktører fra andre bransjer som vil begynne å tilby finansiell rådgivning i forbindelse med sparing ved hjelp av robotrådgivere (Deloitte, 2015). Eksempelvis kan man tenke seg at flere kapitalforvaltere og forsikringsselskaper vil tilby rådgivningstjenester knyttet til sparing. Den største trusselen tradisjonelle rådgivere står ovenfor fra robotrådgiverne er i følge Erskine at denne teknologien kan gjøre det enkelt for nye aktører å gå inn i rådgivningsmarkedet (Erskine, 2015).

I Norge er robotrådgiverne i ferd med å gjøre sitt inntog. Skandiabanken har kjøpt opp det norske selskapet Quantfolio, som spesialiserer seg på utvikling av rådgivningsroboter, og i løpet av 2017 kan kundene i Skandiabanken motta råd fra en robot (Dagens Næringsliv, 2017a). Nordnet vil i løpet av høsten 2018 komme med sin robotrådgiver (Dagens Næringsliv, 2017b). Forbrukerrådet er positivt innstilt til robotrådgivning. Grunnen til dette er at det er lettere å etterprøve rådene robotene gir samt at man kan unngå noen interessekonflikter som kan oppstå når det er mennesker som fungerer som rådgiver (Dagens Næringsliv, 2017b).

For å undersøke hvilken effekt robotrådgivere vil kunne få på bransjen, vil vi undersøke om privatpersoner vil stole på råd de får gjennom internettbasert rådgivning. Dette vil vi undersøke nærmere i spørreundersøkelsen og drøfte i lys av relevant teori og empiri. Vi vil også drøfte nærmere ulike faktorer ved robotrådgivning som kan påvirke marginene til de finansielle rådgiverne positivt eller negativt.

4. Metode

I denne delen av oppgaven vil vi beskrive valget av metode samt hvordan relevante datasett er innhentet og bearbeidet. Vi har tatt utgangspunkt i to datasett, det første er data innhentet gjennom en spørreundersøkelse og det andre er fondsdata fra Morningstar Direct og Verdipapirfondenes Forening (VFF). Vi skal i dette kapitlet beskrive prosessen og valgene vi har gjort knyttet til disse to datasettene, samt noen begrensninger og svakheter vårt valg av metode kan medføre.

4.1 Forskningsformål

Undersøkelsens formål består av å besvare tre spørsmål: Hvorfor ønsker du å gjennomføre undersøkelsen? Hva skal undersøkelsen bidra med? Hva skal resultatet brukes til? (Johannessen s. 56)

Vi har gjennomført to undersøkelser; en spørreundersøkelse og ett datasett satt sammen av fondsdata fra VFF og Morningstar Direct.

Formålet med spørreundersøkelsen er å kartlegge forholdet privatpersoner har til sparing i fond og/eller aksjer og til finansielle rådgivere. Vi ønsker å kartlegge faktorer hos privatpersoner som kan påvirke deres sparebeslutninger. Spørreundersøkelsen skal kartlegge hvor mye investorene kan om sparing og investering, hvor prisbevisste de er i forbindelse med sparing i fond og deres holdninger til finansielle rådgivere. Svarene fra spørreundersøkelsen skal danne et datagrunnlag som skal brukes til å vurdere oppgavens hypoteser og gi innsikt til oppgavens problemstilling.

Formålet med fondsdataene er å danne oss et bilde av hva som har skjedd i bransjen for finansielle rådgivere over perioden omfattet av datasettet. Fondsdataene kan gi oss innsikt i hvordan gebyrinntektene til finansielle rådgivere har utviklet seg over tid. Vi ønsker å bruke fondsdataene kombinert med relevant teori og empiri for å beskrive utviklingen og forklare hvorfor vi har hatt den utviklingen vi finner i datagrunnlaget.

4.2 Forskningsdesign

Forskningsdesignet er en beskrivelse av hvordan analyseprosessen er lagt opp for å løse den aktuelle problemstillingen. Viktige momenter er: hvilken data man trenger, hvordan man skal skaffe dataene og hvordan de skal analyseres. (Gripsrud, 2010, s. 38). Vi skiller vanligvis mellom tre designtyper:

Eksplorativt design: Utforskende design, brukes ofte når vi vet svært lite om område vi undersøker. Man har ofte lite teoretisk innsikt fra før, og mangler teoretiske begreper og modeller. Målet med slike design vil være å forstå og tolke fenomenet så godt som mulig (Gripsrud, 2010, s. 39).

Deskriptivt design: Beskrivende design, anvendes når forskeren har en grunnleggende forståelse av problemområdet. Med et slikt design ønsker man å beskrive en situasjon på et bestemt område. Det er vanlig å benytte spørreskjemaer i et deskriptivt design. Med et deskriptivt design har man ikke grunnlag for å påstå at det foreligger kausale sammenhenger, kun at det er samvariasjon (Gripsrud, 2010, s. 44).

Kausalt design: Dersom man ønsker å påvise en årsak-virkningssammenheng er man avhengig av et kausalt design. Et kausalt design betyr at man benytter en form for eksperiment. I et eksperiment manipulerer man de uavhengige variablene for å se om de har en effekt på den avhengige variabelen (Gripsrud, 2010, s. 45).

Det er tre faktorer som har betydning for hvilket design man bør velge (Gripsrud, 2010, s. 49):

- 1) Kjennskap til saksområdet
- 2) Kunnskap til underliggende teori
- 3) Ambisjonsnivå i forhold til identifisering av sammenhenger mellom variabler.

I denne oppgaven har vi valgt å benytte et deskriptivt forskningsdesign da formålet er å kartlegge egenskaper ved privatpersoner som kan påvirke deres sparebeslutninger, og beskrive hvordan marginene til finansielle rådgivere har utviklet seg historisk. Dette er et tema vi allerede har en grunnleggende forståelse for. Vi har derfor valgt å innhente kvantitative data med bakgrunn i dette.

4.3 Spørreundersøkelsens gjennomføring og utforming

I dette kapittelet presenterer vi relevant teori knyttet til spørreundersøkelser og beskriver prosessen og valgene vi har tatt ved utforming og gjennomføring av spørreundersøkelsen.

4.3.1 Populasjon og utvalg

I mange tilfeller ønsker forskere å undersøke noe som gjelder en hel befolkning. Den gruppen man ønsker å undersøke, enten det er en hel befolkning eller om det er en mindre gruppe, kaller man for populasjonen. Johannessen et al. definerer populasjonen som "samlingen av *alle* enhetene som et forskningsspørsmål gjelder for" (Johannessen, 2010, s. 242).

Vår undersøkelse har som mål å kartlegge privatpersoners syn på finansielle rådgivere og sparing i finansielle instrumenter. Vår populasjon er dermed alle norske privatpersoner som sparer i fond og/eller eier aksjer.

I situasjoner der man ønsker å si noe om en populasjon bestående av mange enheter vil det være vanskelig å inkludere samtlige enheter i en undersøkelse, og det kan være hensiktsmessig å gjennomføre en utvalgsundersøkelse. Dette innebærer å trekke et utvalg som skal representere samtlige enheter i populasjonen. Det finnes i hovedsak to måter å trekke enheter til et utvalg på:

Sannsynlighetsutvelgelse: innebærer at alle enhetene i populasjonen har en kjent og lik sannsynlighet for å komme med i utvalget. Det finnes flere former for sannsynlighetsutvelgelse og et vanlig eksempel er tilfeldig utvelgelse fra populasjonen. Fordelen med sannsynlighetsutvelgelse er at det er stor sannsynlighet for at man oppnår et representativt utvalg (Johannessen, 2010).

Ikke-sannsynlighetsutvelgelse: betyr at alle enhetene i populasjonen ikke har en kjent og lik sannsynlighet for å bli med i utvalget. Det finnes flere eksempler på ulike metoder for ikke-sannsynlighetsutvelgelse, og vi velger å trekke fram bekvemmelighetsutvalg da det er denne formen for utvelgelse som vi har brukt i vår undersøkelse. Ulempen med dette vil være at det er vanskeligere å generalisere svarene til å gjelde hele populasjonen.

Et bekvemmelighetsutvalg er et utvalg der valget av enheter bestemmes av hva som er enkelt å gjennomføre. Intervjuer på kjøpesenter og på gata er ofte eksempler på bekvemmelighetsutvalg. Bekvemmelighetsutvalg kjennetegnes av at det er mange enheter i populasjonen som i utgangspunktet ikke har mulighet til å delta i undersøkelsen. En ulempe med dette er at det er stor sannsynlighet for å få skjevheter i utvalget. Undersøkelser via internett er også ofte bekvemmelighetsutvalg, da det kun er respondenter som bruker internett som har mulighet til å svare (Gripsrud, 2010, s. 136).

Undersøkelsen vår har en stor populasjon og av den grunn var det naturlig for oss å gjennomføre en utvalgsundersøkelse. Vi har dermed trukket et utvalg av populasjonen som har deltatt i undersøkelsen vår. Grunnet økonomiske og tidsmessige begrensninger har vi valgt å gjennomføre undersøkelsen på en måte som medfører at flere enheter i vår populasjon i utgangspunktet ikke har mulighet til å delta. Vi har da med andre ord benyttet oss av et bekvemmelighetsutvalg.

Et viktig spørsmål man må ta stilling til når man gjennomfører en utvalgsundersøkelse er størrelsen på utvalget. Dersom man benytter seg av et ikke-sannsynlighetsutvalg er det ikke mulig å benytte statistikk for å bestemme utvalgsstørrelsen (Gripsrud, 2010, s. 140). I slike tilfeller må utvalgsstørrelsen vurderes i lys av undersøkelsenes formål. Gripsrud skriver at «Et antall som noen ganger synes å bli brukt i bekvemmelighetsutvalg, er omkring 200 enheter» (Gripsrud, 2010, s. 140). Hvis man har et sannsynlighetsutvalg kan man legge statistikk til grunn for beslutningen om utvalgsstørrelse.

Ved et ikke-sannsynlighetsutvalg er det ikke mulig å regne seg fram til hvilken størrelse utvalget bør være på. Da vi har nettopp et slikt utvalg er det ikke mulig å tallfeste en optimal utvalgsstørrelse. I vårt utvalg endte vi opp med 350 respondenter, men flere av disse respondentene er ikke en del av vår populasjon da de har oppgitt at de ikke sparer i fond og/eller eier aksjer. Antall respondenter innenfor vår populasjon er 219.

4.3.2 Kilder til feil

Resultater fra spørreundersøkelser kan være preget av flere typer feil. Vi kan skille mellom to hovedtyper feil: *manglende observasjoner* og *målefeil* (Gripsrud, 2010, s. 144).

Under manglende observasjoner er det tre typer feil som kan oppstå. Den første er *dekningsfeil* som oppstår når populasjonen vi ønsker å si noe om ikke er godt nok representert i vårt register over medlemmene i populasjonen. Et eksempel på en situasjon der det kan oppstå dekningsfeil kan være dersom man skal gjøre en undersøkelse blant medlemmer i en forening, men benytter et medlemsregister som er utdatert for å finne respondenter.

Den andre feilen som kan oppstå er *ikke-responsfeil*. Dette oppstår når en del av de ønskede respondentene ikke svarer på undersøkelsen. Problemet med dette er at det oppnådde utvalget ikke blir like stort som det som var planlagt. Svarprosenten kan være en god indikator på hvor stort problem dette er, selv om høy svarprosent ikke nødvendigvis betyr at vi har svar fra alle viktige grupper. Dersom det foreligger en systematikk i hvem som ikke besvarer undersøkelsen kan vi også få skjevheter i utvalget.

Den tredje feilen er *utvalgsfeil* som oppstår i forbindelse med generalisering av funn fra et utvalg. Hvis man har et sannsynlighetsutvalg er det mulig å kommentere på størrelsen av utvalgsfeilen ved bruk av statistisk teori.

Den andre hovedkilden til feil er målefeil, som vil si feil som oppstår når respondenten svarer på spørsmålene i spørreskjemaet. Man ønsker å kartlegge sanne egenskaper ved respondentene, men et spørreskjema uavhengig av metoden brukt til innhenting av svar er avhengig av en eller annen form for kommunikasjon. Kommunikasjon kan være en kilde til mange former for misforståelser og feil (Gripsrud, 2010, s. 146). Det kan oppstå målefeil som er knyttet til spørreskjemaet og i forbindelse med interaksjonen mellom intervjuer og respondenten.

Feil knyttet til spørreskjemaet er mulig å forhindre gjennom god utforming av spørreskjemaet. Ved å teste spørreundersøkelsen på en liten gruppe før man gjennomfører selve undersøkelsen kan man redusere slike feil. Dette kalles for en pretest.

Feil knyttet til interaksjonen med intervjuer kan oppstå når respondenten ikke forstår spørsmålet, ikke ønsker å svare oppriktig eller er usikker på egne meninger. Det kan også være slik at intervjueren mistolker verbale svar eller feilregistrerer responsen (Gripsrud, 2010, s. 147).

4.3.3 Utformingen av spørreskjemaet

Når spørreskjemaet utformes er det viktig at man tar utgangspunkt i oppgavens problemstilling. Spørsmålene må formuleres slik at de kan belyse problemstillingen. Et spørreskjema kan inneholde lukkede og åpne spørsmål. Et åpent spørsmål er et spørsmål der respondenten på egen hånd kan formulere svarene. Lukkede spørsmål er spørsmål der svarene er forhåndsdefinert og respondenten må velge blant oppgitte svaralternativer. Dersom man har et spørreskjema som kun inneholder forhåndsdefinerte svar betegner vi det som et prekodet spørreskjema (Johannessen, 2010, s. 279). Fordelen med disse skjemaene er at det er lettere for respondenten å fylle ut og det er lettere å kategorisere og registrere svarene når dataene skal analyseres. Ulempen med denne typen spørreskjemaer er at man ikke har mulighet til å fange opp informasjon utover de forhåndsdefinerte svaralternativene.

Fordelen med åpne spørsmål er muligheten til å fange opp mer informasjon enn med et prekodet spørreskjema. Ulempen er at det blir vanskeligere å analysere dataene og det er vanskelig å generalisere svarene på lik linje med prekodete spørsmål.

I hovedsak er det tre typer spørsmål som stilles i en spørreundersøkelse (Johannessen, 2010, s. 287):

- 1) *Kunnskapsspørsmål* – Hva respondenten vet. Disse spørsmålene avdekker kunnskapsnivået hos respondenten.
- 2) *Atferdsspørsmål* – Hva respondenten gjør. Disse spørsmålene avdekker hva respondenten gjør eller har gjort.
- 3) *Holdningsspørsmål* – Hva respondenten mener. Her er man ute etter holdninger og meninger om aktuelle temaer.

Man kan argumentere for at det er gunstig å ha med «vet ikke» eller liknende som et svaralternativ. Konsekvensen av å ikke ha med «vet ikke» kan være at respondentene svarer på alternativer som egentlig ikke passer, eller at spørsmålene forblir ubesvart (Johannessen, 2010, s. 289).

Bruk av skalaer i spørreskjemaer kan gi mulighet til å nyansere svarene. Det kan være fordelaktig å bruke skalaer med flere verdier (Johannessen, 2010, s. 289). Ved å ha minst fem verdier får man muligheten til å gjøre grundigere statistiske analyser. Dersom man ikke har en for omfattende skala er det mulig å gi betydning til hvert svar-alternativ. Et eksempel

på dette kan være spørsmål hvor man spør respondentene hvor uenige eller enige de er i et utsagn, og hvor de kan svare på en skala med følgende fem alternativer: (Johannessen, 2010, s. 289)

- 1) Helt uenig
- 2) Nokså uenig
- 3) Verken enig eller uenig
- 4) Nokså enig
- 5) Helt enig

Slike svaralternativer kalles for en Likert-skala. Det finnes ikke et fasitsvar på hvor mange trinn det bør være på en slik skala, men det bør være minst fem for å fange opp nyanserte svar (Johannessen, 2010, s. 289).

Ved utformingen av spørreskjemaet valgte vi å benytte oss av nettløsningen Qualtrics. Denne tjenesten har vi tilgang til gjennom NHH. Spørreskjemaet ligger vedlagt i sin helhet i appendiks 10.2. Vi valgte å benytte et prekodet spørreskjema, som vil si at alle spørsmålene har forhåndsdefinerte svar. Begrunnelsen for dette valget er at slike skjemaer gjør det lettere for respondentene å svare på undersøkelsen samt at det blir lettere å bearbeide dataene i etterkant. Ulempen med dette er at man kan risikere å gå glipp av relevante svar som ikke er forhåndsdefinerte, men i vår undersøkelse finner vi det mest hensiktsmessig med forhåndsdefinerte svaralternativer da verdien av mer utfyllende svar ikke overveier fordelene med prekodet spørreskjema.

I prosessen med utforming av spørreundersøkelsen var det viktig for oss å begrense lengden på spørreskjemaet. Tanken bak dette var å redusere antallet ukomplette besvarelser. Vi har også vært bevisste på at privatpersoner kan ha et begrenset begrepsapparat når det kommer til finansiell teori. Av den grunn har vi valgt å ha tekstbokser med definisjoner tilknyttet alle spørsmål som inneholder begreper som kan skape misforståelser. Formålet med dette er å redusere målefeil som kan oppstå som følge av misforståelser.

4.3.4 Utformingen av de ulike spørsmålene

Spørsmål 1: Sparer du i fond eller har aksjeplasseringer

Det første spørsmålet i undersøkelsen hadde til hensikt å sile ut aktuelle respondenter til undersøkelsen. Vi ønsket respondenter som sparer i fond og/eller aksjer.

Spørsmål 2: Hvor mye betaler du i forvaltningsgebyr for dine fond i gjennomsnitt?

Over dette atferdsspørsmålet plasserte vi en tekstboks hvor vi definerte begrepet forvaltningsgebyr for å forsikre oss om at respondenten forsto spørsmålet og for å redusere sannsynligheten misforståelser og målefeil. Dette spørsmålet ble kun vist til de respondentene som svarte at de sparte i fond. Svaralternativene for dette spørsmålet var definerte intervaller oppgitt i prosent. Vi valgte å inkludere svaralternativet «vet ikke» da dette kan gi verdifull innsikt i hvor bevisste private investorer er på kostnadene ved fondssparing.

Spørsmål 3: Hvilke typer fond har du investert i?

Dette spørsmålet handler om skillet mellom aktive og passive fond. Over spørsmålet har vi formulert definisjoner på aktiv og passiv forvaltning. Svaralternativene var: 1) Aktive fond, 2) Passive fond, 3) Begge deler og 4) Vet ikke. Hensikten med dette atferdsspørsmålet er å undersøke om privatpersoner vet hva slags fond de har. Dette kan igjen gi innsikt i hvor bevisste private investorer er ved valg av fond. Hvilke fond som foretrekkes kan relateres til trendene vi diskuterer i tidligere kapitler, særlig trender som omhandler økende interesse for lavkostfond. Også for dette spørsmålet er «vet ikke» et verdifullt svar, da det forteller oss noe om kunnskapsnivået til investorene.

Spørsmål 4: Hvor enig er du i følgende påstander

I dette holdningsspørsmålet presenterer vi en rekke påstander for respondentene, hvor svaralternativene er presentert som en Likert-skala med fem trinn. Påstandene i dette

spørsmålet har til hensikt å kartlegge kunnskapsnivå, forholdet til aktiv og passiv forvaltning og hvilke momenter som er viktige for private investorer når de velger fond. For eksempel presenterer vi påstanden: *Hvilken avkastning et fond har hatt i fortiden er viktig når jeg velger fond.* Dette er et spørsmål som både tester kunnskapsnivået til respondenten, og kan gi oss verdifull informasjon om hva en investor vektlegger ved valg av fond. Videre har vi liknende påstander hvor vi kartlegger hvor viktig kundeservice, risiko og kostnader er ved valg av fond. Vi undersøker også med to påstander om privatpersoner mener det lønner seg med aktiv forvaltning, passiv forvaltning eller begge deler. Deres holdninger til lavkostfond er interessant i forbindelse med flere av trendene vi mener har betydning for vår problemstilling.

Spørsmål 5: Hvor ofte evaluerer du forvaltningsgebyrene i dine fond?

Dette spørsmålet har også til hensikt å undersøke hvor prisbevisste fondskunder er og er utformet som et atferdsspørsmål. I hvilken grad man er bevisst på forvaltningsgebyrene man betaler i fond kan være avgjørende for om ulike trender vil ha en effekt på marginene til finansielle rådgivere. Dersom privatpersoner jevnlig vurderer fondene sine i lys av kostnader kan vi tenke oss at for eksempel spesifisering av kostnadene under MiFID II vil kunne ha en effekt på rådgivernes marginer.

Spørsmål 6: Har du mottatt rådgivning i forbindelse med sparing i fond eller aksjer?

Med dette atferdsspørsmålet ønsker vi å sile ut de som ikke mottar finansiell rådgivning da etterfølgende spørsmål relaterer seg til rådgivning.

Spørsmål 7: Hvis ja, fra hvem?

Her er alternativene de ulike kanalene man kan motta rådgivning gjennom: 1) *Banken*, 2) *Selvstendig rådgiver*, 3) *Fondsforvalter* og 4) *Venner/familie*. Her ønsker vi å undersøke hvem respondentene mottar råd fra.

Spørsmål 8: Hvordan foregikk rådgivningen?

Her ønsker vi å skille mellom de som har benyttet nettbaserte løsninger for å motta råd og de som har mottatt råd personlige møter med rådgiver.

Spørsmål 9: Fulgte du rådene du fikk?

Med dette spørsmålet ønsker vi å undersøke i hvilken grad privatpersoner følger rådene de fikk fra rådgiveren sin. Dette kan være en indikasjon på i hvilken grad de stoler på rådene de får.

Spørsmål 10: Var din(e) rådgiver(e) uavhengig(e) eller ikke?

Over dette spørsmålet hadde vi en tekstboks med definisjon av uavhengig og ikke-uavhengig rådgiver. Med dette spørsmålet ønsker vi å undersøke hva kundene vet om rådgiveren sin. Svaret vi får vil avhenge av om respondenten vet om rådgiveren mottar returprovisjoner eller ikke. Dette kan gi verdifull innsikt når man diskuterer skillet mellom uavhengig og ikke-uavhengig rådgiver i sammenheng med MiFID II.

Spørsmål 11: I hvilken grad er du enig i følgende påstander?

Dette er et holdningsspørsmål der vi bruker en Likert-skala med fem trinn. Her presenterer vi en rekke påstander som omhandler finansielle rådgivere. Dette spørsmålet ble vist både til de som har mottatt rådgivning og de som ikke har mottatt rådgivning. Argumentet for å gjøre det på denne måten er at på bakgrunn av definisjonene vi har presentert mener vi at også de som ikke har mottatt rådgivning også kan ha en mening om temaet. Den første påstanden har til hensikt å kartlegge tilliten privatpersoner har til rådgiver. Den andre påstanden var: *dersom jeg vet at min rådgiver ikke er uavhengig svekker det min tillitt til rådgiveren.* Denne påstanden har som mål å undersøke om privatpersoner mener det er problematisk med returprovisjonene fra tredjeparter. Denne påstanden kan ses i sammenheng med påstand tre: *jeg er villig til å betale mer for å motta råd fra en uavhengig rådgiver.* Disse påstandene kan gi verdifull innsikt i diskusjonen mellom tilknyttet og uavhengig rådgivning. Påstand fire:

jeg stoler på rådene jeg får gjennom internettrådgivning. Her ønsker vi å undersøke i hvilken grad privatpersoner stoler på rådene de får gjennom nettbaserte automatiserte rådgivningsløsninger. Svarene på denne påstanden kan brukes i argumentasjonen om påvirkningen vi kan forvente at nettbasert rådgivning vil ha. Den siste påstanden handlet om viktigheten for respondentene av at rådgiver er en kjent aktør. Dette kan si noe om konkurransefordelen de store kjente aktørene har i bransjen.

Spørsmål 12: Du ønsker å sette 100 000 kroner inn i langsiktig fondssparing. Hvor mye ekstra ville du vært villig til å betale årlig for en uavhengig rådgiver sammenlignet med en ikke-uavhengig rådgiver?

I dette holdningsspørsmålet ønsker vi å teste privatpersoners betalingsvilje for å motta uavhengig rådgivning. Her har vi oppgitt svaralternativene i kroner, da vi ønsket å unngå en relativ måleenhet som prosent. Grunnen til at vi valgte å gjøre dette var at vi mener det er mer direkte og forståelig for respondenten å få kostnaden oppgitt i kroner.

Spørsmål 13, 14 og 15 er standardspørsmål om alder, utdanningsnivå og hvor mye respondentene har plassert i aksjer og/eller fond. Disse spørsmålene kan brukes til å sammenligne besvarelsene basert på aldersgrupper, utdanningsnivå og investert kapital. Det kan for eksempel være interessant å se hvilke aldersgrupper som er mest positive til nettbasert rådgivning.

4.3.5 Innhenting av data og gjennomføring av spørreundersøkelsen

Når man skal innhente data fra spørreskjemaundersøkelser er det viktig å avgjøre hvordan datainnsamlingen skal foregå tidlig i prosessen for å tilpasse utformingen av spørreskjemaet til distribusjonskanalen (Gripsrud, 2010, s. 121). Noen vanlige metoder for innhenting av data er personlige intervjuer, spørreskjemaer sendt per post og internettbaserte løsninger.

Personlige intervjuer har flere fordeler og ulemper. Fordelene er at nærvær kan øke sannsynligheten for at respondenten fullfører undersøkelsen og det kan gi mulighet til å registrere reaksjoner (Gripsrud, 2010, s. 121). Personlige intervjuer kan skjerpe respondenten og gir mulighet for intervjuer til å oppklare uklarheter (Johannessen, 2010, s. 293).

Ulempene er at personlige intervjuer er tidkrevende og det er en risiko for at intervjuers nærvær kan påvirke svarene som blir gitt.

Nettbaserte løsninger for utsendelse er en annen mulighet. Fordelene med disse er at de er mer fleksible for respondentene da de kan velge tid og sted selv og man er ikke avhengig av fysisk tilstedeværelse av en intervjuer. En ulempe med denne metoden er at man kan risikere at mange hopper av før undersøkelsen er over og det kan oppstå skjevhet i utvalget (Gripsrud, 2010).

Ved innsamling av primærdata til vår oppgave valgte vi å benytte oss av et selvutfyllingsskjema. Dette innebærer at respondenten fyller ut spørreskjemaet selv. Videre valgte vi å samle inn dataene digitalt og benyttet oss av nettbrett for å samle inn besvarelsene. Vi mente dette var den mest hensiktsmessige måten å gå frem da det forenklet arbeidet med databehandlingen i etterkant og vi kunne legge inn betingelser i spørreskjemaet. Spørsmålene relatert til fondssparing ble kun vist til respondentene som svarte at de enten hadde fond eller fond og aksjer, og dersom man ikke hadde mottatt rådgivning (spørsmål 6) gikk man rett videre til spørsmål 11 (holdningsspørsmålene knyttet til finansiell rådgivning).

Med mål om å ikke påvirke respondentene unngikk vi bevisst å involvere oss mye i selve utfyllingen og unngikk å endre definisjoner muntlig for å sørge for at alle svarte basert på samme informasjon. Men det må nevnes at vårt nærvær i forbindelse med utfyllingen kan ha påvirket besvarelsen og kommunikasjon mellom oss og respondentene kan ha skapt misforståelser og målefeil. Det er også en risiko for at noen av respondentene kan ha oppfattet spørsmålene feil, som er en risiko når man benytter seg av et selvutfyllingsskjema. For oss var det viktig å inkludere forståelige definisjoner av fagbegreper nettopp for å redusere misforståelser.

Vi valgte å innhente data på to forskjellige måter. Vi oppsøkte respondenter selv som fylte ut skjemaet på nettbrett. Vi gjennomførte denne delen av innsamlingen i uke 40 på to forskjellige steder. Vi ønsket å nå en så bred gruppe i befolkningen som mulig og valgte derfor to offentlige steder: Bergen Storsenter og Bergen Togstasjon. Videre valgte vi å gjennomføre undersøkelsen både på dagtid og på kveldstid. Vi gjennomførte undersøkelsen i tidsrommet 11:00 – 19:00 den aktuelle uken.

Den andre måten innebar å publisere spørreundersøkelsen på Facebook. Vi publiserte undersøkelsen på Facebook-sider med store medlemstall og som har en bred medlemsbase. Vi valgte «kjøp og salg»-grupper tilknyttet fylkene i Norge samt «Hjelp til alt mulig»-grupper med nasjonal profil. Dette kommer med økt risiko for skjevhet i utvalget, da denne distribusjonskanalen kun når respondenter som 1) er på internett 2) er på facebook, og er medlemmer i de aktuelle facebook-grupper. Vi valgte bevisst å unngå å publisere undersøkelsen i egen omgangskrets, fordi dette vil være preget av en stor andel økonomistudenter som mest sannsynlig ville medført skjevheter i utvalget.

Noen av respondentene har gjennomført spørreundersøkelsen med oss tilstede, som kan ha hatt en påvirkning på besvarelsene, mens andre har gjennomført den uten oss tilstede. Men vi var bevisste fra starten av undersøkelsen på at vi ønsket å påvirke respondentene minimalt med vår tilstedeværelse. Og i utgangspunktet mener vi at de som gjennomførte undersøkelsen på internett ikke har hatt andre forutsetninger for å besvare spørsmålene enn respondentene på kjøpesenteret og togstasjonen.

4.3.6 Pretest

Vi testet spørreskjemaet på et lite utvalg venner og familie før vi startet selve innhenting av data. Hensikten med dette var å avdekke eventuelle uklarheter eller feil. Tilbakemeldingene resulterte i at vi endret flere av spørsmålene samt svaralternativene for å gjøre undersøkelsen mer forståelig. En typisk tilbakemelding vi fikk var at vi manglet svaralternativer som passet respondentene. Tilbakemeldingene ga oss mulighet til å tilpasse spørreskjemaet for å redusere målefeil knyttet til spørreskjemaet som følge av manglende svaralternativer.

4.3.7 Spørreskjemaets begrensninger

En svakhet ved spørreundersøkelsen er knyttet til trekningen av utvalg. Vi har valgt et ikke-sannsynlighetsutvalg og nærmere bestemt et bekvemmelighetsutvalg. Det er flere svakheter forbundet med dette. Det kan være vanskelig å generalisere svarene man har fått til resten av

populasjonen og det er ikke mulig å finne ut om utvalget er representativt da vi ikke kan beregne utvalgsfeilen.

Videre har vi innhentet dataene på to ulike måter. Vi valgte å bruke en kombinasjon av tilfeldig forbipasserende i Bergen sentrum og medlemmer i utvalgte Facebook-grupper i utvalget vårt. Facebook-medlemmene kan tilføre skjevhet i utvalget da undersøkelsen kun var tilgjengelig for de som har Facebook og i tillegg er medlemmer i gruppene vi publiserte undersøkelsen i. Valget om å stå på kjøpesenter og togstasjon i Bergen ekskluderer privatpersoner som sparer i fond eller aksjer fra andre deler av landet. Dette kan sies å være en av fordelene med Facebook da vi kunne nå et utvalg fra hele landet. Som vi har vært inne på tidligere kan det også oppstå feil som følge av at vi distribuerte spørreundersøkelsen på forskjellige måter. Vi risikerer at vår tilstedeværelse kan ha påvirket respondentene på kjøpesenteret og togstasjonen. Men som tidligere nevnt forsøkte vi å minimere vår påvirkning på respondentene på kjøpesenteret og togstasjonen.

4.3.8 Erfaringer ex post

Etter vi hadde gjennomført spørreundersøkelsen var det flere erfaringer vi hadde gjort oss opp. Erfaringene fra gjennomføringen gjorde oss bevisste på momenter vi ikke hadde tenkt på tidligere både i forbindelse med gjennomførelsen og utformingen av spørreskjemaet. For eksempel presenterte vi følgende påstand i spørsmål 11: jeg har mottatt råd fra en ikke-uavhengig rådgiver. Vi stiller et liknende spørsmål tidligere (spørsmål 10), og tenkte at denne påstanden skulle fungere som et kontrollspørsmål. Men vi viste spørsmål 10 kun til respondenter som har mottatt rådgivning, og påstanden i spørsmål 11 til alle som svarte på undersøkelsen, og dette reduserer den ønskede kontrolleffekten og vi fikk mange respondenter som svarte ”vet ikke” på denne påstanden. Andre erfaringer vi gjorde oss var hvor viktig det var at spørreundersøkelsen var så kort som mulig. Vi gjorde oss også noen erfaringer om selve innhenting av dataene. Vi opplevde at det var mer tidkrevende å innhente data på Storsenteret og Togstasjonen enn vi først hadde sett for oss. Bruken av nettbrett ved innsamlingen fungerte som ønsket og gjorde det enkelt å holde styr på og bearbeide dataene i etterkant. Vi erfarte også at mange av de vi snakket med hadde en oppfatning av at de burde ha visst mer om sine egne investeringer enn det de gjorde.

4.4 Metode fondsdata

I dette kapitlet skal vi forklare hvilken metode vi bruker for å analysere og tolke datasettet vårt som inneholder informasjon om kapitalbevegelser, størrelse, avgiftsnivå og fondstyper over tid.

4.4.1 Operasjonalisering

Marginene i rådgivning knyttet til fondsprodukter for privatpersoner er ikke en variabel som er rett frem å operasjonalisere. Den ideelle variabelen vil være en variabel som beskriver inntekten rådgiverne får gjennom rådgivning fratrukket kostnadene som påløper fra rådgivningsvirksomheten. Å måle denne ideelle variabelen ville krevd at informasjon om dette er tilgjengelig. Alle norske rådgivere vil være registrert i Brønnøysundregisteret, men de fleste finansrådgivere er en del av en større virksomhet og det vil derfor være problematisk å fastslå hvor stor del av kostnadene og inntektene som kommer fra rådgivningsvirksomhet. I tillegg vil flere rådgivere forholde seg til flere produkter enn bare fond i sin rådgivning, som vanskeliggjør ytterligere å bruke regnskapstall i målingen av denne variabelen.

Istedenfor å bruke regnskapstall vil vi heller benytte oss av fondsdata. Brorparten av rådgivningen som skjer ovenfor privatpersoner blir finansiert av returprovisjoner eller gjennom at rådgiveren jobber i samme selskap som fondets forvalter (Serhan, et al., 2017). Derfor vil avgiftsnivå være en logisk operasjonalisering av rådgivernes inntekter i markedet for privatpersoner.

Inntektene til rådgiverne vil i hovedsak påvirkes av to forhold; volum og priser. Hvis det strømmer mer kapital inn i et fond, vil det genereres høyere inntekt fra forvaltningsgebyrer, alt annet likt. Videre vil en økning i forvaltningsavgift generere høyere inntekt på kapitalen som er investert i fondet, alt annet likt. Derfor må vi undersøke både forvaltningsgebyrene og volum for å forstå inntjeningen i rådgivningsbransjen.

Videre kan vi isolere de to effektene gjennom å studere volumbevegelser og et vektet snitt av forvaltningsgebyr separat. Vi undersøker hvordan volum i markedet har beveget seg i

henhold til indeksfond og aktivt forvaltede fond, og ulike fondskategorier som aksjefond og rentefond.

Siden vi gjør en slik operasjonalisering i oppgaven vår, er det viktig å belyse de faktorene vi ikke undersøker. For det første måler vi ikke hvordan driftskostnadene i selve fondene har utviklet seg over tid. Hvis driftskostnadene har hatt en nedadgående trend, vil dette, alt annet likt, føre til bedre marginer. Dette vil ikke fanges opp av variabelen vi har valgt. Vi vil heller diskutere det vi har funnet i lys av antagelser om kostnadsstrukturen i fond.

Det andre vi ikke kan måle ved hjelp av disse variablene er hvor stor returprovisjon rådgiverne får av de totale avgiftene kundene betaler. Hvis det har skjedd endringer i hvor stor del av avgiftene som deles med rådgiver, vil ikke vi fange opp dette. Samtidig er dette noe som ikke er tilgjengelig informasjon, og som etter all sannsynlighet først vil bli tilgjengelig etter innføringen av MiFID II. Det finnes eksempler på selskaper som allerede har publisert informasjon om returprovisjoner, men dette gjelder ikke alle. Det er verdt å nevne at denne fordelingen mellom forvalter og rådgiver bare er aktuell i de tilfellene hvor rådgiver og forvalter er forskjellige selskaper. I de tilfellene hvor rådgiver jobber i samme selskap som forvalter vil hele fondsavgiften tilfalle samme selskap.

4.4.2 Trendanalyse

Gjennom tallmateriale fra Morningstar og VFF ønsker vi å avdekke eventuelle trender i utviklingen i forvaltningsavgift og forvaltningskapital.

Vi ønsker å avdekke utviklingen i verdivektet gjennomsnittlig forvaltningsavgift i personmarkedet, samt utviklingen i samlet forvaltningskapital og fordelingen av denne mellom passive fond og aktive fond samt mellom ulike fondsklasser.

4.4.3 Datainnsamling

I dette delkapittelet vil vi beskrive prosessen med innsamling av fondsdata fra VFF og Morningstar Direct.

Forvaltningskapital og volumendringer: I oppgaven bruker vi data om forvaltningskapital og volumendringer fra Verdipapirfondenes Forening. Vi har i denne oppgaven valgt å fokusere på privatpersoner. Grunnen til dette er at fondsdata for totalmarkedet angående volumbevegelser og fondsstørrelse er påvirket av størrelser som i utgangspunktet er uinteressant for oppgaven. Dette omhandler interne og strukturelle transaksjoner hos institusjonelle investorer. Ved å kun bruke data om volumbevegelser og forvaltningskapital i privatmarkedet får man et "renere" tallmateriale å forholde seg til, siden det i mindre grad forekommer forstyrrende transaksjoner i dette tallmaterialet. I tillegg er oppgaven i sin helhet avgrenset til å gjelde markedet for privatpersoner.

Statistikken fra VFF inneholder en samlet oversikt over tegning, innløsning, forvaltningskapital og fondstype fordelt på norske personkunder, pensjonsmidler med fondsvalg, norske institusjonskunder og utenlandske kunder i det norske fondsmarkedet. Målingene er gjort ved utgangen av året.

Frem til januar 2013 inngikk pensjonsmidler med fondsvalg i kategorien norske personkunder. Vi har derfor valgt å legge disse kategoriene sammen i de påfølgende årene for å få sammenlignbare data i alle år. Statistikken strekker seg tilbake til utgangen av 2004 frem til utgangen av 2016.

Forvaltningsavgift og fondsklasse: Gjennom Morningstar Direct har vi muligheten til å samle inn statistikk om avgifter fondskunder betaler i sine fond. Dette er ikke inkludert i VFF sine data. Målet på avgiftsnivå som vi benytter i denne oppgaven er "Annual Report Net Expense Ratio" (NER). Vi samlet også informasjon om fondet er passivt forvaltet eller ikke og hvilken fondsklasse det er. Målingene er gjort ved utgangen av året.

NER beskriver prosentandelen av et fonds forvaltningskapital som går til å dekke driftskostnader og forvaltningsavgift, og inkluderer blant annet avgifter knyttet til; bokføring, forvaltning, rådgivning, revisjon, styre, distribusjon, lovkrav, organisasjon, registrering, rapportering, under-rådgiver og overføringer (Morningstar). Variabelen er beregnet ut ifra hva fondene rapporterer, og i noen tilfeller vil ikke rapportert informasjon være tilstrekkelig til å beregne dette.

Mange investorer vil normalt se på forvaltningsavgiften ("management fees") når de velger hvilket fond de skal investere i. NER representerer allikevel et mer presist mål på kostnader knyttet til å eie et fond fordi det inkluderer flere faktorer enn kun forvaltningsavgiften.

Vi har behandlet data fra VFF og Morningstar Direct for å koble kostnadsdata opp mot privatpersoners innestående forvaltningskapital i fond. Dette er en omfattende oppgave, fordi fondene ikke alltid har de samme navnene i de to databasene. Ved utgangen av 2016 var det registrert statistikk fra 579 fond for norske personkunder i VFF sin statistikk. På grunn av begrensede tidsressurser knyttet til databehandling har vi valgt å gjøre en begrensning på hvor mange fond vi velger å ta med i datasettet for hvert enkelt år. For hvert år har vi valgt å ta med de 150 største fondene beregnet ut ifra forvaltningskapital i VFF sine data. Ved å ta utgangspunkt i de 150 største fondene inkluderer vi over 90 prosent av samlet forvaltningskapital i personmarkedet i alle år, samtidig som vi reduserer ressurser knyttet til databehandling betraktelig.

Videre er det noen datapunkter som faller ut av utvalget på grunn av begrenset informasjon i Morningstar Direct. Som nevnt tidligere vil det være noen fond hvor man ikke har tilstrekkelig informasjon til å beregne NER, og vi vil derfor ikke ha anledning til å inkludere disse i utvalget. Målt i forvaltningskapital vil normalt mellom 5 til 10 prosent av utvalget falle bort på grunn av dette. I tallene for 2005 og 2006 har det imidlertid manglet unormalt mye data. Derfor har større deler av utvalget falt bort i disse to årene. Hvilke implikasjoner dette kan ha kommer vi tilbake til i delen hvor vi diskuterer styrker og svakheter i våre undersøkelser.

4.4.4 Definisjoner

Modellen vi vil basere oss på er en modell som undersøker om det finnes trender i utviklingen av viktige variabler for inntjeningen hos finansielle rådgivere i personmarkedet. Under er noen av variablene som brukes presentert.

$$AUM_t^{Total} = \text{Samlet forvaltningskapital fra privatpersoner i år } t$$

$$AUM_t = \text{Forvaltningskapital fra privatpersoner i hele utvalget i år } t$$

$$AUM_{p,t} = \text{Forvaltningskapital fra privatpersoner i fond } p \text{ i år } t$$

$$p = \text{fond } p$$

$n_t = \text{antall fond i utvalget i år } t$

$NER_{p,t} = \text{annual repport net expense ratio i fond } p \text{ i år } t$

$$w_{p,t} = \frac{AUM_{p,t}}{AUM_t} = \text{Vekt i fond } p \text{ i år } t$$

$$\overline{NER}_t = \sum_{p=1}^{n_t} w_{p,t} * NER_{p,t} = \text{Verdivektet snitt av NER i år } t$$

Å undersøke variabelen for vektet snitt av investors kostnader av å holde fond over tid vil si oss hvor mye privatpersoner betaler i snitt for hver krone som blir investert i norske fond, og hvordan dette har utviklet seg over tid.

Det er en viktig faktor som ikke fanges opp i gjennomsnittsavgiften, og det er volum. Vi har allerede beskrevet ovenfor hvordan endringer i volum fordelt på ulike typer fond kan ha en effekt på gjennomsnittskostnaden, men det absolutte volumet som privatpersoner investerer i fond, vil ikke fanges opp i denne variabelen. Fondsbransjen blir ofte beskrevet som en volumbransje. Fond har behov for forvaltningskapital av en viss størrelse før det blir lønnsomt å drive fondet, på grunn av kostnader som oppstår i et fond uavhengig av størrelse på forvaltningskapitalen.

For å kunne si noe om volum kobler vi statistikk på samlet forvaltningskapital per år i personmarkedet sammen med estimert vektet gjennomsnittsavgift i fondsutvalget.

$$\widehat{REV}_t^{NER} = \overline{NER}_t * AUM_t^{Total} = \text{Estimert inntjening i år } t$$

4.4.5 Begrensninger knyttet til fondsdata

I vår analyse av fondsdataene har vi gjort en forenkling. Vi har tatt utgangspunkt i de 150 største fondene, istedenfor alle fondene tilbudt til norske privatpersoner. Dette var for å lette databehandlingen. Videre var det manglende data fra Morningstar Direct om noen av fondene i noen av årene som reduserer andelen av total investert kapital vi dekker. Å ikke inkludere mindre fond kan gjøre at vi går glipp av informasjon, spesielt om mindre norske

fond. Grunnen til at vi allikevel mener at dette er en hensiktsmessig forenkling er at vi ønsker å inkludere så stor andel av forvaltningskapitalen som mulig. Videre kan det være spesielle kjennetegn ved de fondene som vi ikke har informasjon om gjennom Morningstar Direct, men vi har ikke informasjon om hva dette eventuelt kan innebære.

4.5 Hypoteser

I dette delkapittelet skal vi presentere noen hypoteser, som sier noe om hva vi forventet i forkant av undersøkelsene. Basert på resultatene vi finner i undersøkelsene vil vi avkrefte eller bekrefte disse hypotesene.

Basert på tidligere forskning og annen relevant teori har vi fått et inntrykk av at fondsbransjen har beveget seg mot å ha lavere gjennomsnittsavgift. Dette skyldes flere forhold. For det første har fondsprodukter med lave kostnader, spesielt indeksfond, blitt mye omtalt og mer populært. I markeder som det britiske og amerikanske har indeksfond hatt en sterk vekst i forvaltningskapital, og vi forventer å observere noe lignende i det norske markedet. For det andre har rentenivået etter finanskrisen vært unormalt lavt, og tidligere forskning viser at lave rentenivåer ofte betyr lavere fondsavgifter i pengemarkedsfond. For det tredje kan automatisering ha gjort at forvalterne kan operere med lavere kostnader, og at dette i noen grad kommer investorene til gode.

H1: Gjennomsnittsavgiften som privatpersoner betaler for sine fond har gått ned siden 2004. Vi forventer at dette delvis skyldes større allokering til passivt forvaltede fond.

En undersøkelse gjennomført av forbrukerrådet viser at den faktoren som flest rådgivere fokuserer på i salgssituasjonen er historisk avkastning (Struksnæs, 2017). Vi tror derfor at historisk avkastning blir tildelt stor vekt også når privatpersoner velger fond. Videre tror vi at privatpersoner foretrekker aktiv forvaltning framfor passiv forvaltning. Siden fondsforvaltere ofte legger ned aktive fond som skaper negativ meravkastning, blir kunden oftere vist fond som har lyktes i å skape positiv meravkastning (Survivorship Bias). På bakgrunn av dette kan det tilsynelatende virke for kunden som at aktiv forvaltning ofte skaper meravkastning, og derfor få et positivt inntrykk av aktivt forvaltede fond.

H2: Privatpersoner vektlegger i størst grad historisk avkastning ved valg av fond i gjennomsnitt, og heller mot å foretrekke aktiv forvaltning.

På bakgrunn av flere av de samme momentene nevnt i forbindelse med H2, tror vi at privatpersoner er lite prisbevisste ved valg av fond. Rådgiverne fokuserer lite på kostnader for kunden i rådgivningssituasjonen (Struksnæs, 2017), og kundene vurderer i større grad historisk avkastning enn kostnadene ved å eie fondene. Vi forventer at Informasjonsasymmetrier i forholdet mellom rådgiver/forvalter og investoren kan lede til kostnadene ved fondene får en mindre sentral rolle når investor velger fond. Vi tror at privatpersoner i stor grad stoler på rådene de får fra sin rådgiver, og at informasjonen de har om egne investeringer i stor grad avspeiles av hvilken informasjon de får fra rådgiver.

H3: Et stort antall privatpersoner er lite prisbevisste ved valg av fond.

Slik MiFID II ligger an til å bli i Norge vil forbudet mot returprovisjoner utelukkende omfatte uavhengige rådgivere. Dette medfører i teorien at både tilknyttede og uavhengige rådgivere i Norge kan fortsette som før når det kommer til returprovisjoner. Dette medfører at mange av insentivproblemene som kan oppstå knyttet til returprovisjoner fortsatt vil være tilstede etter gjennomføringen av MiFID II.

H4: Skillet mellom uavhengige og tilknyttet rådgiver i MiFID II vil få en begrenset effekt på marginene til de finansielle rådgiverne.

Det er naturlig å tenke at det er en viss skepsis i befolkningen knyttet til robotrådgivning. Tidligere undersøkelser viser at privatpersoner vedsetter personlig kontakt i rådgivningssituasjonen (Diehl, 2015). Videre tror vi at det er de yngre generasjonene som vil være mest positive til robotrådgivning.

H5: Privatpersoner er i gjennomsnitt negative til robotrådgivning, og yngre generasjoner er minst negative.

5. Resultater

I denne delen skal vi oppsummere funnene fra henholdsvis fondsdataene og spørreundersøkelsen.

5.1 Resultater fra fondsdata

I dette kapitlet skal vi presentere funnene fra fondsdata som vi har samlet fra Verdipapirfondenes Forening og Morningstar Direct. Vi ønsker å se på hvordan vektingen av ulike fondstyper blant privatpersoner har utviklet seg over tid, og hvordan fondsavgiftene privatpersoner betaler har utviklet seg over tid.

I tabell 5-1 finner vi en oversikt over hvor stor andel av den totale forvaltningskapitalen i markedet for privatpersoner som er inkludert i de 150 største fondene. Som vi kan se, har denne andelen vært over 90 prosent i alle årene, unntatt i 2014, hvor andelen var 89,9 prosent. Noe av dataene vil heller ikke være begrenset til utvalget, som for eksempel total forvaltningskapital. Men data som baserer seg på kostnadsdata vil være begrenset til utvalget.

I neste kolonne i tabell 5-1 finner vi en oversikt over hvor stor andel av forvaltningskapitalen som er inkludert i det endelige utvalget. Grunnen til nedgangen fra andelen blant de 150 største fondene til andelen i det endelige utvalget er at det ikke er registrert kostnadsdata på alle fond i Morningstar Direct. Hvor stor datamangel det har vært varierer fra år til år. Det er to år som peker seg ut som spesielle, og det er 2005 og 2006. Der dekker det endelige utvalget henholdsvis 64,3 og 70,5 prosent av den totale forvaltningskapitalen i markedet for privatpersoner. Dette kan skape skjevheter i utvalget hvis det ligger en systematikk bak hvilke fond det mangler avgiftsdata om. Morningstar forklarer på sine nettsider at datamangelen skyldes at det ikke foreligger nok informasjon til å estimere den aktuelle kostnadsvariabelen (Morningstar). Om dette er noe som slår jevnt ut over et bredt utvalg fond, eller om det er spesielle kjennetegn ved disse fondene har vi ikke nærmere informasjon om, men vi må være bevisst på dette som en mulig feilkilde.

Tabell 5-1 Andel av forvaltningskapital dekket i undersøkelsen

År	Andel av den totale forvaltningskapitalen allokert til de 150 største fondene	Andel av den totale forvaltningskapitalen som er tatt med i utvalget
2004	96,03 %	91,10 %
2005	94,71 %	64,28 %
2006	94,68 %	70,49 %
2007	94,75 %	84,81 %
2008	94,25 %	89,91 %
2009	93,81 %	89,27 %
2010	92,84 %	85,82 %
2011	92,00 %	84,83 %
2012	91,21 %	80,16 %
2013	91,73 %	78,41 %
2014	89,92 %	81,94 %
2015	90,51 %	84,15 %
2016	90,18 %	77,73 %

Måten vi fremstiller funnene fra fondsdataene har blitt drøftet grundig i arbeidsprosessen, og vi har kommet frem til at det er mest formålstjenlig å fremstille resultatene grafisk. På den måten får vi fremstilt det vi ønsker på en tydelig måte. Vi estimerer også trendlinjer for å illustrere utviklingen i perioden.

I figur 5-1 kan vi se en enkel fremstilling av hvordan utviklingen i samlet forvaltningskapital, verdivektet gjennomsnittlig avgiftsnivå og estimert inntjening fra privatpersoner har utviklet seg over tid. I den første grafen ser vi hvordan den samlede forvaltningskapitalen i personmarkedet har utviklet seg. Dette er målt i milliarder kroner, og er inflasjonsjustert til 2015-kroner. Størrelsen på forvaltningskapital er ikke begrenset av utvalget. Figuren viser en gjennomsnittlig realvekst i forvaltningskapitalen i perioden. I 2004 var forvaltningskapitalen omtrent 100 milliarder, mens det i 2016 var omtrent 300 milliarder.

Det betyr at forvaltningskapitalen fra norske personkunder har omtrent tredoblet seg mellom 2004 og 2016, målt i reelle verdier. I regresjon (1) i tabell 5-2 under, ser vi parameterne til den estimerte trendlinjen. Stigningstallet til trendlinjen har en verdi på 13.3, noe som betyr at størrelsen på forvaltningskapital i gjennomsnitt har steget med 13.3 milliarder 2015-kroner per år i perioden vi har sett på. Vi ser at det var et ganske markant fall i forvaltningskapitalen i løpet av 2008. Dette må sees i sammenheng med finanskrisen, hvor finansmarkedet var preget av krise og fallende priser.

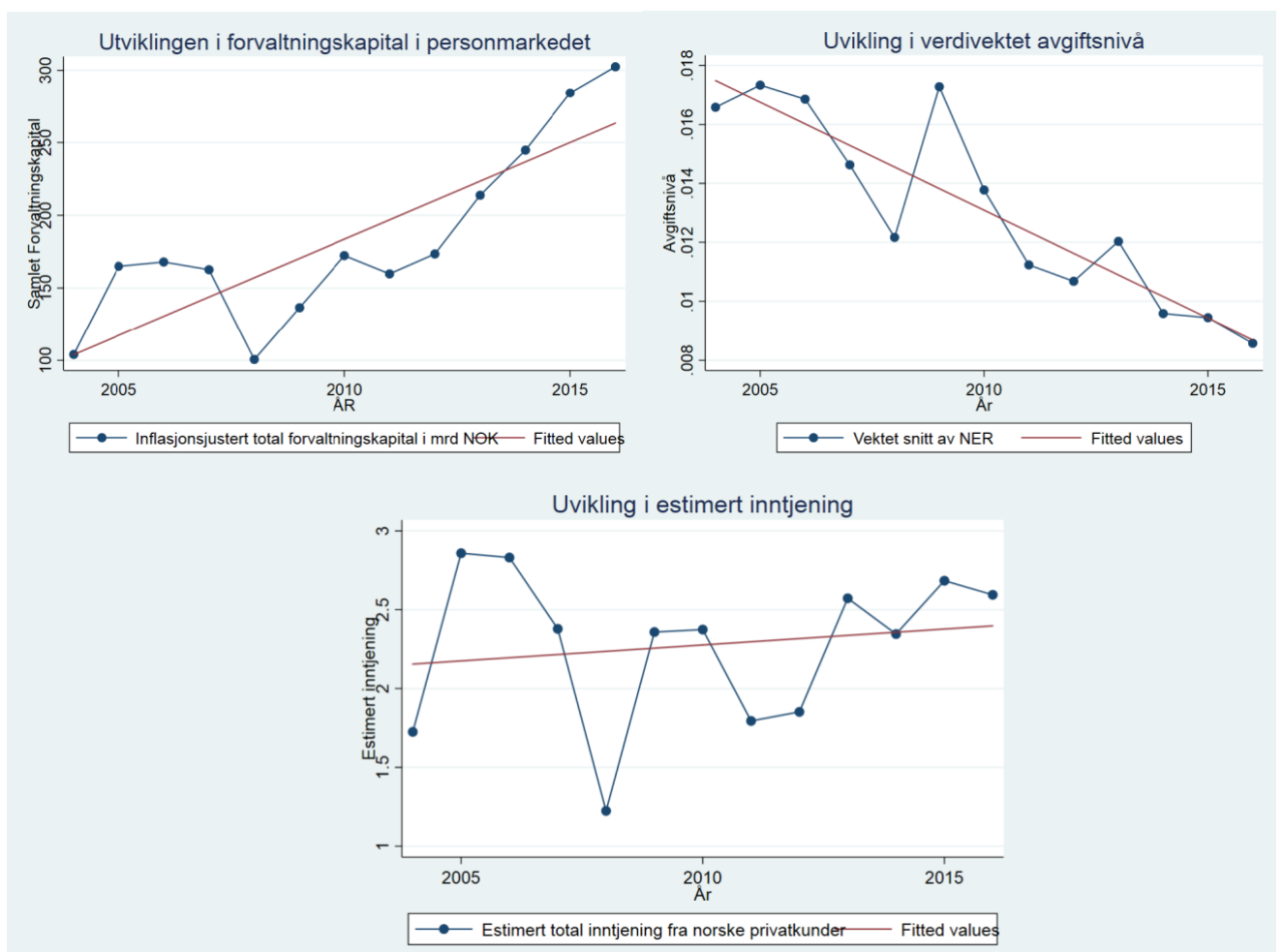
Durbin-Watson-testen viser at vi har positiv autokorrelasjon i regresjon (1) i tabell 5-2. Det betyr at feilleddene er positivt korrelert med feilleddet i perioden før. Dette gjør at vi kan få bias i den estimerte standardfeilen i modellen. I noen tilfeller, spesielt ved få observasjoner, kan autokorrelasjon til og med føre til feil i den estimerte koeffisienten (Wooldridge, 2014, s. 333). Durbin-Watson-testen er lagt ved i appendiks del 11.1. For å korrigere for autokorrelasjon gjennomfører vi en Cochrane-Orcutt-prosedyre. Resultatene av prosedyren er lagt ved i appendiks del 11.1 i utfyllende form. I tabell 5-2 regresjon (4) har vi tatt med de mest sentrale parameterne fra prosedyren. Vi har testet alle regresjonene for autokorrelasjon. Utskriftene ligger vedlagt i appendiks 11.1. Fra Durbin-Watson-testen på de andre regresjonene finner vi ikke tegn til autokorrelasjon.

I den neste grafen ser vi hvordan det vektete snittet av Net Expense Ratio (NER) har utviklet seg over tid. I 2004 betalte privatpersoner i gjennomsnitt over 1,6 prosent for sine fondsplasseringer. I 2016 betalte de over 0,8 prosent. Det innebærer omtrent en halvering i perioden vi har sett på. Den estimerte trendlinjen har et stigningstall på $-0,0007$ (jf. tabell 5-2, regresjon (2)), som betyr at verdivektet NER i gjennomsnitt har sunket med 0,07 prosentpoeng per år i utvalget, i perioden vi har sett på. Vi ser også her at det oppstod et stort fall i 2008 og 2009. Dette må også sees i sammenheng med uroen som oppstod under finanskrisen. Vi ser i grafen som beskriver allokeringen til ulike fondsklasser at under finanskrisen ble den relative allokeringen til aksjefond lavere, og allokeringen til pengemarkedsfond ble høyere. Dette skyldes at aksjefond tapte seg mer i verdi, og ble relativt mindre verdt. Pengemarkedsfond har et lavere avgiftsnivå enn aksjefond, og en slik endring i allokeringen mellom dem fører følgelig til et lavere verdivektet gjennomsnittlig avgiftsnivå.

Når vi ser på disse to variablene kombinert får vi et noe mindre tydelig bilde. I den siste grafen har vi fremstilt den estimerte inntjeningen fra hele personmarkedet over tid målt i

milliarder 2015-kroner. Det er altså det vektete gjennomsnittet av Net Expense Ratio i utvalget, multiplisert med den totale forvaltningskapitalen. Som vi kan se har effektene fremstilt i de to andre grafene motvirket hverandre. Høyere forvaltningskapital skaper høyere inntjening alt annet likt. Lavere avgiftsnivå skaper lavere inntjening alt annet likt. Den estimerte trendlinjen på inntjening har et stigningstall på 0,02 (jf. regresjon (3), tabell 5-2). Men som vi ser avviker faktiske observasjoner ganske mye fra den estimerte trendlinjen fra år til år, og stigningstallet er ikke signifikant.

Figur 5-1 Utvikling i forvaltningskapital, verdivektet snitt av avgiftsnivå og estimert inntjening



Tabell 5-2 Stigningstall: Forvaltningskapital, avgiftsnivå og estimert inntjening.

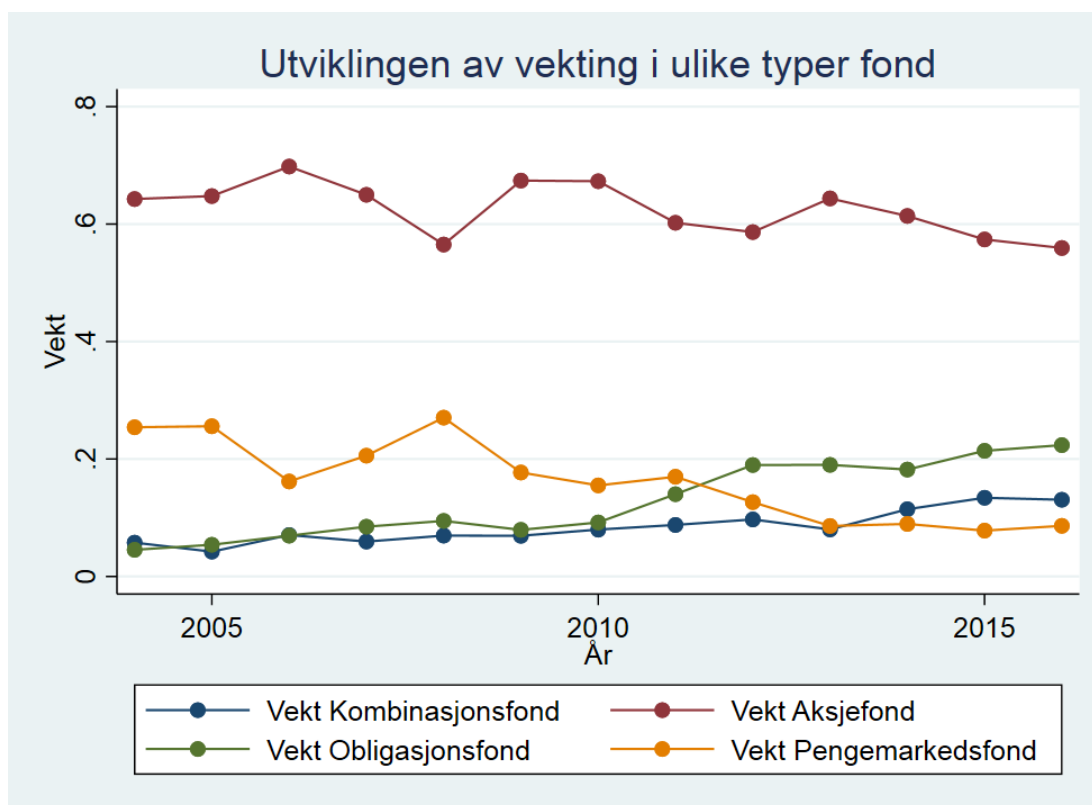
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Inflasjonsjustert total forvaltningskapital i mrd NOK	Vektet snitt av NER	Estimert total inntjening fra norske privatkunder i mrd NOK	Inflasjonsjustert total forvaltningskapital i mrd NOK (Cochrane-Orcutt)
Year 2004=0	13.2812*** (0.0004)	-0.0007*** (0.0000)	0.0202 (0.5985)	16.1707** (0.0377)
Constant	103.9720*** (0.0002)	0.0175*** (0.0000)	2.1554*** (0.0000)	85.7739 (0.1807)
Observations	13	13	13	12
R^2	0.695	0.802	0.026	0.364

p-values in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

I figur 5-2 har vi illustrert hvordan vektingen av ulike typer fond har utviklet seg over perioden vi har sett på. Vi ser at det under finanskrisen ble en vesentlig lavere vekting av aksjefond, og vesentlig høyere vekting av spesielt pengemarkedsfond. Videre kan det se ut som om aksjefond over tid har hatt en nedadgående trend, det samme med pengemarkedsfond. Årsaken til lavere vekting av aksjefond blir i andre markeder delvis forklart med at etterkrigsgenerasjonen blir eldre og ønsker lavere risikoeksponering når sparehorisonten blir kortere (Investment Company Institute, 2017). For å oppnå dette vil det bli allokert mer til rentefond. Vektingen av obligasjonsfond har hatt en oppgang i perioden, og kan se ut til å ha erstattet den andre typen rentefond, pengemarkedsfond, i perioden.

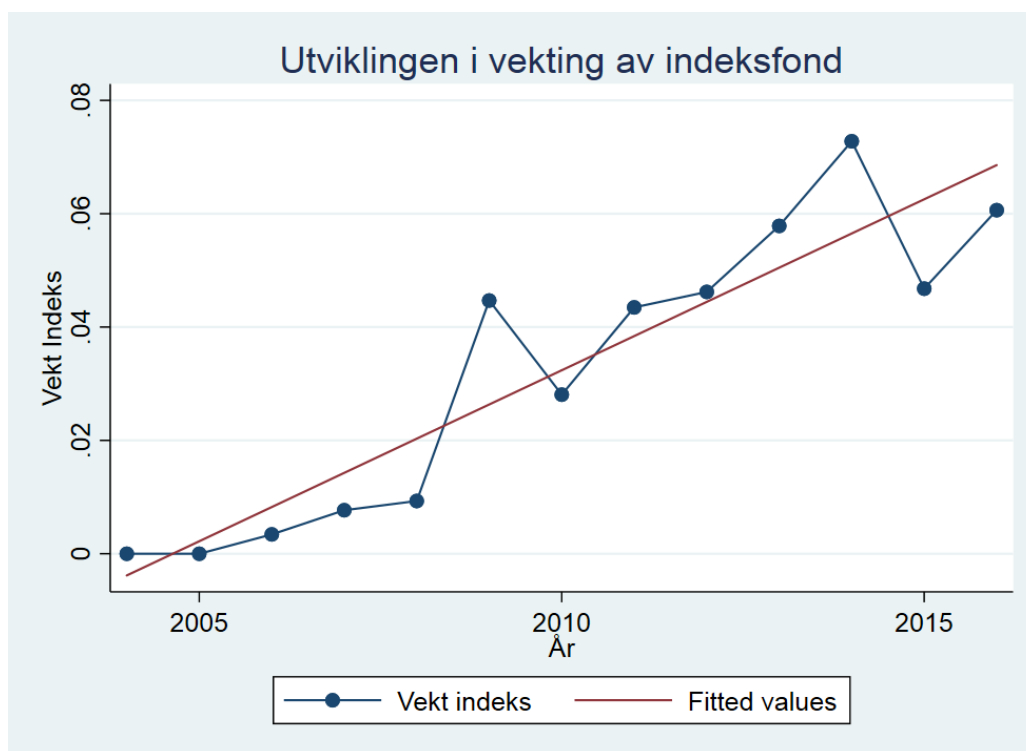
Figur 5-2 Utvikling i vekting av ulike fondsklasser



I figur 5-3 ser vi utviklingen av vektingen av indeksfond (passivt forvaltede fond) i utvalget over tid. Som vi kan se har andelen indeksfond blant privatpersoner økt i perioden. I de første målingene er det ikke allokert noe til indeksfond i utvalget, imens det i 2016 var vektet med omtrent 6 prosent. Den estimerte trendlinjen har et stigningstall på 0,006 (jf. Tabell 5-3), som betyr at vektingen av indeksfond i gjennomsnitt har økt med 0,6 prosentpoeng per år. Normalt har passivt forvaltede fond lavere kostnader og avgifter enn aktivt forvaltede fond. Hvis privatpersoner over tid øker vektingen av passivt forvaltede fond vil dette ha negativ effekt på det vektete snittet av avgifter, alt annet likt.

Vi ser at det er noen store svingninger fra år til år. Men tror at en stor del av dette skyldes et lavt antall indeksfond i datasettet vårt. Spesielt i de første årene er andelen indeksfond svært lav. Når det kommer et nytt fond inn i datasettet kan dette medføre et hopp i vektingen av indeksfond.

Figur 5-3 Utvikling i vekting av indeksfond



Tabell 5-3 Stigningstall: utvikling i vekting av indeksfond

	(1) Vekt indeks
Aar 2004=0	0.0060*** (0.0000)
Constant	-0.0038 (0.5026)
Observations	13
R^2	0.844

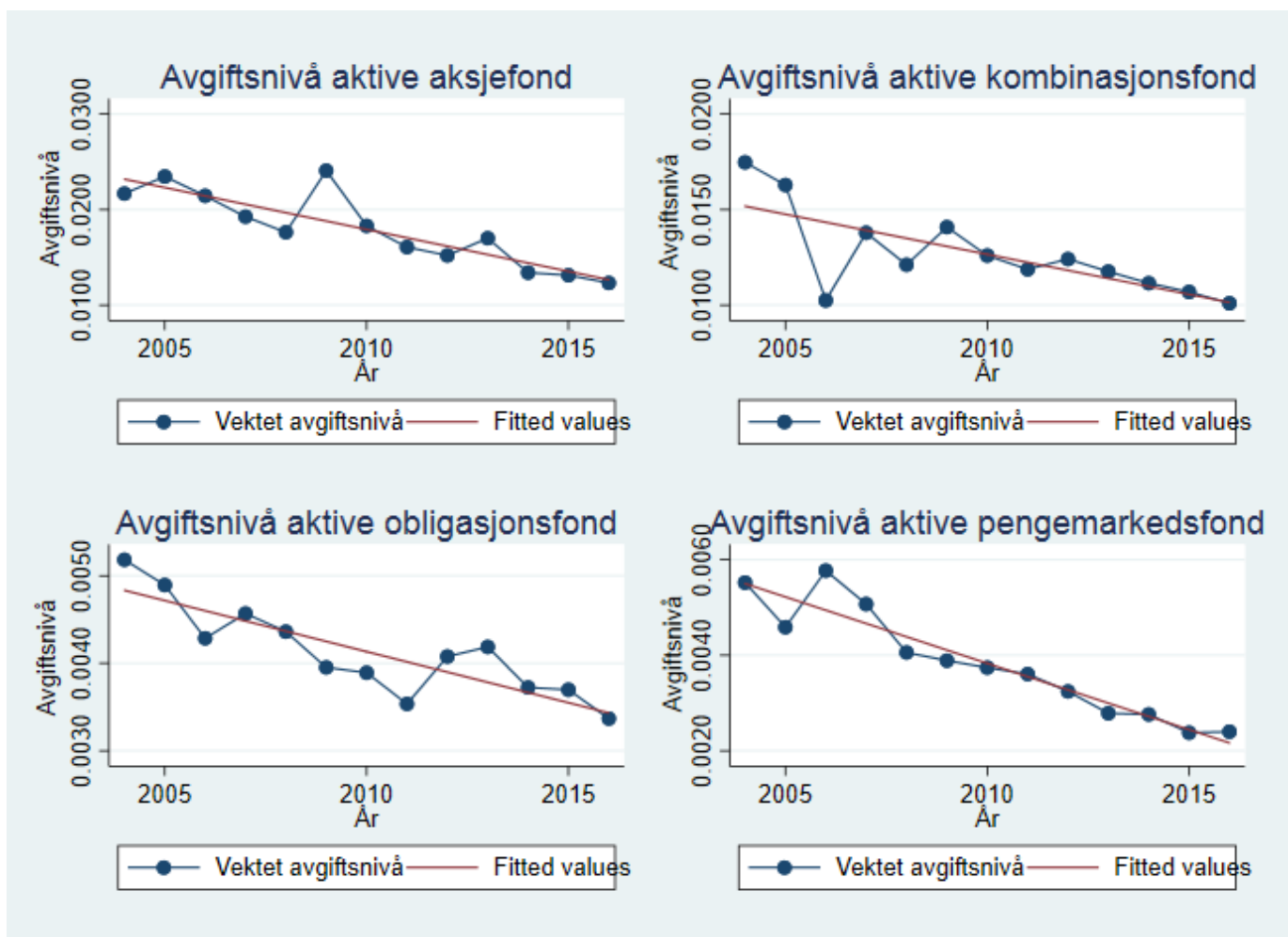
p-values in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Videre skal vi undersøke hvordan avgiftsnivået har utviklet seg over tid innad i hver fondsgruppe. Henholdsvis aktive egenkapitalfond, kombinasjonsfond, pengemarkedsfond og obligasjonsfond. Vi ønsker å renske bort effekten av ulik vekting av ulike fondsgrupper fra år til år, for å konsentrere oss om kun hvordan avgiftsnivået har beveget seg over tid innenfor hver fondskategori. Dette er fordi ulike fondskategorier ikke bare har ulikt avgiftsnivå, men også ulikt kostnadsnivå. Derfor har vi også tatt ut indeksfond i

fremstillingen under. Under har vi fremstilt 4 grafer, en for hver fondsgruppe, hvor x-aksjen beskriver årstall, og y-aksen beskriver avgiftsnivå. Avgiftsnivået i hvert år er verdivektet ut ifra størrelse på forvaltningskapital i hvert fond. I regresjonene under har vi fremstilt stigningstallet på den estimerte trendlinjen, og må tolkes som årlig gjennomsnittlig nedgang i verdivektet avgiftsnivå i prosentpoeng.

Figur 5-4 Utvikling i verdivektet gjennomsnittlig avgiftsnivå innad i hver fondsklasse (kun aktive fond)



Tabell 5-4 Stigningstall: utvikling i verdivektet gjennomsnittlig avgiftsnivå innad i hver fondsklasse (kun aktive fond)

	(1) Vektet avgiftsnivå å aksje	(2) Vektet avgiftsnivå kombinasjon	(3) Vektet avgiftsnivå obligasjon	(4) Vektet avgiftsnivå pengemarked
Year 2004=0	-0.0009*** (0.0001)	-0.0004*** (0.0045)	-0.0001*** (0.0002)	-0.0003*** (0.0000)
Constant	0.0232*** (0.0000)	0.0152*** (0.0000)	0.0048*** (0.0000)	0.0055*** (0.0000)
Observations	13	13	13	13
R^2	0.763	0.534	0.742	0.902

p-values in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Det første vi merker oss er at alle trendlinjene har et negativt stigningstall. Det betyr at det i gjennomsnitt har vært en nedgang i verdivektet avgiftsnivå innad i alle fondskategorier. Det andre vi merker oss er at det er enkelte år i hver fondskategori med ganske store avvik fra trendlinjen.

Den estimerte trendlinjen i grafen for aksjefond har et stigningstall på -0.0009, som betyr at verdivektet avgiftsnivå i kategorien for aktive aksjefond i gjennomsnitt har sunket med 0.09 prosentpoeng per år. Totalt over perioden vi har sett på har den estimerte nedgangen vært på 1.08 prosentpoeng, og den faktiske nedgangen har vært på 0.94 prosentpoeng. Det innebærer nesten en halvering av hva privatpersoner betaler for aktive aksjefond. I 2009 ser vi at verdivektet avgiftsnivå hadde et relativt stort positivt avvik fra den estimerte trendlinjen, altså at det verdivektede avgiftsnivået var høyere enn det trendlinjen ville ha estimert. I en artikkel som undersøker avgiftsnivå blant amerikanske fond finner de det samme fenomenet (Collins & Duvall, 2017). De mener at dette først og fremst skyldes konsekvensene finanskrisen hadde på aksjefond. Fall i aksjepriser gjør at forvaltningskapital synker, og det fører igjen til at inntjeningen i fondet går ned, alt annet likt. For å bedre inntjeningen og lønnsomheten i fondet velger da forvalterne å heve avgiftsnivået.

Innad i kategorien for kombinasjonsfond ser vi at stigningstallet på den estimerte trendlinjen er -0.0004, som innebærer at det verdivektede avgiftsnivået privatpersoner betaler for kombinasjonsfond i gjennomsnitt har sunket med 0.04 prosentpoeng per år. Den faktiske

nedgangen har vært på 0.74 prosentpoeng i perioden vi har sett på. De første årene, og spesielt i 2006 er det noen relativt store avvik fra den estimerte trendlinjen. Avviket i 2006 skyldes først og fremst at fondet DNB Kompass hadde en Net Expense Ratio på 0.15% ifølge Morningstar Direct. Fondet har utenom dette året hatt en NER på mellom 0.71% og 1.39%. Vi kan ikke forklare hvorfor fondet akkurat i dette året hadde en unormalt lav NER, men vi vil ikke tillegge dette avviket noe vekt, da ingen andre undersøkelser som vi har sett på har funnet noen liknende effekt i sine data.

I kategorien for obligasjonsfond har den estimerte trendlinjen et stigningstall på -0.0001 som innebærer at det verdivektede avgiftsnivået privatpersoner betaler for sine obligasjonsfond i gjennomsnitt har gått ned med 0.01 prosentpoeng per år. Den faktiske nedgangen har vært på 0.18 prosentpoeng i perioden vi har sett på. Et moment vi merker oss med denne grafen er at den faktiske utviklingen har flere avvik fra trendlinjen. En forklaringsvariabel som benyttes i andre rapporter er ulik vekting mellom internasjonale obligasjoner og innenlandske obligasjoner. Internasjonale obligasjoner medfører høyere transaksjonskostnader (Collins & Duvall, 2017), og ved høyere vekting av internasjonale obligasjoner vil avgiftsnivået justeres for å dekke de ekstra kostnadene. Det er usikkert om dette kan relateres til funnene vi har gjort.

I kategorien for pengemarkedsfond har den estimerte trendlinjen et stigningstall på -0.0003, som innebærer at det verdivektede avgiftsnivået privatpersoner betaler for sine pengemarkedsfond i gjennomsnitt har gått ned med 0.03 prosentpoeng per år i perioden vi har sett på. Over perioden vi har sett på har det vektete avgiftsnivået i pengemarkedsfond gått ned med 0.31 prosentpoeng. De første årene mellom 2004 og 2008 har den faktiske utviklingen relativt store avvik fra trendlinjen, imens utviklingen etter 2008 har ligget relativt nært estimert trendlinje. Grunnen til den markante oppgangen mellom 2005 og 2006 kan kanskje forklares av nedgangen i forvaltningskapital i pengemarkedsfond den samme perioden. Akkurat som vi observerte i aksjefond i 2009, kan det være at forvaltere av pengemarkedsfond valgte å heve avgiftsnivået for å bedre inntjeningen i en periode med mindre forvaltningskapital i 2006.

5.1.1 Oppsummering fondsdata

Funnene viser at avgiftene privatpersoner betaler for sine fond i snitt har gått ned i perioden vi har sett på. I tillegg til dette har vi observert en kraftig realvekst i størrelsen på forvaltningskapitalen. Disse to trendene trekker i ulik retning, lavere avgift gjør at inntjeningen i dette segmentet blir lavere alt annet likt. Høyere forvaltningskapital gjør at inntjeningen blir høyere, alt annet likt. Ved å studere den estimerte inntjeningen ser vi at utviklingen har vært uklar, men svakt positiv i perioden vi har sett på.

Videre fant vi at det har vært en nedgang i vektet avgiftsnivå innenfor hver fondskategori. Dette betyr at det samlede vektete avgiftsnivået ville ha gått ned også hvis vektningen mellom ulike fondsklasser ble holdt konstant i perioden.

Vi fant at andelen forvaltningskapital allokert til passivt forvaltede fond i perioden har gått opp. Ved utgangen av 2016 var allokeringen til indeksfond blant privatpersoner omtrent 6 prosent.

5.2 Spørreundersøkelsens resultater

I dette kapittelet skal vi presentere funnene som ble gjort i spørreundersøkelsen. Vi skal beskrive respondentene, og svarene de har avgitt. Senere i oppgaven skal vi drøfte hvordan svarene fra spørreundersøkelsen kan relateres til trendene vi har diskutert.

5.2.1 Beskrivelse av respondentene

Totalt hadde vi 350 respondenter, hvorav 66 svarte at de sparer i aksjer og fond, 59 svarte at de kun har aksjer og 94 svarte at de kun har fond. Dette medfører at av de 350 er det 219 respondenter som tilhører populasjonen vi ønsker å si noe om. De resterende respondentene ble ikke vist resten av undersøkelsen. Dette oppsummeres i tabell 5-5

Tabell 5-5 Svar: Sparer du i fond eller har aksjeplasseringer?







#	Answer	Bar	Response	%
1	Har fond og aksjer		66	18.86%
2	Har kun aksjer		59	16.86%
3	Har kun fond		94	26.86%
4	Har verken fond eller aksjer		124	35.43%
5	Vet ikke		7	2.00%
	Total		350	100.00%

Tabell 5-6 Respondentenes rapporterte utdanningsnivå

#	Answer	Bar	Response	%
1	Høyskole/universitet		149	85.14%
2	Videregående skole		23	13.14%
3	Ungdomsskole		3	1.71%
	Total		175	100.00%



Vi ønsker å kartlegge noen kjennetegn ved respondentene. Og i tabell 5-6 kan vi se at ca. 85% av utvalget vårt har høyere utdanning. I tabell 5-7 kan vi se fordelingen av hvor mye kapital respondentene våre har plassert i aksjer eller fond.

Tabell 5-7 Svar på spørsmål 16: Hvor mye har du plassert i fond/aksjer?

#	Answer	Bar	Response	%
1	< 50 000 kroner		60	37.50%
2	50 000 - 150 000 kroner		46	28.75%
3	150 000 - 250 000 kroner		15	9.38%
4	250 000 - 500 000 kroner		22	13.75%
5	500 000 - 750 000 kroner		3	1.88%
6	750 000 - 1 000 000 kroner		5	3.13%
7	1 000 000 - 1 500 000 kroner		1	0.63%
8	> 1 500 000 kroner		8	5.00%
	Total		160	100.00%

For å vurdere om spørreundersøkelsen inneholder et representativt utvalg kan vi se på fordelingen av ulike kjennetegn ved befolkningen vi ønsker å si noe om.







Tabell 5-8 Respondentenes rapporterte kjønn

#	Answer	Bar	Response	%
1	Mann		96	54.86%
2	Kvinne		79	45.14%
	Total		175	100.00%

Vi kan for eksempel se fra tabell 5-8 at vi har en relativt jevn fordeling mellom kjønnene, med en viss overvekt av menn. Dette stemmer delvis overens med en rapport utarbeidet av VFF i 2016, som konkluderer med at 36% av norske menn sparer i aksjefond, mens kun 27% av norske kvinner sparer i aksjefond (VFF, 2016). Denne undersøkelsen omhandler kun aksjefond, og vi har også aksjesparere og andre fondsklasser i vårt utvalg. Dette innebærer at tallene ikke er direkte sammenlignbare, men de kan gi en pekepinn på hvilke forskjeller det er mellom kjønnene i forbindelse med sparing i aksjer og fond. Forskjellen mellom andelen menn og kvinner som sparer i aksjer er enda større, og en rapport fra Aksje Norge viser at det i utgangen av 2016 totalt var 357 853 personer som eide aksjer, og av de var kun 30,7% kvinner (AksjeNorge, 2016). Andelen nordmenn som sparer i aksjefond er langt større (omtrent 1,3 millioner (VFF, 2016)), og man kan tenke seg at den ekte fordelingen mellom

menn og kvinner i populasjonen vår vil ligge et sted mellom dataene fra VFF og Aksje Norge. Selv om vi har en viss overvekt av menn i utvalget vårt, kan det tenkes at vi egentlig skulle hatt en høyere andel menn, og dette kan medføre skjevheter i utvalget.

Tabell 5-9 Respondentenes rapporterte alder

#	Answer	Bar	Response	%
1	18-25		38	21.71%
2	26-36		41	23.43%
3	37-46		30	17.14%
4	47-56		34	19.43%
5	57-66		21	12.00%
6	67-76		11	6.29%
7	> 77		0	0.00%
	Total		175	100.00%

Vi kan videre se at aldersfordelingen blant våre respondenter er jevn, og i den overnevnte VFF-rapporten kommer det frem at (VFF, 2016):

- 30 % under 30 år sparer i aksjefond
- 28 % i alderen 30-39 år sparer i aksjefond
- 30% i alderen 40-49 år sparer i aksjefond
- 34% i alderen 50+ år sparer i aksjefond

Her kommer det frem at det ikke er så store forskjeller mellom aldersgruppene når det kommer til andelen som sparer i aksjefond. Dette kan medføre at man i utvalget ønsker en aldersfordeling som er mest mulig lik en den generelle alderssammensetningen i den norske befolkningen. Vi har en relativt jevn fordeling av respondenter på de ulike aldersgruppene, og aldersfordelingen i utvalget har ikke veldig store avvik fra den generelle alderssammensetningen i befolkningen. Men det foreligger en overvekt av yngre respondenter i vårt utvalg.

Oppsummert mener vi at vi har nådd en bred gruppe respondenter. Vi har bred alderssammensetning og kjønnsfordeling. Det er også slik at spørreundersøkelsen har blitt sendt ut til personer i enkelte Facebook-grupper, og personer som oppholdt seg på Bergen jernbanestasjon og Bergen Storsenter de dagene vi var der, og dette innebærer at vi ikke nødvendigvis kan overføre resultatene til å gjelde for hele befolkningen. Vi må presisere at utvalget vårt inneholder et ganske begrenset antall respondenter, som kan gjøre det vanskelig å generalisere svarene fra respondentene.

5.2.2 Resultatene fra spørsmålene om fondssparing

Tabell 5-10 Svar på spørsmål 2: Hvor mye betaler du i forvaltningsgebyr for dine fond i gjennomsnitt

#	Answer	Bar	Response	%
1	0 %		14	9.21%
2	0,01 - 0,2 %		9	5.92%
3	0,2 - 0,5 %		9	5.92%
4	0,5 - 1 %		10	6.58%
5	1 - 2 %		18	11.84%
6	2 - 3 %		6	3.95%
7	3 - 4 %		0	0.00%
8	4 - 5 %		0	0.00%
9	5 - 6 %		2	1.32%
10	Vet ikke		84	55.26%
	Total		152	100.00%

Spørsmål to ble vist kun til respondentene som enten hadde fond eller fond og aksjer. Svarene på spørsmål 2 oppsummeres i tabell 5-10. Spørsmålet handlet om: 1) hvorvidt privatpersoner vet hva de betaler for fond 2) hvor mye de betaler for fondene. Resultatene fra undersøkelsen viser at 55% av respondentene ikke visste hva de betaler for fondene de

har, mens 45% av respondentene rapporterte hadde oversikt over forvaltningsgebyrene de betaler. Av de som visste hva de betalte var 1-2% den største gruppen. Dette spørsmålet ble først og fremst inkludert fordi vi ønsket å kartlegge hvor mange av respondentene som visste hva de betaler i fond.

Tabell 5-11 Svar på spørsmål 3: Hvilke typer fond har du investert i?

#	Answer	Bar	Response	%
1	Aktive fond		35	26.12%
2	Passive fond		39	29.10%
3	Begge deler		24	17.91%
4	Vet ikke		36	26.87%
	Total		134	100.00%

I spørsmål 3 spurte vi hvilke typer fond respondentene hadde investert i. Av de 134 respondentene som besvarte dette spørsmålet var det 27% som ikke visste hva slags fond de har investert i, mens 26% sier de har investert i aktive fond og 29% sier de har investert i passive fond, mens de resterende har investert i både aktive og passive fond. Her hadde vi i utgangspunktet forventet en høyere andel aktive fond. I våre fondsdata kommer det frem at de aller fleste fondene tilbudt norske privatkunder er aktive fond. Men fondsdataene er rangert etter forvaltningskapital og ikke antall kundeforhold, så dette kan være en riktig fremstilling av sammensetningen av antall personer som har passive og aktive fond. Men resultatet kan også være preget av målefeil eller skjevheter i utvalget.

Tabell 5-12 Svar på spørsmål 4: I hvilken grad er du enig i følgende påstander?

#	Question	Helt uenig	Litt uenig	Nøytral	Litt enig	Helt enig	Response	Average Value
1	Det lønner seg med aktive fond som kjøper og selger aksjer basert på egne analyser	13	25	47	31	17	133	3.11
2	Det lønner seg med passive fond som følger markedsutviklingen	6	10	54	38	24	132	3.48
3	Hvilken avkastning et fond har hatt i fortiden har mye å si når jeg velger fond	9	11	25	49	38	132	3.73
4	Kostnadene i et fond har mye å si når jeg velger fond	4	6	22	47	52	131	4.05
5	Kundeservice er viktig for meg når jeg velger fond	17	16	24	25	51	133	3.58
6	Fondets risiko er viktig når jeg velger fond	1	5	16	49	61	132	4.24
7	Jeg foretrekker fond som stammer fra selskaper jeg har hørt om	8	14	27	42	41	132	3.71
8	Jeg har god kunnskap om aksje- og fondsinvesteringer	36	34	32	24	7	133	2.49
9	Nivået på forvaltningsgebyrene jeg betaler gjenspeiler avkastningen jeg får fra mine fond	25	25	53	23	4	130	2.66

Med disse utsagnene ønsket vi å undersøke hvilke faktorer som er viktige når man velger fond, og privatpersoners forhold til skillet mellom aktive og passive fond. Gjennomsnittsverdien er oppgitt i tall hvor helt uenig er 1 og helt enig er 5. I utsagn 1 og 2 undersøker vi om privatpersoner mener aktive fond, passive fond eller begge deler er lønnsomt. Gjennomsnittsverdien på begge påstandene ligger mellom 3 og 4 (3 = Nøytral og 4 = litt enig) og på begge påstandene var nøytral den største gruppen. Allikevel ser vi at gjennomsnittsverdien på passive fond (påstand 1) er høyere enn for aktive fond (påstand 2), som kan bety at det er flere respondenter i utvalget vårt som har en mer positiv holdning til passiv forvaltning enn aktiv forvaltning. Vi ønsket også å undersøke hvor viktig avkastning, kundeservice, kostnader, risiko og merkenavn på fondsleverandøren var når privatpersoner velger fond.

Basert på svarene fra respondentene er det kostnader og risiko som er de to faktorene som i gjennomsnitt blir vurdert som viktigst i utvalget vårt. På disse spørsmålene fikk vi gjennomsnittsverdier mellom 4 og 5.

I utsagn 8 ber vi respondentene vurdere sitt eget kunnskapsnivå i forbindelse med aksje- og fondssparing og resultatene. Den største svargruppen ligger på helt uenig, og gjennomsnittsverdien er 2,49 (3 = nøytral 2 = litt uenig). I utsagn 9 undersøker vi om folk

tror at nivåene på forvaltningsgebyrene gjenspeiler avkastningen de får fra fond. På dette spørsmålet har den største gruppen svart nøytral, og gjennomsnittsverdien er 2,66. Dette innebærer at utvalget i gjennomsnitt heller mot at de er litt uenige i denne påstanden.

Tabell 5-13 Svar på spørsmål 5: Hvor ofte evaluerer du forvaltningsgebyrene i dine fond

#	Answer	Bar	Response	%
1	Flere ganger i året		27	20.61%
2	Årlig		25	19.08%
3	Sjeldnere enn en gang i året		17	12.98%
4	Sjeldnere enn annen hvert år		2	1.53%
5	Nesten aldri		25	19.08%
6	Aldri		35	26.72%
	Total		131	100.00%

Dette spørsmålet er knyttet til hvor ofte respondentene vurderer forvaltningsgebyrene i sine fond. Resultatene viser at den største gruppen aldri evaluerer forvaltningsgebyrene i sine fond. Men omtrent 40 prosent i utvalget vårt svarte at de evaluerer fondene flere ganger i året eller årlig.

5.2.3 Resultatene fra spørreundersøkelsens spørsmål om rådgivning

Tabell 5-14 Svar på spørsmål 11: I hvilken grad er du enig i følgende utsagn




Nr	Utsagn	Helt uenig	Litt Uenig	Nøytral	Litt enig	Helt enig	Gjennomsnitt	Vet ikke
1	Min rådgiver baserer sine råd kun på hva som er best for meg	11	23	23	24	17	3,13	71
2	Dersom jeg vet at min rådgiver ikke er uavhengig svekker det min tillitt til rådgiveren	17	11	19	44	65	3,83	14
3	Jeg er villig til å betale mer for å motta råd fra en uavhengig rådgiver	27	16	28	54	29	3,27	17
4	Jeg har basert mine beslutninger om fondsinvesteringer på råd fra en ikke-uavhengig rådgiver	30	7	28	9	21	2,83	75
5	Jeg stoler på rådene jeg får gjennom internettrådgivning	32	23	35	43	16	2,92	22
6	Det er viktig for meg at rådgiveren er en kjent aktør	23	15	32	37	51	3,49	12

Med utsagn 2 og 3 ønsker vi å kartlegge om privatpersoner mener at det er en forskjell i pålitelighet mellom uavhengige og ikke-uavhengige rådgivere, og om de er villige til å betale mer for å motta råd fra en uavhengig rådgiver. I utsagn 2 ble gjennomsnittsverdien 3,83, og i utsagn 3 ble gjennomsnittsverdien 3,27. Basert på svarene kan man si at respondentene i utvalget i gjennomsnitt mener at dersom de vet at rådgiver ikke er uavhengig svekker dette tilliten til rådgiver. I tillegg er flertallet i utvalget i gjennomsnitt villige til å betale mer for uavhengig rådgivning.

I utsagn 5 spør vi om respondenten stoler på internettrådgivning. Her er den gjennomsnittlige verdien av besvarelsene 2,92. Dette vil si at respondentene i gjennomsnitt er litt under nøytrale til internettrådgivning.

I utsagn 6 undersøker vi om det er viktig at rådgiver er en kjent aktør. Her er gjennomsnittsverdien 3,49 som betyr at respondentene i vårt utvalg i gjennomsnitt er mellom nøytrale og litt enige i at det er viktig at rådgiveren er en kjent aktør.

Tabell 5-15 Svar på spørsmål 12: Se for deg følgende scenario: Du ønsker å sette 100 000 kroner inn i langsiktig fondssparing. Hvor mye ekstra ville du vært villig til å maksimalt betale årlig for en uavhengig rådgiver sammenlignet med en ikke-uavhengig rådgiver?

#	Answer	Bar	Response	%
1	0 kroner		44	26.04%
2	500 kroner		39	23.08%
3	1000 kroner		49	28.99%
4	1500 kroner		13	7.69%
5	2000 kroner		12	7.10%
6	2500 kroner		3	1.78%
7	3000 kroner		5	2.96%
8	3500 kroner		3	1.78%
9	> 3500 kroner		1	0.59%
	Total		169	100.00%

Dette spørsmålet kan knyttes til utsagn 2 og 3 i spørsmål 11 og her ønsker vi å undersøke hvor mye mer respondentene er villige til å betale for uavhengig rådgivning. Av de 169 respondentene som svarte på spørsmålet har 26 % svart at de ikke er villige til å betale mer for uavhengig rådgivning, og den største gruppen er villig til å betale 1000 kroner mer for å motta uavhengig rådgivning.

5.2.4 Oppsummering av funnene fra spørreundersøkelsen

Vi har en relativt stor spredning i alder og kjønn blant respondentene. Men det foreligger problemer knyttet til generalisering som et resultat av utvalgsmetoden og utvalgsstørrelse.

Fra spørsmålene om fondssparing fant vi at over halvparten av respondentene i utvalget vårt ikke vet hvor mye de betaler i forvaltningsgebyrer for fondene de eier. Vi fant at respondentene mener at kostnader og risiko er de viktigste faktorene når de velger fond, men

at også historisk avkastning, kundeservice og at fondsleverandøren er en kjent aktør er faktorer som noen av kundene vektlegger.

Fra spørsmålene om finansielle rådgivere kommer det frem at respondentene til en viss grad er villige til å betale mer for uavhengig rådgivning, og dersom de vet at deres rådgiver ikke er uavhengig heller flertallet av respondentene mot at det svekker tilliten til rådgiver.

6. Drøfting

I denne delen av oppgaven skal vi drøfte funn fra egne undersøkelser i lys av relevant teori og empiri. Vi skal drøfte hvordan resultatene våre kan belyse hvordan marginene har utviklet seg til nå, og hvilken påvirkning de ulike trendene kan ha på marginene til de finansielle rådgiverne.

6.1 Fondsdata

I dette kapittelet skal vi diskutere våre funn fra fondsdataene. Vi vil spesielt konsentrere oss om den negative trenden som vi har observert i vektet avgiftsnivå, og vektingen av ulike typer fond over tid.

Analysene våre viser at privatpersoner i snitt pådrar seg lavere avgifter per krone investert i fond. Dette skyldes flere grunner.

For det første har privatpersoner vektet opp fondskategorier som har lavere kostnader. Vektingen av aksjefond, som har høyest avgifter, har i snitt gått ned og indeksfond har i perioden vi har sett på blitt mer populært. I de første årene var det ikke noen indeksfond i utvalget, imens det over tid har beveget seg mot ca. 6 prosent. Dette er vesentlig lavere enn vi har sett i det amerikanske totalmarkedet, hvor utviklingen har ført til at aktive fond har en markedsandel på bare 63 prosent (Furuseth, 2017a). Dette er ikke helt sammenlignbart med våre data da disse dataene også inkluderer institusjonelle investorer, så forskjellen kan like gjerne skyldes ulike preferanser mellom institusjoner og privatpersoner. Vi vet at i det norske markedet er allokeringen til indeksfond langt større hos institusjonelle investorer enn hos privatpersoner (Havnes, 2017). Trolig er en annen årsak til den relativt lave allokeringen til indeksfond at rådgivningsbransjen i Norge er annerledes enn i USA, hvor privatpersoner i Norge i større grad mottar rådgivning fra tilknyttede rådgivere, som har klare insentiver til å anbefale dyrere fond som er mer lønnsomme for rådgiveren (Kredittilsynet, 2008). Dette blir også presentert som en mulig forklaring i artikkelen av Furuseth. Vi kommer mer tilbake til denne prinsippal-agent problematikken senere i drøftingen.

For det andre har verdivektet avgiftsnivå i snitt gått ned i aktivt forvaltede aksjefond, kombinasjonsfond, obligasjonsfond og pengemarkedsfond. Dette kan indikere at det har vært et press på inntektene i bransjen for forvaltere og rådgivere. Det kan være flere årsaker til

dette. Konkurransen med passivt forvaltede fond kan ha gjort at kostnadene har blitt redusert for å begrense flytting av kapital inn i passivt forvaltede fond. En annen årsak kan i enkelte tilfeller være at investorer forventer lavere avkastning på aksjer eller renteinstrumenter, og at fondene derfor senker kostnadene for å forhindre tapping av kapital fra fondene. Som vi kunne lese i teoridelen er dette en effekt som har vært observert blant pengemarkedsfond i USA i etterkant av finanskrisen (Di Maggio & Kacperczyk, 2017).

På den andre siden viser undersøkelsen vår at forvaltningskapitalen i fond blant privatpersoner i Norge har hatt sterk realvekst i perioden vi har sett på. Så selv om gjennomsnittlig avgiftsnivå har gått ned, har inntjeningen i beløp i dette markedet hatt en mer uklar utvikling. Den sterke veksten i forvaltningskapital kan være en del av forklaringen på hvorfor avgiftsnivået har gått ned, da stordriftsfordeler gjør at fond kan operere med lavere kostnader per investerte krone.

Resultatene vi har funnet byr ikke på noen sikker konklusjon om hvordan marginene i finansiell rådgivning har beveget seg over tid. Dette er fordi vi må gjøre to viktige antagelser, nemlig om hvordan kostnader i fond og returprovisjon har utviklet seg over tid, og hvordan dette henger sammen med størrelse på forvaltningskapital.

Når det kommer til sammenhengen mellom kostnader i fond og størrelse på forvaltningskapital, virker det, basert på tidligere forskning og teori, rimelig å anta at det finnes stordriftsfordeler i fondsbransjen, også i Norge (Kredittilsynet, 2008). Det betyr at fond vil ha en avtagende grensekostnad for hver krone som blir investert. Dette resulterer i at kostnaden per krone investert vil synke, desto større fondets forvaltningskapital er. Forvaltningskapitalen fra privatpersoner i Norge har hatt en realvekst i størrelse i perioden vi har sett på. Det kan med bakgrunn i antakelsen om sammenhengen mellom forvaltningskapital og kostnadsnivå bety at gjennomsnittskostnaden per krone investert også har beveget seg nedover i takt med økningen i forvaltningskapital. Siden vi ikke kan tallfeste dette, kan vi heller ikke konkludere med hvordan marginene har beveget seg for forvalterne og rådgiverne. En rapport som omhandler utviklingen av avgiftsnivå i det amerikanske fondsmarkedet har også funnet en signifikant nedgang i avgiftene investorer betaler for sine aksjefond, og fant at størrelse på forvaltningskapital er negativt korrelert med avgiftsnivå (Collins & Duvall, 2017).

Når det kommer til hvordan kostnader i fond har utviklet seg over tid, uavhengig av størrelse på forvaltningskapital er det momenter som taler for begge retninger. Ny teknologi kan ha rasjonalisert prosessene et fond gjennomfører, noe som kan føre til lavere kostnader. På den andre siden kan nye reguleringer, som for eksempel MiFID, ha medført at kostnader knyttet til etterlevelse og rapportering har økt.

Informasjon om hvordan returprovisjoner har utviklet seg over tid finnes det lite tilgjengelig informasjon om, nettopp fordi det ikke har vært noe krav til å opplyse om dette fra de finansielle rådgiverne. Det som vi har sett på av tilgjengelig informasjon om dette til nå viser ganske tydelig at det er en klar sammenheng mellom avgiftsnivå i et fond og returprovisjon (Nordnet, 2017; Skandiabanken, 2017; Storebrand, 2017). Derfor er det naturlig å tenke seg at lavere avgiftsnivå i fond også har ført lavere inntjening per krone investert for finansielle rådgivere. Et moment vi ikke har mulighet til å korrigere for er om dette har utviklet seg over tid, altså om returprovisjon som prosent av fondsavgift har hatt en spesiell utvikling over tid. Men på samme måte som forvaltere vil også rådgivere ha økte inntekter når forvaltningskapitalen øker. Dette er bare et problem i de tilfellene der rådgiver og forvalter representerer ulike selskaper. I de tilfellene hvor rådgiver og forvalter representerer samme selskap, vil avgiftsinntektene uansett tilfalle samme selskap. Dette er, som vi har nevnt tidligere en stor del av det totale markedet.

6.1.1 Økt indeksforvaltning

Dataene våre viser at det norske personmarkedet i likhet med det amerikanske totalmarkedet har hatt en positiv trend i forvaltningskapital allokert til indeksfond. Dette har uten tvil bidratt til å redusere verdivektet avgiftsnivå i personmarkedet, da avgiftsnivået i indeksfond er vesentlig lavere enn aktivt forvaltede fond. Det vi også ser er at andelen forvaltningskapital som er allokert til indeksfond i det norske personmarkedet er lavere enn i andre markeder vi har sett på. I Morningstar sin gjennomgang av en rekke fondsmarkeder får Norge bunnrangering i kategorien "sales" nettopp på grunn av stor grad av tilknyttet rådgivning. Det er god grunn til å tro at den forholdsvis lave allokeringen til passivt forvaltede fond til dels skyldes måten privatpersoner mottar finansiell rådgivning. I Forbrukerrådets undersøkelse rapporterte 87 prosent av respondentene at historisk avkastning var det som var sentralt i rådgivningen, mens 2 prosent rapporterte at gebyrer var

det sentrale (Struksnæs, 2017). Hvis dette er tilfellet kan aktivt forvaltede fond som historisk har skapt positiv meravkastning være mer attraktivt å selge, enn et indeksfond som ikke har skapt meravkastning. Spesielt er dette tilfelle når gebyrer vektlegges i liten grad, siden lave gebyrer er et av hovedargumentene for å investere i indeksfond. Som vi har redegjort for i teoridelen vil historisk avkastning egne seg dårlig til promotering av et indeksfond hvis målet er å skape et skille fra sine konkurrenter. I tillegg til dette har tilknyttede rådgivere som utgjør en stor del av den finansielle rådgivningen privatpersoner mottar, klare insentiver til å anbefale fond som genererer høyere provisjoner til rådgiver. Som vi skal diskutere senere kan den relativt lave allokeringen til indeksfond være et resultat av prinsippal-agent problemer mellom rådgiver og investor.

I teoridelen har vi beskrevet hva empirien har å si om lønnsømheten knyttet til aktiv forvaltning, og resultatene sprer seg fra de som kommer frem til at aktiv forvaltning i gjennomsnitt fører til negativ netto meravkastning til de som kommer frem til at aktivt forvaltede fond får kompensert for de ekstra kostnadene og risikoen som oppstår i et aktivt forvaltet fond. Det er med andre ord usikkerhet knyttet til temaet. Det all forskning derimot har til felles er at avgifter i et fond er en viktig faktor i netto avkastning. I spørreundersøkelsen vår kom det frem at blant respondentene var det i gjennomsnitt flere som stilte seg mer positive til passiv forvaltning enn til aktiv forvaltning. Den usikkerheten som er i empirien om hvorvidt aktiv forvaltning i gjennomsnitt skaper meravkastning, og respondentenes rapporterte preferanser står i kontrast til den lave allokeringen til passivt forvaltede fond. Det kan se ut til at denne lave allokeringen ikke kan forklares av disse faktorene, men heller kan forklares blant annet av tilknyttede rådgiveres insentiver til å anbefale fond med høyere avgifter. Dette kan også forklare Forbrukerrådets funn som viser at kostnader kommuniseres i liten grad i rådgivningssituasjonen (Struksnæs, 2017).

Indeksfond er et relativt nytt produkt på det norske markedet, og det kan være at andelen forvaltningskapital blant privatpersoner vil fortsette å øke i årene som kommer. Som vi diskuterer senere i oppgaven kan økte informasjonskrav grunnet strengere regulering og bruk av robotrådgivning føre til en økt allokering til passivt forvaltede fond.

Hvis vi tar utgangspunkt i Grossman-Stiglitz-paradokset, og ideen om avtakende skalafordeler i fond, kan det tenkes at hvis en stor andel av den totale forvaltningskapitalen flyttes til passivt forvaltede fond kan dette øke sannsynligheten for feilprising i markedet.

Det kan isåfall bety at gjenværende aktive forvaltere kan få større mulighet til å bli kompensert for sine kostnader knyttet til aktiv forvaltning.

6.1.2 Lav avkastning

Vi har i likhet med Collins og Duvall funnet en negativ trend i avgiftsnivå i alle fondskategorier. Nedgangen i pengemarkedsfond etter 2009 blir til en stor grad forklart av unormalt lavt rentenivå, som skaper lav avkastning i pengemarkedsfond. Dette har ført til at forvaltere har belastet fondet med lavere kostnader for å hindre at netto avkastning faller under null (Collins & Duvall, 2017). Deres data er basert på det amerikanske markedet, men det er naturlig å trekke paralleller til det norske markedet da rentenivået i Norge og Europa også har vært unormalt lavt etter finanskrisen. Om forventning til lavere avkastning i fremtiden har vært en forklarende faktor for nedgangen i avgiftsnivå i de andre fondskategoriene er mindre sikkert.

6.2 Reguleringer (MiFID II)

I teoridelen skrev vi om MiFID II og de viktigste momentene som skal innføres for finansielle rådgivere. Dette er:

- Skillet mellom uavhengige og tilknyttede rådgivere
- Informasjonsplikten til rådgiverne
- Kostnader til etterlevelse av MiFID II

I dette kapittelet skal vi knytte disse tre momentene fra teoridelen til egne funn og diskutere hvordan vi forventer at disse momentene kan påvirke marginene til finansielle rådgivere.

6.2.1 Skillet mellom uavhengige og tilknyttede rådgivere

Skillet mellom uavhengige og tilknyttede rådgivere medfører at rådgivere som ønsker å kalle seg uavhengige ikke lenger kan motta returprovisjoner (Deloitte, 2014). I tillegg må rådgivere som betegner seg som uavhengige tilby et tilstrekkelig utvalg fondsprodukter. Det vil si at rådgivere som kun tilbyr egne produkter faller under kategorien tilknyttede

rådgivere. Uten returprovisjoner kan mange rådgivere som fremstiller seg som uavhengige rådgivere i dag miste deler av sin inntjening. Dette kan også lede til at rådgivningsgebyrene som betales direkte fra kunden til uavhengige rådgivere vil øke (Deloitte, 2017). Et scenario som vi kan se for oss er at de uavhengige rådgiverne som allerede oppfyller kravene i MiFID II vil fortsette å være uavhengige, mens de rådgiverne som fremstiller seg som uavhengige i dag men som benytter seg av en forretningsmodell med returprovisjoner vil slutte å kalle seg uavhengige.

Prinsipal-agent-perspektivet

Innledningsvis vil vi drøfte om, og i tilfelle hvorfor man kan forvente at noen investorer foretrekker uavhengig rådgivning framfor tilknyttet rådgivning og hvorfor man eventuelt kan forvente økt betalingsvilje for uavhengig rådgivning.

En finansiell rådgivers rolle er å veilede investoren gjennom spareprosessens tre steg. I teorikapittelet om finansiell rådgivning skrev vi om de to kostnadene som oppstår forbundet med rådgivning: direkte kostnader (rådgivningsgebyrer, returprovisjoner etc.) og indirekte kostnader. Vi vil fokusere på de indirekte kostnadene som oppstår som følge av suboptimale råd. Vi vil knytte dette til prinsipal-agent-teorien og forskjellene mellom uavhengig og tilknyttet rådgiver.

En uavhengig rådgiver vil kun motta belønning fra prinsipalen (investoren), mens en tilknyttet rådgiver mottar en belønning fra en tredjepart eller som følge av at rådgiver representerer samme selskap som forvalter. En tilknyttet rådgiver står overfor et dilemma mellom å selge finansielle produkter, som rådgiver tjener mest på, eller å gi råd som er best for kunden. Dette vil ofte være motstridende hensyn. Returprovisjonene gir tilknyttede rådgivere incentiver til å prioritere salg framfor å levere de beste rådene for kunden (Kredittilsynet, 2008). Den tilknyttede rådgiveren har to prinsipaler. Det er kunden av rådgivningen på den ene siden, og leverandører av finansielle produkter på den andre siden. For investoren kan det dermed være vanskelig å sammenstille målene til rådgiveren og investor gjennom et belønningssystem når rådgivningen blir finansiert av andre enn kunden selv eller når rådgiver og forvalter er samme aktør. Dette kan være en kilde til interessekonflikt, og kan for eksempel lede til at kunden blir rådgitt til å investere i fond med høyere avgifter fremfor lavkostfond, da dette er mest lønnsomt for rådgiver. Dette kan være

en av grunnene til at vi observerer en relativt lav allokering til passivt forvaltede fond i det norske privatmarkedet.

For en uavhengig rådgiver som mottar betaling direkte fra kunden vil ikke denne påvirkningen fra en tredjepart være til stede, og i denne rådgivningssituasjonen vil agenten kun ha en prinsipal. Dette åpner for ulike typer belønningssystemer som for eksempel timebetaling og det vil være klarere for investor hva rådgivningen koster. Men aller viktigst er det at betaling fra en tredjepart faller bort ved uavhengig rådgivning. Dette kan redusere interessekonfliktene i prinsipal-agent-forholdet sammenlignet med en situasjon der man benytter en tilknyttet rådgiver.

De indirekte kostnadene ved rådgivningen kan oppstå som følge av prinsipal-agent-problemer. Prinsipalen har mindre kontroll over agentens insentiver ved tilknyttet rådgivning enn ved uavhengig rådgivning. I et tilfelle der rådgiver er tilknyttet er det mer sannsynlig at investoren påtar seg indirekte kostnader for rådgivningen. Det finnes flere eksempler på slike situasjoner og for eksempel kan det oppstå indirekte kostnader dersom en rådgiver anbefaler dyre produkter som ikke er optimale for kunden eller stimulerer til mange transaksjoner for å maksimere egne provisjoner (Døskeland, 2014, s. 409).

Oppsummert mener vi at det er høyere sannsynlighet for at det oppstår interessekonflikter og indirekte kostnader ved tilknyttet rådgivning. Spørsmålet vi ønsker å drøfte videre er hvorvidt privatpersoner er villige til å betale en høyere direkte kostnad for å redusere den indirekte kostnaden for rådgivningen.

Drøfting av resultater fra egne undersøkelser

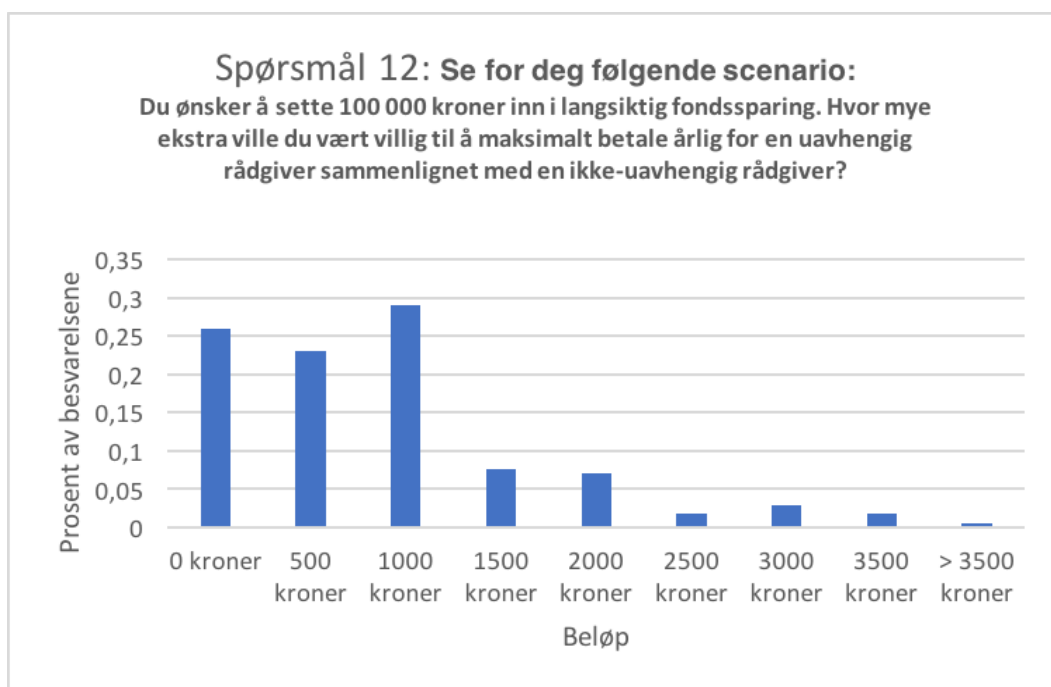
I spørreundersøkelsen stilte vi spørsmål for å kartlegge privatpersoners oppfatning av uavhengige og tilknyttede rådgivere og betalingsvilje for uavhengig rådgivning. Vi fant ut at gjennomsnittsverdien blant respondentene var 3,83 (3= Nøytral 4= Litt enig) på påstanden at dersom de vet at deres rådgiver er tilknyttet svekker det tilliten til rådgiver. I spørsmål 11 testet vi om respondentene var villige til å betale mer for uavhengig rådgivning, og resultatet var en gjennomsnittsverdi på 3,27 som kan bety at det i gjennomsnitt finnes en viss vilje blant respondentene i vårt utvalg til å betale mer for uavhengig rådgivning. Resultatene viser at vi får større gjennomsnittsverdi på påstanden om tillit enn påstanden om betalingsvilje.

Dette kan bety at det er respondenter som er bevisst på problematikken med tilknyttede rådgivere, men som ikke er villige til å betale for å unngå denne problematikken.

Advokatfirmaet BAHR skriver i en rapport at endringene knyttet til uavhengig rådgivning «vil nok kunne medføre at flere distributører som tidligere har mottatt returprovisjon vil vurdere modeller der man heller inngår rådgivningsavtaler med kunden og hvor kunden løpende betaler til sin rådgiver» (BAHR, 2017). Vi vil nå drøfte nærmere hvilke konsekvenser de rådgiverne som fremstiller seg som uavhengige i dag og mottar returprovisjoner vil oppleve ved å endre betegnelse til tilknyttet rådgiver og fortsette som før.

I spørsmål 12 i spørreundersøkelsen presenterte vi et scenario der vi undersøkte betalingsviljen til respondentene i forbindelse med uavhengig rådgivning. Resultatene fra dette spørsmålet oppsummeres i figur 6-1.

Figur 6-1 Svar på spørsmål om betalingsvilje for uavhengig rådgivning



I figur 6-1 kan vi se at ca. 26% av utvalget vårt ikke var villige til å betale mer for å motta rådgivning fra uavhengige rådgivere, altså er 74% villige til å betale mer. Dette spørsmålet

utforsker det samme som påstanden i spørsmål 11 som omhandler betalingsvilje for uavhengige rådgivere. Men spørsmål 12 gir en litt annen innsikt, da svaralternativene er oppgitt i kronealternativer og vi kan skille mellom de som ikke er villige til å betale noe mer og de som er villige til å betale mer for å motta uavhengig rådgivning.

Rådgiverne som fremstiller seg som uavhengige i dag men ikke etterlever kravene i MiFID II har to valg: 1) etterleve kravene i MiFID II og bli uavhengige rådgivere 2) fortsette som før som tilknyttet rådgiver. Det er fordeler og ulemper med disse to alternativene. For disse rådgiverne blir spørsmålet om det lønner seg å endre forretningsmodellen sin for å etterleve kravene under MiFID II eller om det vil være mer lønnsomt å fortsette som før. Dersom de etterlever kravene i MiFID II kan det oppstå kostnader knyttet til å endre forretningsmodellen sin og man vil miste inntektene fra returprovisjoner. Men dersom man ikke gjør det kan man risikere at flere kunder vil revurdere sin rådgiver, og de kan risikere at flere kunder heller vil velge en uavhengig rådgiver. I spørreundersøkelsen vår kommer det frem at respondentene i gjennomsnitt heller mot at det kan være problematisk med tilknyttede rådgivere og at flertallet var villige til å betale mer for uavhengig rådgivning. Dette kan være en indikasjon på at å fortsette som før kan medføre at en del av kundemassen vil vurdere å bytte til en uavhengig rådgiver. På den andre siden er det usikkert hvor bevisste privatpersoner faktisk er på valget av rådgiver. Dersom kundene er lite bevisste på forskjellen mellom ulike typer rådgivere kan man tenke seg at hva rådgiver kaller seg vil ha mindre innvirkning på valget av rådgiver. Det er også usikkert om konsekvensene av å fortsette som før vil være større enn konsekvensene av å endre forretningsmodell.

Under MiFID II blir det lettere for kundene å vite hva slags rådgivning de mottar. Dette kan medføre at investorene blir mer bevisste på hvilken type rådgivning de mottar. Men her vil det være usikkert hvilken effekt denne informasjonen faktisk vil ha, og om forbrukerne vil bruke denne informasjonen når de velger rådgiver. Spørreundersøkelsen indikerer at det er en økt betalingsvilje for uavhengig rådgivning og i gjennomsnitt heller respondentene mot at det foreligger et insentivproblem hos tilknyttede rådgivere. Dette kan være en indikasjon på at noen rådgivningskunder vil revurdere valget av rådgiver i lys av den nye informasjonen. Men som nevnt er det usikkerhet knyttet til hvor bevisste de i utgangspunktet er når det kommer til ulike former for rådgivning, og det er ikke sikkert at ny informasjon om hvilken type rådgivning de mottar vil påvirke kundens beslutningsgrunnlag i valget av rådgiver. Vi finner liknende eksempler i spørreundersøkelsen vår der respondentene mener en faktor er viktig men ikke har oversikt over tilgjengelig informasjon om den faktoren i sine egne

investeringer. Eksempelvis er gjennomsnittsverdien i vår undersøkelse 4,05 (4 = delvis enig 5= helt enig) på påstanden om at kostnader er viktig ved valg av fond (spørsmål 4), men det er allikevel under halvparten som vet hva de betaler for fondene de har (spørsmål 2). Dette medfører at det er usikkert hvorvidt økt tilgang til informasjon vil påvirke valgene investortar, og om de bruker all tilgjengelig informasjon i sitt beslutningsgrunnlag ved valg av rådgiver.

Overgangen fra at rådgivningen blir finansiert gjennom returprovisjoner til at kunden blir fakturert for rådgivningen er stor. Rådgivningen som i noen tilfeller før framsto som «gratis» kan nå få en definert kostnad (Furusest, 2017d). Dersom en rådgiver velger å gå fra å være tilknyttet til å bli uavhengig, vil overgangen for kundene bli stor. Dette kan være en av ulempene med overgang fra en modell med returprovisjoner til en modell med fakturering direkte til kunden. Denne overgangen kan medføre at kundene vil vurdere om de er villige til å betale for slik rådgivning. I Storbritannia opplevde man at terskelen for å motta råd økte dramatisk når man innførte et totalt forbud mot returprovisjoner (Furusest, 2017d). Vi kan tenke oss at rådgiverne som går fra en modell med returprovisjoner til en modell med fakturering kan oppleve litt av den samme effekten, og at de kan miste en del av kundegrunnet de hadde når rådgivningen fremstod som «gratis».

For de uavhengige rådgiverne, som allerede fakturerer kundene for rådgivningen, kan skillet mellom uavhengig og tilknyttede rådgivere ha en positiv effekt. De har allerede en kundebase som er villige til å betale direkte for rådene de mottar, så det virker usannsynlig at de vil påvirkes av forbudet mot returprovisjoner. I tillegg kan det oppstå en situasjon der det blir færre rådgivere som fremstiller seg som uavhengige. Dette kan skje dersom flere av rådgiverne som fremstilte seg som uavhengige, men har en forretningsmodell med returprovisjoner, fortsetter som før som tilknyttede rådgivere. Vi kan også tenke oss at en del av kundene som før ikke var bevisste på problematikken med tilknyttede rådgivere vil vurdere en uavhengig rådgiver. Som igjen kan øke etterspørselen etter uavhengig rådgivning.

Det er stor usikkerhet rundt hvordan dette skillet vil påvirke markedet. Oppsummert mener vi at effekten av skillet mellom uavhengige og tilknyttede rådgivere kan ha en negativ effekt på marginene til de rådgiverne som fremstiller seg som uavhengige i dag men ikke oppfyller kravene under MiFID II. Denne negative effekten mener vi kommer av at disse rådgiverne kan miste en del av inntektsgrunnet sitt dersom de fortsatt ønsker å kalle seg uavhengige (Deloitte, 2017). Konsekvensene dersom de fortsetter som før og kaller seg tilknyttet

rådgiver kan være redusert etterspørsel avhengig av hvor bevisste kundene er på skillet mellom de ulike typene rådgivere. Hva denne gruppen rådgivere kommer til å gjøre er usikkert. I MiFID II blir det lagt opp til at kundene skal få mer informasjon om typen rådgivning de mottar, men som vi drøftet tidligere er det usikkert hvilken effekt ny informasjon vil ha. Funnene fra spørreundersøkelsen forteller oss at det i utvalget vårt var en viss vilje til å betale mer for å motta uavhengig rådgivning. Skillet kan ha en positiv effekt på marginene til uavhengige rådgivere da økt bevisstgjøring av ulike typer rådgivning kan medføre at flere kunder vil vurdere å gå til en uavhengig rådgiver. Den totale effekten på bransjen som helhet kan bli lav. Dette begrunner vi med at de tilknyttede rådgiverne, typisk tilknyttet bank og forvaltningsselskaper, trolig vil fortsette som før, og det samme gjelder de uavhengige rådgiverne som allerede fakturerer kundene direkte for rådgivningen. Gruppen som blir påvirket i størst grad, finansielle rådgivere som fremstiller seg som uavhengige i dag men ikke etterlever kravene under MiFID II, vil utgjøre en liten andel av den totale sammensetningen av rådgivere som betjener norske privatkunder (Serhan, et al., 2017).

Regelverket i fremtiden

Det er vanskelig å si noe sikkert om hvordan regelverket vil endre seg i fremtiden. Til nå viser erfaringene med først MiFID I så MiFID II at utviklingen i reguleringene av finansmarkedet tenderer mot å styrke investorvernet ytterligere og samtidig blir det strengere for finansforetak. I forbindelse med innføringen av MiFID II i Norge var det en omfattende debatt om returprovisjoner er en praksis vi ønsker i Norge (Forbrukerombudet, 2017). Det er flere norske instanser som ønsker et totalt forbud mot returprovisjoner, og det er mulig at dette kan bli en realitet i fremtiden. I forbindelse med høringen på stortinget var også de som stemte imot et totalt forbud mot returprovisjoner enige om at det er problematisk med returprovisjoner. Et av argumentene som ble brukt mot et totalforbud av returprovisjoner var at man ønsket å ha mer kunnskap om et slikt forbud før det eventuelt skal bli innført.

Et totalt forbud mot returprovisjoner kan medføre en større omveltning i bransjen da den største andelen av finansielle rådgivere opererer med returprovisjoner eller kun tilbyr egne produkter (Serhan, et al., 2017). Dette vil medføre at samtlige rådgivningskunder vil måtte betale for rådgivningen direkte til rådgiver, og dette vil være en stor overgang for kundene og kan potensielt skade etterspørselen etter rådgivning i mye høyere grad enn MiFID II ligger an til å gjøre. Dette vil også få konsekvenser for en mye større andel av rådgiverne.

I England har man allerede innført forbud mot returprovisjoner og man har der opplevd at terskelen for å motta rådgivning har økt samt at rådgiverne i større grad anbefaler lavkostfond (Furuseth, 2017c). Dersom et liknende scenario skulle utspille seg i Norge kan man tenke seg at vi vil se noen av de samme effektene. På den ene siden fjerner et slikt forbud en potensiell kilde til insentivproblemer som kan oppstå i forholdet mellom rådgiver og investor, men på den andre siden risikerer man at terskelen for å oppsøke rådgivning øker.

6.2.2 Skjerpet informasjonsplikt

Under MiFID II blir kravene til rådgiveres opplysningsplikt skjerpet. Det innføres krav til transparens i framstilling av kostnadene i fond (Schjødt, 2014). Det innebærer at komponentene i forvaltningsgebyrene skal spesifiseres, og et eksempel er at det skal framkomme hvor mye av forvaltningsgebyrene som går til rådgivning og analyser. Disse informasjonskravene vil være gjeldende for både uavhengige og tilknyttede rådgivere. Hvordan dette vil påvirke bransjen kan vurderes i lys av resultatene fra spørreundersøkelsen og relevant teori.

Prinsipal-agent-perspektivet

I kapittelet om prinsipal-agent-teori diskuterte vi informasjonsasymmetrier og hvordan det kan oppstå prinsipal-agent-problemer når agenten har relevant informasjon som prinsipalen ikke har. Dette kan knyttes til økte informasjonskrav under MiFID II, og hvilken påvirkning det kan ha på valget av finansiell rådgiver.

Slik det har vært til nå har de løpende kostnadene ved fond kun vært oppgitt som et forvaltningsgebyr. Dette gebyret inneholder flere underposter som for eksempel provisjoner til rådgivere, transaksjonskostnader, profitt og mer. Spesifiserte kostnader for de ulike underpostene kan være relevant informasjon for investor når man tar en investeringsbeslutning. Frem til MiFID II trer i kraft vil dette være informasjon som ikke er tilgjengelig for investoren. Sett fra et prinsipal-agent-standpunkt kan informasjonskravet bidra til å redusere informasjonsasymmetrien som er til stede i forholdet mellom investor og

rådgiver. Dette kan igjen føre til at investorene tar mer optimale beslutninger. Så fra et prinsippal-agent-perspektiv vil kostnadsspesifiseringen medføre en fordel for investorene. Vi skal komme nærmere inn på hvordan privatpersoner oppfatter denne informasjonsasymmetrien og om de i det hele tatt vil fange opp og benytte den nye informasjonen i sitt beslutningsgrunnlag.

Drøfting av funn fra egne undersøkelser

Vi antar at for at informasjonsplikten skal ha en effekt på marginene i bransjen må kundene selv være bevisste på de momentene som omfattes av informasjonsplikten. Dersom en endring i hvordan kostnadene fremstilles skal ha noe å si på investorenes preferanser må investorene ha et bevisst forhold til kostnadsnivåene i fondene basert på informasjon tilgjengelig i dag.

Tabell 6-1 Svar på spørsmål 2: Hvor mye betaler du i forvaltningsgebyr i gjennomsnitt for dine fond?

#	Answer	Bar	Response	%
1	0 %		14	9.21%
2	0,01 - 0,2 %		9	5.92%
3	0,2 - 0,5 %		9	5.92%
4	0,5 - 1 %		10	6.58%
5	1 - 2 %		18	11.84%
6	2 - 3 %		6	3.95%
7	3 - 4 %		0	0.00%
8	4 - 5 %		0	0.00%
9	5 - 6 %		2	1.32%
10	Vet ikke		84	55.26%
	Total		152	100.00%

Det kommer fram i spørsmål 3, i tabell 6-1, at over halvparten av respondentene i spørreundersøkelsen ikke visste hva de betalte i forvaltningsgebyrer. I spørsmål 4 spør vi også respondentene gjennom en påstand om hvor enige de er i at kostnadene ved fondene er viktige når de velger fond. Gjennomsnittsverdien ble 4,05 (4 = litt enig, 5=helt enig). Dette er et slags paradoks, da respondentene i gjennomsnitt mener at kostnader er litt viktig, men samtidig er det under halvparten av respondentene som vet hva de betaler for sine fond. Dette kan indikere at det i noen tilfeller er lav konsistens mellom hva respondenten mener og gjør. Resultatene kan tolkes som at utvalget vårt mener at kostnadene i fond er viktige ved valg av fond. Som igjen kan tale i retning av at spesifiseringen av kostnadene kan påvirke hvordan våre investorer velger fond. Dersom investorer mener at kostnader er viktige kan det oppstå et kostnadspress på de ulike komponentene i forvaltningsavgiftene, som for eksempel den delen av forvaltningsgebyrene som går til de finansielle rådgiverne. Dette kan ha en negativ effekt på rådgivernes marginer.

I utvalget vårt svarte over halvparten at de ikke visste hva de betalte i forvaltningsgebyrer i sine fond. Dette kan være en indikasjon på at mange ikke har et bevisst forhold til forvaltningsgebyrene de betaler i fond, og det er her paradokset oppstår. Dette kan bety at selv om respondentene våre i gjennomsnitt mener det er litt viktig med kostnader er det ikke sikkert respondentene tar til seg tilgjengelig informasjon om kostnadene. Dersom investorer ikke tar til seg tilgjengelig informasjon om kostnadene kan spesifisering av kostnadene få en begrenset innvirkning på marginene i bransjen. Vi mener derfor at svarene på spørsmål 2 kan være en indikasjon på at effektene av kostnadsspesifisering vil få en begrenset effekt på de finansielle rådgivernes marginer i en stor del av personmarkedet.

Graden av informasjonsasymmetrier og privatpersoners prisbevissthet har trolig mye å si for hvor høye marginer rådgiver kan operere med. En stor andel av respondentene i vårt utvalg vet ikke hva de betaler for sine fond. Samtidig har vi vist at det finnes prinsippal-agent-problemer i forholdet mellom rådgiver og kunde, spesielt ved tilknyttet rådgivning. Disse to momentene kan sammen skape en situasjon der rådgiver får mulighet til å operere med høye marginer.

Fra fondsdataene fra VFF og Morningstar fant vi ut at gjennomsnittlige kostnader i de 150 største fondene tilgjengelig for privatpersoner har hatt en nedgående trend. Dette kan være et tegn på at fondskunder har blitt mer prisbevisste i perioden omfattet av vårt datasett, og økt prisbevissthet kan være en av flere mulige forklaringer av den nedgående trenden. Men dette

er svært usikkert da det også kan tenkes at denne nedgangen også/heller har vært drevet av profesjonelle/institusjonelle investorer heller enn privatpersoner. Det er heller ikke sikkert at nedgangen i avgiftsnivå skyldes forhold i kundemassen.

I teorikapittelet skrev vi at det er stordriftsfordeler i fondsbransjen i Norge. Videre diskuterte vi også om stordriftsfordelene blir delt med fondskundene gjennom lavere gebyrer. Kredittilsynet mente at det var mulig i en verden med perfekt konkurranse, men at informasjonsasymmetrier i fondsbransjen kan lede til at det er lite sannsynlig at denne fordelene blir delt med forbrukerne. Kredittilsynet mente også at mer informasjon til investorene kan redusere informasjonsasymmetriene i markedet (Kredittilsynet, 2008). Dette kan bety at mer tilgjengelig informasjon kan lede til reduserte informasjonsasymmetrier og i andre omgang større grad av deling av stordriftsfordelene mellom kunden og kapitalforvalteren gjennom lavere forvaltningsgebyrer. Dette kan være en delvis forklaring på at økt informasjon til investorene kan øke presset på komponentene i forvaltningsgebyrene, som for eksempel rådgivningsgebyrer. Men her vil det igjen forutsette at kundene faktisk benytter seg av den informasjonen som er tilgjengelig, som jf. tidligere drøfting er usikkert.

PwC forventer ikke noen stor effekt av kostnadsspesifisering for personmarkedet, på grunn av at investeringsprodukter i stor grad blir distribuert gjennom salg, og at kostnader ikke er i fokus i salgssituasjonen (PwC, 2016a). Forbrukerrådet undersøkte hvilke faktorer finansielle rådgivere vektlegger i rådgivningssituasjoner, og fant ut at kun 2% av respondentene i utvalget deres opplevde at det ble lagt mest vekt på kostnader (Struksnæs, 2017).

Kostnadsspesifisering kan også påvirke etterspørselen etter lavkostfond. Dersom kostnadsspesifiseringen medfører at fondskundene blir mer bevisste på hva de betaler for rådgivning, kan man se for seg at flere vil vurdere lavkostalternativer som indeksfond eller liknende. Økende interesse for lavkostfond kan resultere i reduserte marginer for rådgiverne.

Oppsummert kan spesifisering av forvaltningsgebyrene under MiFID II øke kostnadspresset på de ulike komponentene i forvaltningsgebyrene og potensielt redusere informasjonsasymmetrier i forholdet mellom foretakene og kundene. Respondentene i spørreundersøkelsen svarte i gjennomsnitt 4,05 (4 = delvis enig 5 = helt enig) på påstanden om at kostnader er en viktig faktor ved valg av fond. Dette kan medføre press på marginene til de finansielle rådgiverne som blir finansiert gjennom returprovisjoner, da det under

MiFID II vil komme klarere fram at rådgivningen faktisk har en kostnad. Men på den andre siden viser resultatene fra spørreundersøkelsen også at det i utgangspunktet er begrenset hvor bevisste respondentene i vårt utvalg er på forvaltningsgebyrene de selv betaler, og at det ikke nødvendigvis er en sammenheng mellom hvor viktig de mener kostnader er og hvor god kjennskap de har til kostnadene i egne fond. Dette kan igjen kan tenkes å dempe effekten spesifiseringen vil få. Kombinert med at rådgiverne ikke vektlegger kostnadene i rådgivningssituasjonen, kan det totalt sett bli en begrenset negativ effekt av kostnadsspesifisering under MiFID II på marginene til de finansielle rådgiverne.

6.2.3 Kostnader til etterlevelse av MiFID II

Vi vil nå diskutere hvordan kostnader til etterlevelsen av MiFID II kan påvirke marginene til finansielle rådgivere.

Økt investorvern har en pris, og det er også usikkerhet knyttet til om det blir kundene, gjennom økte kostnader for finansielle tjenester, eller foretakene som vil ende opp med å dekke disse kostnadene (BAHR, 2017). Vi kan se for oss et scenario der finansforetakene justerer opp forbrukernes kostnader for finansielle tjenester for å kompensere for økte kostnader. Dersom foretakene tar denne kostnaden selv vil konsekvensen være lavere marginer. Konsekvensene for kapitalforvalterne av å overføre denne kostnaden til kundene kan diskuteres i lys av tidligere drøfting av hvor bevisste fondskunder er på kostnadene i fond. Vi fant ut at under halvparten av respondentene i spørreundersøkelsen vår visste hva de betaler i forvaltningsgebyrer, samtidig som at respondentene i gjennomsnitt mente kostnader var viktige. Dette gjør det usikkert hvilken påvirkning kostnader faktisk har på privatpersoners valg av fond. Dersom investorene ikke er bevisste på kostnadene vil konsekvensene av å overføre kostnaden til etterlevelse bli lave for finansforetakene, men dersom det er høy bevissthet på kostnadene kan det lede til lavere etterspørsel etter finansiell rådgivning.

I teoridelen presenterte vi flere estimater på kostnaden til etterlevelse av MiFID II, og det er vesentlige forskjeller i ulike estimater på hva etterlevelsen vil koste. Dette viser hvor mye usikkerhet som er knyttet til dette estimatet.

Oppsummert er det stor usikkerhet knyttet til hvordan finansforetakene vil fordele kostnadene til etterlevelse mellom seg og kundene. Men det er liten tvil om at implementeringen av MiFID II vil medføre kostnader for finansforetakene og de finansielle rådgiverne. Hvor stor denne kostnaden ender opp med å bli er også usikkert, og det er store sprik i ulike estimater på denne kostnaden. Tross usikkerheten i ulike kostnadsestimater og i forhold til hvem som ender med regningen vil selve kostnadene til å implementere og overholde regelverket få betydning for marginene i rådgivningsbransjen. Dette regelverket vil gjelde alle finansforetak, og økte krav til dokumentasjon og økt tidsbruk for rådgiverne vil øke de løpende kostnadene. I tillegg vil det være engangskostnader knyttet til etablering av nye IT-systemer og nye rutiner for foretaket i tiden frem til MiFID II blir rettskraftig.

6.2.4 Oppsummering av konsekvensene av MiFID II

I dette delkapittelet har vi drøftet hvordan marginene til de finansielle rådgiverne kan bli påvirket av MiFID II og potensielle fremtidige reguleringer. Vi strukturerte drøftingen i tre underkapitler: *Skillet mellom uavhengig og tilknyttet rådgiver, spesifisering av kostnader i fond og kostnader til etterlevelse*. I tabell 6-2 oppsummerer vi drøftingsmomentene og hvilken påvirkning de kan få på marginene til finansielle rådgivere.

Tabell 6-2 Oppsummering av konsekvenser av MiFID II

Moment	Funn og drøftingsmomenter	Påvirkning på marginene
<i>Uavhengig og tilknyttet rådgiver</i>	<p>Økt bevisstgjøring av hvilken type rådgivning man mottar, kan være positivt for uavhengige rådgivere.</p> <p>Problematiske regelverk for rådgivere som kaller seg uavhengige, men ikke etterlever kravene i MiFID II. De står ovenfor to valg 1) fortsette som før som tilknyttet rådgiver, 2) etterleve kravene for returprovisjoner og fortsette som uavhengig rådgiver. Begge valgene kan få negative konsekvenser for marginene.</p> <p>74% respondentene i spørreundersøkelsen er villige til å betale mer for uavhengig rådgivning.</p> <p>Respondentene heller i gjennomsnitt mot at det er problematisk med tilknyttede rådgivere.</p> <p>Slik regelverket ligger an til å bli i Norge, vil ikke skillet påvirke praksisen med returprovisjoner for den største andelen av rådgiverne.</p>	<i>Negativ - Lav</i>

<p><i>Spesifisert kostnadsstruktur i fond</i></p>	<p>Mer tilgjengelig informasjon om kostnader i fond kan øke prispresset på de ulike komponentene i forvaltningsgebyrene, eksempelvis rådgivningsgebyrer.</p> <p>Paradoks: Utvalget vårt heller i gjennomsnitt mot at kostnader er en viktig faktor ved valg av fond, men under halvparten av respondentene vet hva de betaler for sine fond. Dette kan reise spørsmål om det er forskjell mellom hva respondentene mener og gjør.</p> <p>Økt informasjon vil redusere informasjonsasymmetriene mellom finansforetak og kunden. Dette kan medføre at foretakene i større grad må dele eventuelle stordriftsfordeler de har med kundene.</p> <p>Finansielle rådgivere fokuserer lite på kostnader i rådgivningssituasjonen.</p>	<p><i>Negativ - Lav</i></p>
<p><i>Kostnader til etterlevelse av MiFID II</i></p>	<p>Europakommisjonen estimerer engangskostnaden til implementering til mellom 512-732 millioner Euro, og løpende kostnader til etterlevelse til 312-586 millioner Euro.</p> <p>De nye kravene vil medføre at foretakene må endre IT-systemer, rutiner for dokumentasjon og rådgiverne må bruke mer tid til å etterleve kravene.</p> <p>Det finnes flere estimater som avviker fra Europakommisjonens estimater. Dette betyr at det er stor usikkerhet i denne typen estimater.</p> <p>Vi diskuterte hvem som kommer til å bære kostnaden til etterlevelse av MiFID II. Et mulig scenario er at bransjen vil overføre kostnadene til kunden gjennom høyere gebyrer på finansielle produkter.</p>	<p><i>Negativ - usikkert</i></p>

6.3 Finansiell teknologi

I dette kapittelet skal vi drøfte hvordan robotrådgivning kan påvirke markedet for finansielle rådgivere. Robotrådgivning er et fenomen som er på vei inn i det norske markedet, men har allerede eksistert i en periode i andre land (Dagens Næringsliv, 2017b). I kapittelet om robotrådgivning beskrev vi robotrådgivere som automatiserte internettbaserte finansielle rådgivere som basert på spørreskjemaer sendt ut til kunden, algoritmer og porteføljeteori kan lage/anbefale en spareportefølje for kunden. Vi nevnte ulike modeller for denne typen rådgivere, og vi snakket om helautomatiske robotrådgivere og hybridløsninger der rådene er en kombinasjon av råd fra en menneskelig rådgiver og råd fra en robot. I dette kapittelet skal vi drøfte nærmere hvilken påvirkning robotrådgivning kan få på marginene til de finansielle rådgiverne.

Prinsipal-agent-perspektivet

Vi har tidligere drøftet hvordan prinsipal-agent-teorien kan forklare betalingsvilje og holdninger til skillet mellom uavhengige og tilknyttede rådgivere. Vi vil videre drøfte robotrådgivning i lys av prinsipal-agent-teori.

Den egenskapen som skiller en robotrådgiver fra en menneskelig rådgiver er nettopp fraværet av det menneskelige elementet. Robotrådgiveren skal, akkurat som den menneskelige rådgiveren, bistå investoren med å gjøre optimale beslutninger i de ulike stegene i investeringsprosessen. Videre skal vi se på hva som skiller rådgivningsprosesser hos robotrådgivere og menneskelige rådgivere.

Som agent vil ikke en robot ha insentiver på lik linje som et menneske. Eventuelle preferanser en robotrådgiver vil ha vil være definert av selskapet som har programmert roboten. I kontrast kan man se for seg at ulike menneskelige rådgivere vil ha ulike preferanser og motiver. En robot vil gjøre det den er programmert til å gjøre. Forbrukerrådet mener at forbrukere kan få bedre rådgivning når man unngår overtalelse fra menneskelige finansielle rådgivere (Forbrukerrådet, 2016).

Som vi diskuterte tidligere i drøftingskapittelet mener vi at det er større sannsynlighet for at det oppstår indirekte rådgivningskostnader ved tilknyttet rådgivning. Dersom rådgiveren får en belønning for å selge spesielle produkter, kan det tenkes at rådgiver vil styre investor mot nettopp disse produktene uavhengig av hva som er optimalt for investoren. Forbrukerrådet mener at forbrukerne tar bedre beslutninger når man unngår selgers overtalelsesevner, og at dette er en fordel med roboter. Man kan derfor argumentere for at de indirekte rådgivningskostnadene kan reduseres ved å bruke robotrådgivning. Men dette vil være avhengig av hvordan robotrådgiveren er programmert, og det er tenkelig at graden av eventuelle prinsipal-agent-problemer vil variere mellom ulike robotrådgivere akkurat som med menneskelige rådgivere. Men det vil også være lettere å etterprøve om rådene en robot gir er motivert av andre faktorer en kundens beste, sammenlignet med en menneskelig rådgiver.

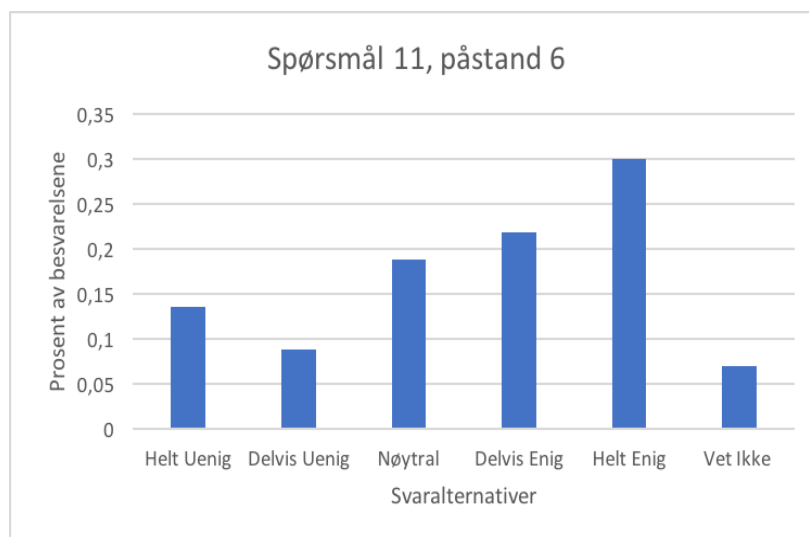
Drøfting av funn fra egne undersøkelser og relevant litteratur

Robotrådgivning kan påvirke marginene til de finansielle rådgiverne både positivt og negativt. Ved bruk av roboter kan man gjøre rådgivningen mer tilgjengelig og nå en større kundebase. Tilbyderne av finansiell rådgivning kan bruke hybridmodeller som kan frigjøre tid og ressurser for de menneskelige rådgiverne, og i tillegg kan de appellere til yngre generasjoner. Disse momentene kan bidra til kostnadsreduksjoner for de finansielle rådgiverne og samtidig økt kundebase. Men på den andre siden kan robotrådgiverne redusere inngangsbarrierene i bransjen, som igjen kan lede til flere tilbydere av rådgivning og økt konkurranseintensitet. Dette kan medføre at det blir et press på marginene til de finansielle rådgiverne.

Hvordan nye aktører som tilbyr robotrådgivning vil bli tatt imot blant privatpersoner kan spørreundersøkelsen gi noen svar på.

I spørreundersøkelsens spørsmål 11, påstand 6, presenterte vi påstanden: Det er viktig for meg at rådgiver er en kjent aktør. Resultatene fra dette spørsmålet oppsummeres i figur 6-2.

Figur 6-2 Svar på spørsmål 11, påstand 6: Det er viktig for meg at rådgiver er en kjent aktør



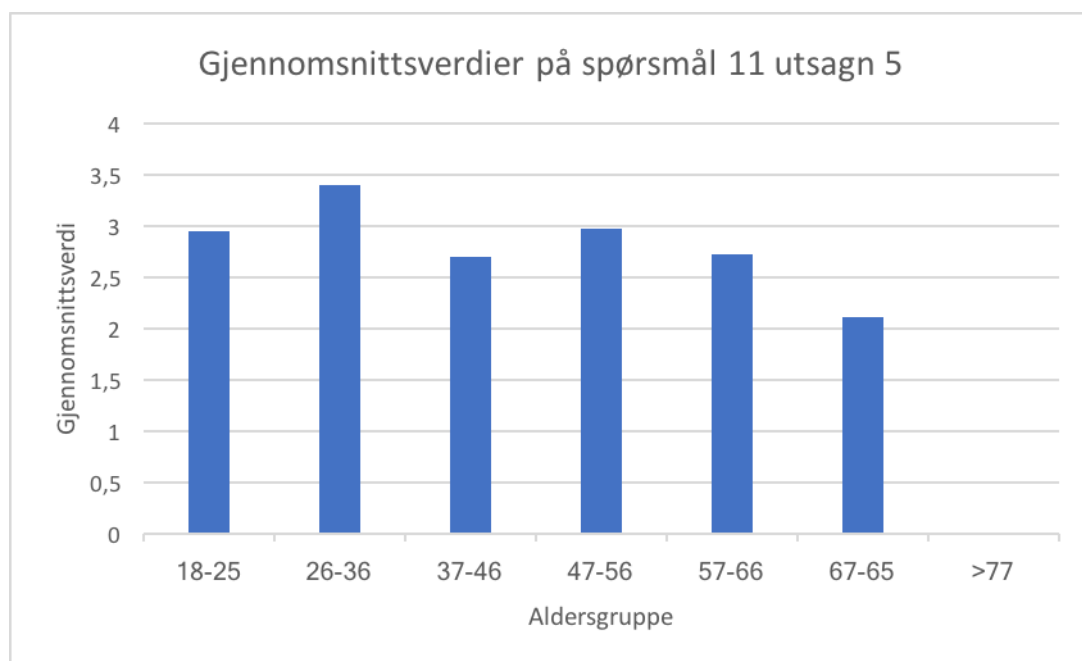
Gjennomsnittsverdien av besvarelsene på spørsmål 11 påstand 6 er 3,49 (3 = *nøytral* 4 = *delvis enig*). Dette kan indikere at det har en viss betydning at man har et merkenavn når investorene skal velge rådgiver, som igjen kan begrense muligheten nye aktører har til å kapre markedsandeler. Men vi kan også tenke oss at trusselen ikke utelukkende kommer fra

helt nye aktører. Som vi diskuterte tidligere kan robotrådgivning være en åpning for aktører som allerede er i finansbransjen og har etablerte merkenavn, men ikke har et eget rådgivningsapparat. Eksempelvis kan det tenkes at forsikringsselskaper og kapitalforvaltere vil benytte seg av robotrådgivere i sine distribusjonssystemer.

En faktor som er viktig når vi skal drøfte påvirkningen robotrådgivning vil ha på marginene til de finansielle rådgiverne er om norske privatpersoner vil stole på rådene de får fra en robot. Graden av påvirkning robotrådgivning vil ha på det norske markedet er avhengig av i hvilken grad forbrukerne er villige til å motta råd fra roboter.

I spørsmål 11 i spørreundersøkelsen presenterte vi følgende påstand for respondentene: *i hvilken grad stoler du på rådene du får gjennom internettrådgivning*. Gjennomsnittsverdien var 2,92 (3 = Nøytral og 2=Litt uenig). Dette vil si at utvalget vårt i gjennomsnitt stilte seg omtrent nøytrale til om de stoler på rådene de får gjennom internettrådgivning. I figur 6-3 viser vi gjennomsnittsverdiene i ulike aldersgrupper. Vi ser at det var gruppen mellom 26-36 år som var mest positiv til internettrådgivning, og respondentene i den eldste aldersgruppen var minst positive.

Figur 6-3 Tillit til internettrådgivning fordelt på alder

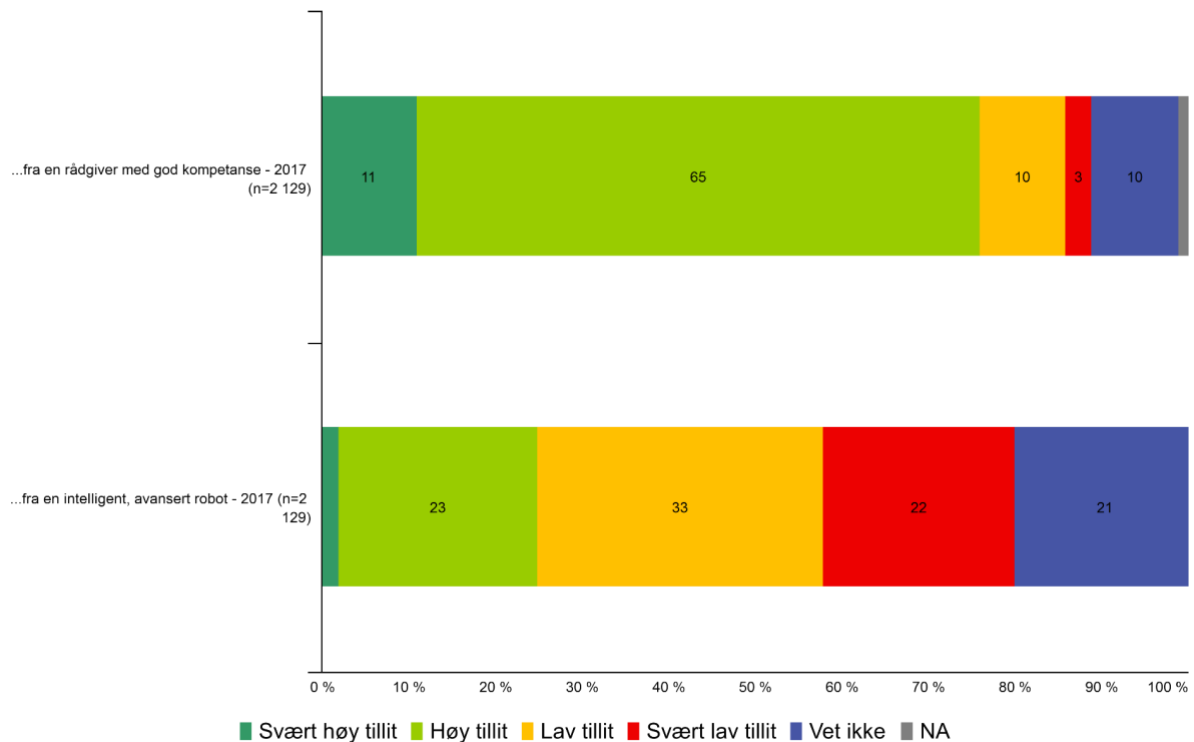


Det finnes flere eksempler på liknende undersøkelser som har blitt gjennomført både i Norge og i utlandet. I en masteroppgave skrevet ved NHH i 2016 ble det gjennomført en spørreundersøkelse blant Skandiabankens kunder der de undersøkte hvordan kundene stiller seg til å få råd fra en robot (Haukeberg & Fosshode, 2016). Kundene i utvalget fikk presentert to eksempler om henholdsvis refinansiering av lån og pensjonssparing. I utvalget deres var kundene positive til robotrådgivning knyttet til de to eksemplene og de mente til og med at de ville fått høyere lojalitet til banken dersom banken tilbød robotrådgivning. Dette eksemplet er ikke direkte sammenlignbart med vårt scenario, da undersøkelsen omfattet flere momenter av robotrådgivning enn kun sparing, og utvalget bestod kun av kunder i nettbanken Skandiabanken. Men allikevel kan resultatene være en indikasjon på at det er en interesse for tjenester levert av robotrådgivere.

I en annen studie gjennomført i USA blant rådgivningskunder kommer det frem at bare 13% av kundene i utvalget mente at en robotrådgiver kunne oppfylle deres behov for finansiell rådgivning. Et stort flertall i utvalget var ukomfortable med å benytte teknologi til å håndtere sparing. 72% av disse igjen mente at menneskelig kontakt var en av grunnene til at de foretrakk tradisjonell rådgivning (Diehl, 2015). Studien konkluderte også med at yngre generasjoner, og særlig de født på 80 og 90-tallet var mest positive til robotrådgiverne. Dette kan vi til en viss grad se igjen i resultatene fra vår egen spørreundersøkelse.

Finans Norge gjennomførte en aktuell undersøkelse der respondentene ble presentert følgende spørsmål om rådgivning i bank: *Hvor stor tillit vil du ha til de personlige rådene du får om hvilke produkter du bør velge...*

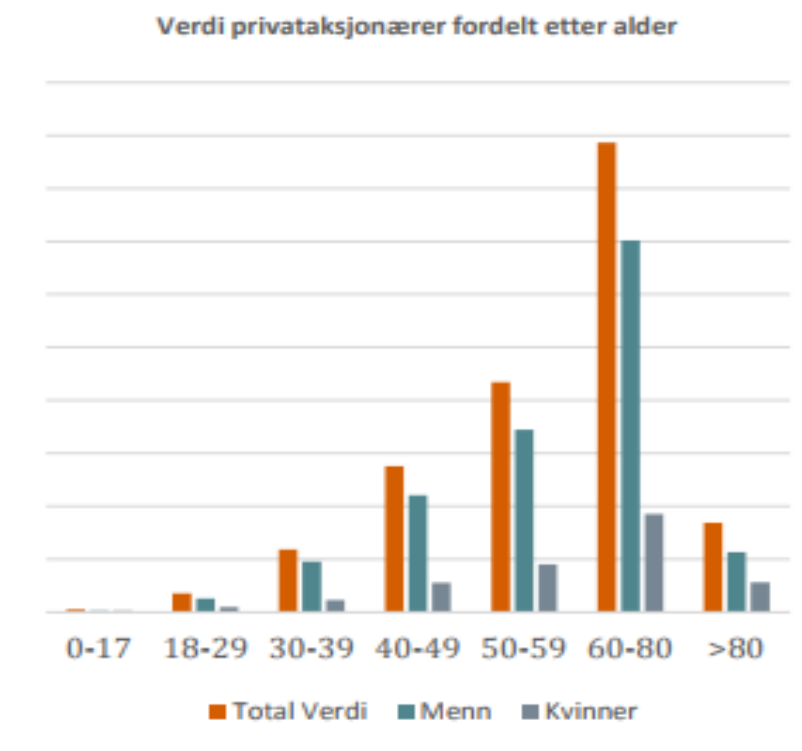
Figur 6-4 Tillitt til rådgivning fra en person kontra en robot (Finans Norge, 2017)



Disse funnene viser at respondentene i utvalget har stor tillit til en rådgiver med god kompetanse, og hele 76% mener at en rådgiver med god kompetanse har høy eller svært høy tillit. Funnene viser også at tilliten til robotrådgivere er betydelig lavere. Over 50% av respondentene mener at en robotrådgiver vekker lav eller svært lav tillit. Finansnæringens Autorisasjonsordninger (som samarbeidet med Finans Norge om undersøkelsen) påpeker at 25% utgjør et betydelig marked (ca. 1 million forbrukere). Undersøkelsen viste også at det var personer i alderen 18-29 år som hadde størst tillit til robotrådgivere (Finansnæringens autorisasjonsordninger, 2017).

Fra egen og andres undersøkelser finner vi det sannsynlig at de yngre generasjonene er de som er mest positive til robotrådgivning. Dette kan bety at effekten av robotrådgivere på kort sikt vil være lavere enn effekten på lang sikt.

Figur 6-5 Verdi privataksjonærer fordelt etter alder (Aksje Norge, 2017)



Figur 6-5 understreker dette poenget, og viser fordelingen i verdi blant aksjonærer i ulike aldre i tredje kvartal 2017. Her kommer det fram at de gruppene som er mest positive til robotrådgivning i dag er de som sparer minst i aksjer per nå.

Behovet for det menneskelige elementet i rådgivningen kan være viktig for en del av kundemassen. En robotrådgiver kan ikke holde hånden til investoren gjennom turbulente tider på lik linje som en menneskelig rådgiver. I forbindelse med sparing i finansielle instrumenter kan man se for seg at oppfølging og kontakt med rådgiver kan være viktig for mange investorer. I spørsmål 3 påstand 5 ble gjennomsnittsverdien 3,58 (3 = nøytral 4 = litt enig) på påstanden om kundeservice er viktig ved valg av fond. Fra påstanden om at de hadde god kunnskap om aksje- og fondsinvesteringer fikk vi en gjennomsnittsverdi på 2,49 (2 = litt uenig 3 = nøytral). Oppfattelsen av kundeservice kan være en litt annen når rådene gis av en robot gjennom internett til sammenligning med en menneskelig rådgiver, og at respondentene selv mener at de har begrenset kunnskap om aksje- og fondssparing kan være en grunn til at kundeservice er viktig når man skal ta sparebeslutninger. Dette kan være et tegn på at det finnes et behov blant mange av våre respondenter for et menneskelig element i

rådgivningssituasjonen. Dette er holdninger som kan endre seg over tid, og i en verden der stadig mer kontakt foregår over internett kan dette være en forklaring på hvorfor yngre generasjoner er mer positive til robotrådgivning enn eldre generasjoner.

Robotrådgiverne kan tenkes å bli mer aktuelle som følge av skjerpede reguleringer av finansmarkedet. Erfaringene fra land som har innført totalt forbud mot returprovisjoner har vist at terskelen for å oppsøke rådgivning går opp (Furuseth, 2017c). En mulig forklaring på dette er at rådgivningen som tidligere har fremstått som gratis nå blir fakturert direkte til kunden. Kundene kan oppfatte det som for kostbart å oppsøke rådgiver. Robotrådgivere kan tilby tilsvarende rådgivningstjenester som menneskelige rådgivere til en vesentlig lavere rådgivningskostnad, og med lavere krav til minsteinnskudd (Deloitte, 2016a). Dette gjør at robotrådgivere kan bli et verktøy for å gjøre uavhengig rådgivning tilgjengelig for flere, og redusere terskelen for å oppsøke rådgivning i en verden uten returprovisjoner. Bruk av robotrådgivere kan medføre at det blir lønnsomt å tilby uavhengig rådgivning til kunder som ikke ville vært lønnsomme for menneskelige uavhengige rådgivere.

Robotrådgivere kan også forventes å påvirke etterspørselen etter lavkostfond. Flertallet av robotrådgivere benytter seg av ETF-er i større grad enn tradisjonelle rådgivere (Deloitte, 2016c). ETF-er er børshandlede fond som typisk følger en indeks og opererer med lave forvaltningsgebyrer (Døskeland, 2014, s. 94). Dersom robotrådgivere får et fotfeste i Norge kan det derfor resultere i at ETF-er blir mer tilgjengelig for privatpersoner. Dette kan resultere i at vi ser en økende andel lavkostfond.

Per i dag er det ingen tilbydere av robotrådgivning i Norge, men to større aktører skal komme med slike løsninger. Skandiabanken og Nordnet er først ute med å tilby robotrådgivning i Norge (Dagens Næringsliv, 2017b). Nordnets løsning vil i første omgang håndtere kundebehandling, men vil i løpet av 2018 ta på seg rådgivningsoppgaver. Skandiabankens robotrådgiver vil allerede i løpet av høsten 2017 begynne å gi spare- og investeringsråd. Vi er med andre ord helt i startfasen av robotrådgivning i Norge, og det er usikkert hvilke markedsandeler slik rådgivning vil ha i fremtiden. Funnene fra undersøkelser nevnt tidligere i drøftingen viser at det er en liten men betydelig andel av respondentene som mener de ville hatt tillitt til robotrådgivere. Dette betyr at det er et marked for robotrådgivning, og markedet kan bli større i fremtiden dersom oppvoksende generasjoner er mer positive til robotrådgivning.

Oppsummert vil robotrådgivning kunne påvirke marginene til de finansielle rådgiverne både positivt og negativt. Denne formen for rådgivning vil gjøre rådgivningen mer tilgjengelig og man vil kunne nå en større kundebase. I tillegg vil bruk av robotrådgivere være tidsbesparende for de menneskelige rådgiverne. Dette samt at man kan appellere til de yngre generasjonene kan virke positivt inn på marginene. På den andre siden kan man se for seg denne teknologien kan redusere inngangsbarrierene i bransjen, og kan resultere i at vi får flere tilbydere av finansiell rådgivning. Dette kan påvirke marginene negativt på grunn av økt konkurranseintensitet. Resultatene fra egne og andres undersøkelser indikerer at det er de yngre generasjonene som er mest positive til robotrådgivning. Dette, samt at robotrådgivning er i en startfase i Norge, kan bety at påvirkningen robotrådgiverne har på marginene til de finansielle rådgiverne vil være større på lang sikt enn på kort sikt. Et annet moment som kan gjøre robotrådgivning mer aktuelt i fremtiden er strengere reguleringer, der robotrådgivere kan bli et verktøy for rådgivningsbransjen til å redusere de negative effektene av strengere fremtidige reguleringer.

7. Evaluering av forskningen

Når man gjennomfører en undersøkelse er det viktig å vurdere kvaliteten på analysen. To temaer som er aktuelle i den sammenheng er reliabilitet og validitet (Gripsrud, 2010, s. 51).

7.1 Reliabilitet

Reliabilitet betyr pålitelighet, og handler i forskningssammenheng om påliteligheten til undersøkelsens data. Begrepet kan knyttes til hvor nøyaktige undersøkelsens data er, hvilke data som brukes, hvordan dataene er innsamlet og hvordan de er bearbeidet (Johannessen, 2010, s. 44). Man kan spørre seg om man ville fått de samme resultatene dersom man gjennomførte undersøkelsen på nytt med samme eller en annen metode. Dette betyr at man må ha så lite tilfeldige feil som mulig for at undersøkelsen skal ha høy reliabilitet (Gripsrud, 2010, s. 52). Det er flere momenter som kan påvirke undersøkelsens reliabilitet (Saunders, 2016, s. 203):

Respondentfeil: Dette er feil som kan oppstå når ulike faktorer påvirker atferden til respondentene. Eksempelvis dersom respondentene har dårlig tid, kan tidspress påvirke besvarelsene til respondentene. Vi valgte å gjennomføre spørreundersøkelsen på Bergen togstasjon og Bergen storsenter, og det kan ha vært faktorer som blant annet tidspress som har påvirket respondentenes atferd. For å redusere dette problemet passet vi på å presisere for respondentene av spørreundersøkelsen hvor lang tid gjennomføring ville ta, og spurte om de hadde tid til å svare på spørsmålene. De respondentene som besvarte undersøkelsen på nett via Facebook kan også ha blitt påvirket av liknende faktorer som tidspress, men dette er vanskelig for oss å kontrollere.

Respondentskjevhet: Dette er faktorer som kan påvirke respondenten til å ikke svare oppriktig på spørsmålet. For eksempel kan intervjuer som foregår på offentlige områder lede til at deltakeren ikke svarer oppriktig i frykt for å bli overhørt av andre. Vi gjennomførte våre spørreundersøkelser på offentlige steder med mange gjennomreisende. Dette kan medføre at noen av respondentene har blitt påvirket av andres nærvær, men da vi benyttet oss av selvutfyllingsskjemaer mener vi at dette problemet er begrenset. I tillegg var vi klare på at alle besvarelser var anonyme. Respondentene på internett kan ha vært påvirket av at andre var til stede under utfyllingen av spørreskjemaet.

Forskerfeil: Dette er faktorer som kan påvirke forskerens tolkning av svarene. Dette kan for eksempel være at intervjuer ikke forstår svarene som blir avgitt av ulike årsaker. Dette problemet vil i første omgang oppstå når intervjuer misforstår besvarelsen avgitt av

respondenten. Vi har benyttet oss av et prekodet spørreskjema, som begrenser denne problematikken.

Forskerskjevhets: Dette kan oppstå når forskeren lar egne meninger påvirke måten forskeren registrerer svarene på. Vi benyttet oss av et selvutfyllingskjema, hvilket betyr at vi ikke registrerte svarene selv. Dette begrenser vår mulighet til å la egne tolkninger være førende for de avgitte svarene.

7.2 Validitet

Validitet handler om hvor godt undersøkelsen måler det man har til hensikt å måle. Selv om dataene er pålitelige, er ikke det noen garanti for at validiteten er høy. Dersom vi måler noe annet enn det som var hensikten får vi det vi kaller en systematisk feil (Gripsrud, 2010, s. 52). Vi kan skille mellom ulike former validitet: begrepsvaliditet, intern validitet og ytre validitet (Johannessen, 2010, s. 66). Begrepsvaliditet omhandler hvorvidt dataene er gode representasjoner av det fenomenet vi undersøker. Intern validitet handler om hvorvidt et eksperiment er gjennomført på en måte som gir muligheten til å si at en sammenheng mellom to variabler dreier seg om en årsakssammenheng. Ytre validitet dreier seg om i hvilken grad resultater fra en undersøkelse kan overføres i tid og rom (Johannessen, 2010, s. 389). Et sentralt spørsmål er om resultatene kan generaliseres til andre sammenhenger enn kun den som ble målt i undersøkelsen. Vi kan for eksempel se på forbrukerundersøkelser gjennomført bare i Norge. Kan resultatene fra en slik undersøkelse overføres til å gjelde i Norden? Dersom det som skal undersøkes er spesielt avhengig av kultur eller nasjonal kontekst kan det for eksempel være vanskelig å overføre slike resultater.

Begrepsvaliditet i fondsdataene: Vi benyttet data om forvaltningsgebyrer og forvaltet kapital, i fond tilbudt til norske privatpersoner, for å si noe om hvordan utviklingen i marginene til finansielle rådgivere har utviklet seg. Vi benytter oss altså av en proxy, da vi ikke har anledning til å observere marginene direkte. Det medfører at vi kun observerer inntektssiden, og tar noen forutsetninger om hvordan kostnader har utviklet seg. Videre er ikke forvaltningsavgift en nøyaktig måling av inntjeningen til finansielle rådgivere og vi baserer oss på en antakelse om at det er en positiv sammenheng mellom størrelsen på forvaltningsgebyrer og returprovisjonene som går til rådgiverne. Dette kan medføre redusert intern validitet. At vi ikke vet hvordan gebyrinntektene fordeles mellom rådgiver og forvalter er kun et problem i de tilfellene hvor den tilknyttede rådgiveren og forvalteren representerer ulike selskaper.

Ekstern validitet i spørreundersøkelsen: Vi har gjennomført en spørreundersøkelse på et utvalg av den aktuelle populasjonen. Vårt utvalg er et bekvemmelighetsutvalg. Når man

benytter seg av et bekvemmelighetsutvalg er en svakhet at det er vanskelig å generalisere svarene til å omfatte hele populasjonen (Gripsrud, 2010). Vi gjennomførte også spørreundersøkelsen på to forskjellige måter, vi stod på offentlige steder i Bergen sentrum og delte undersøkelsen på Facebook-grupper med store medlemstall. Dette valget kan medføre skjevheter som kan gjøre det utfordrende å generalisere svarene til å omfatte hele befolkningen. Men vi vil også nevne at vi har god spredning i alder og kjønn blant respondentene. Spørreundersøkelsen har i tillegg et begrenset antall respondenter som også kan redusere den eksterne validiteten og mulighetene for generalisering.

Ekstern validitet i fondsdataene: Når vi innhentet fondsdataene gjorde vi en forenkling ved å begrense utvalget til de 150 største fondene. Dette medfører at vi ikke har med alle fondene som blir tilbudt til norske privatpersoner, og vi går glipp av informasjon spesielt fra mindre fond. Det var allikevel nødvendig å gjøre en slik begrensning for å redusere ressursbruken til databehandling. Vi mente i den sammenheng at det var fornuftig å velge ut de største fondene slik at vi kan dekke størst mulig andel av den totale forvaltningskapitalen i våre data. Denne begrensningen førte til at vi maksimalt tok ut 10 prosent forvaltningskapital fra datasettet vårt per år. Vi mener derfor at denne begrensningen ikke svekker statistikkens eksterne validitet i for stor grad. I noen år har det på grunn av datamangel falt ut noe data om fond i statistikken. Dette svekker den eksterne validiteten i de aktuelle årene.

8. Konklusjon

Norske privatpersoner pådrar seg mindre kostnader per krone investert i fond, og alle aktivt forvaltede fondsgrupper har hatt en nedgang i vektet avgiftsnivå. Dette gjør at grenseinntekten til finansielle rådgivere har gått ned i personmarkedet.

Forvaltningskapitalen har steget kraftig i perioden vi har sett på, og har gjort at de totale inntektene i fondsbransjen i samme periode har en mer uklar utvikling.

Vi kan ikke observere kostnadene til finansielle rådgivere, og kan derfor ikke gi en entydig konklusjon på marginene, siden det kan være at grensekostnadene har gått ned i takt med grenseinntektene.

Andelen forvaltningskapital fra privatpersoner som er allokert til passivt forvaltede fond har økt i perioden. Andelen forvaltningskapital investert i passivt forvaltede fond var omtrent 6 prosent ved utgangen av 2016.

Passivt forvaltede fond genererer langt mindre inntekter per krone investert for finansrådgiverne og forvaltere enn aktivt forvaltede fond. En økende andel forvaltningskapital allokert til passivt forvaltede fond legger press på inntektene til finansielle rådgivere.

Vi kan bekrefte hypotese 1 som sier at gjennomsnittsavgiften privatpersoner betaler for sine fond har gått ned, og at dette delvis skyldes økt allokering til passivt forvaltede fond.

Det er sannsynlig at insentivproblemer i rådgivningsprosessen har bidratt til at allokeringen blant privatpersoner til passivt forvaltede fond har holdt seg på et relativt lavt nivå.

Resultatene fra spørreundersøkelsen viser at respondentene i vårt utvalg i gjennomsnitt oppgir at kostnader og risiko er de viktigste momentene ved valg av fond, men at de også vurderer historisk avkastning, kundeservice og hvorvidt forvalter er en kjent aktør. Vi finner ikke støtte til første del av hypotese 2 som sier at historisk avkastning er den viktigste beslutningsvariabelen ved privatpersoners valg av fond. Videre viser funnene at respondentene i gjennomsnitt heller mot at de mener det er problematisk med tilknyttet rådgivning, og 74 prosent av vårt utvalg var villige til å betale mer for uavhengig rådgivning. Funnene viser også at over av halvparten av respondentene ikke visste hva de betaler i

forvaltningsgebyr i sine fond. Dette understøtter hypotese 3 som sier at et stort antall privatpersoner er lite prisbevisste ved valg av fond.

Basert på svarene fra spørreundersøkelsen ser vi at respondentene i gjennomsnitt er mer positive til passiv forvaltning sammenlignet med aktiv forvaltning. Vi finner derfor ikke støtte for andre del av hypotese 2 som sier at privatpersoner foretrekker aktiv forvaltning fremfor passiv forvaltning.

Tilstedeværelsen av prinsipal-agent-problemer i rådgivningssituasjonen, kombinert med lav prisbevissthet i store deler av personmarkedet kan lede til en situasjon der rådgiver kan operere med høye marginer.

MiFID II kan få en begrenset effekt på marginene til de finansielle rådgiverne. Vi pekte ut de viktigste momentene ved MiFID II som *skillet mellom uavhengig og tilknyttet rådgiver, spesifisering av kostnader og kostnader til etterlevelse*. Regelverket vil føre til mindre informasjonsasymmetrier i rådgivningsprosessen og således kan det lede til en lavere grad av prinsipal-agent-problemer. MiFID II vil ikke eliminere insentivproblemene da returprovisjoner fortsatt vil være tillatt etter implementeringen. Dette kan tale i retning av at hypotese 4 holder, men her er det en høy grad av usikkerhet.

Robotrådgiverne kan sannsynligvis få større påvirkning på lang sikt enn på kort sikt. Funnene fra egne og andre undersøkelser viser at det er de yngre generasjonene som er mest positive til robotrådgivning. Robotrådgivere vil kunne påvirke marginene til finansielle rådgivere positivt og negativt. De kan gjøre rådgivningen mer tilgjengelig og redusere kostnadene for rådgiverne, men samtidig kan denne teknologien redusere inngangsbarrierene i bransjen. I hypotese 5 formulerte vi en forventning om at privatpersoner i gjennomsnitt er negative til robotrådgivning, og at yngre generasjoner er minst negative. Vår spørreundersøkelse viser at privatpersoner i gjennomsnitt er nøytrale til robotrådgivning, og at yngre generasjoner er minst negative. Vi finner altså ikke støtte til første del av hypotesen, men våre og andres resultater tyder på at yngre personer er mindre negative.

Debatten rundt regulering av finansiell rådgivning er noe som har fått et sterkt mediefokus de siste årene, spesielt i et forbrukervernsperspektiv. Når MiFID II trer i kraft i Norge og EU, vil dette bety at rapporteringskravene til finansinstitusjoner blir strengere. Dette gjør at offentligheten får tilgang på mer detaljert informasjon om for eksempel returprovisjoner. Denne nye informasjonen mener vi kan tas i bruk for å gjøre en grundigere analyse av

marginene innen finansiell rådgivning, enn det som har vært mulig frem til nå. Forhåpentligvis vil dette føre til mer innsikt i en bransje som ofte er gjenstand for diskusjon i det offentlige ordskiftet.

9. Litteraturliste

- Aksje Norge. (2017). Tredje kvartal Statistikk nordmenn og aksjer. Lastet ned 03.11.2017 fra <http://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2016/01/Statistikk-tredje-kvartal-2017-AksjeNorge.pdf>
- AksjeNorge. (2016). Året 2016 Statistikk nordmenn og aksjer. Lastet ned 2017.31.10 fra <http://cdn.aksjenorge.no/wp-content/uploads/2016/01/%C3%85rsstatistikk-2016-AksjeNorge.pdf>
- Ang, A. (2014). *Asset management : a systematic approach to factor investing*. New York: Oxford University Press.
- BAHR. (2017). MIFID II OG NORSKE AKTØRER. Lastet ned 01.11.2017 fra <http://www.bahr.no/no/aktuelt/attachment/4411?download=true&ts=15a939c110c>
- Bergstresser, D., Chalmers, J. M. R., & Tufano, P. (2009). Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry. *The Review of Financial Studies*, 22(10), 4129-4156. doi: 10.1093/rfs/hhp022
- Berk, Jonathan B., & Green, Richard C. (2004). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295. doi: 10.1086/424739
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (Global 10E utg.). Maidenhead, Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Caquineau, M., Möttölä, M., & Schumacher, J. (2016). Active Share in European Equity Funds. Lastet ned 02.12.2017. fra https://media.morningstar.com/uk%5CMEDIA%5CManager_Research%5CActiveShareinEuropeanEquityFunds.pdf
- Christoffersen, S. E. K. (2001). Why Do Money Fund Managers Voluntarily Waive Their Fees? *The Journal of Finance*, 56(3), 1117-1140. doi: 10.1111/0022-1082.00358
- Collins, S., & Duvall, J. (2017). Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2016. Lastet ned 24.11.2017 fra <https://www.ici.org/pdf/per23-03.pdf>
- Collins, S., & Mack, P. (1997). The optimal amount of assets under management in the mutual fund industry. *Financial Analysts Journal*, 53(5), 67. doi: 10.2469/faj.v53.n5.2119
- Commision, E. (2017). Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions. Lastet ned 24.10.2017 fra [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-14-305_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_en.htm)

-
- Cremers, M., & Curtis, Q. (2015). Do Mutual Fund Investors Get What They Pay For? The Legal Consequences of Closet Index Funds. Lastet ned fra https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2695133
- Dagens Næringsliv. (2017a). Bank kjøper robot-rådgivere. Lastet 18.09.2017 fra <https://www.dn.no/grunder/2017/03/23/0951/Finans/bank-kjoper-robot-radgivere>
- Dagens Næringsliv. (2017b). Robotrådgiverne kommer. Lastet ned 18.09.2017 fra <https://www.dn.no/nyheter/2017/08/12/1116/Teknologi/robotradgiverne-kommer>
- Deloitte. (2014). From MiFID I to MiFID II, what are the main changes? Lastet ned 15.09.2017. fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/IM/mifidii-changes.pdf>
- Deloitte. (2015). Robo-advisors: Capitalizing on a Growing Opportunity. Lastet ned 03.11.2017 fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/no/Documents/financial-services/Robo-advisors.pdf>
- Deloitte. (2016a). Cost-Income Ratios and Robo-Advisory. Lastet ned 18.09.2017. fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Robo-Advisory-in-Wealth-Management.pdf>
- Deloitte. (2016b). Robo-Advisory in Wealth Management. Lastet ned 18.09.2017 fra https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Robo_No_2.pdf
- Deloitte. (2016c). The Expansion of Robo-Advisory in Wealth Management. Lastet ned 25.11.2017 fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte-Robo-safe.pdf>
- Deloitte. (2017). Preparing for MiFID II: consequences and challenges. Lastet ned 20.09.2017 fra <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/mifid/articles/preparing-mifidII-consequences-challenges.html>
- Di Maggio, M., & Kacperczyk, M. (2017). The unintended consequences of the zero lower bound policy. *Journal of Financial Economics*, 123(1), 59-80. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.09.006
- Diehl, J. D. (2015). The Advent of Robo-Advisors. *Advisor Today*, 110(6), 53-55.
- Døskeland, T. M. (2014). *Personlig finans : et helhetlig rammeverk for hvordan vi skal forholde oss til finansmarkedet*. Bergen: Fagbokforl.
- Erskine, S. (2015). The Robo Revolution, Robo-advice market commentary and analysis. Lastet ned 23.11.2017 fra <https://www.ivey.uwo.ca/cmsmedia/3341217/finametrica-2015-robot-advice-report-us.pdf>

-
- ESMA. MIFID (II) AND MIFIR. Lastet ned 15.09.2017. fra <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>
- Europalov. Om EU-rettsaktene. Lastet ned 16.10.2017 fra <http://www.europalov.no/laermer/eu-rettsaktene>
- EY. (2013). Fem ting du bør vite om konsumentbeskyttelse. Lastet ned 24.10.2017 fra [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Fem_ting_om_konsumentbeskyttelse./\\$FILE/Ny_Mal_5_ting_du_b%C3%B8r_vite_LRS_Forbrukerbeskyttelse_web.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Fem_ting_om_konsumentbeskyttelse./$FILE/Ny_Mal_5_ting_du_b%C3%B8r_vite_LRS_Forbrukerbeskyttelse_web.pdf)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2010). Luck versus Skill in the Cross- Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance*, 65(5), 1915-1947. doi: 10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x
- Fein, M. L. (2015). Robo-advisors: A closer look. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2658701>.
- Finans Norge. (2016). Er fremtidens finansrådgiver en robot? Lastet ned 18.09.2017 fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2016/07/er-fremtidens-finansradgiver-en-robot/>
- Finans Norge. (2017). Forbruker- og finanstrender 2017. Lastet ned 23.11.2017 fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/sporreundersokelser/forbruker-og-finanstrender/forbruker--og-finanstrender-2017/forbruker--og-finanstrender-2017/>
- Finansinspektionen. (2015). SOU 2015:2 ”Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR”. Lastet ned 16.10.2017 fra <http://www.fi.se/contentassets/ae16e3e68f564c7785360899368b4143/remissvar-mifid2-mifir-150511.pdf>
- Finansnæringens autorisasjonsordninger. (2017). Forbruker og finanstrender 2017. Lastet ned 23.11.2017 fra <https://www.finaut.no/artikler/forbruker-og-finanstrender-2017/>
- Forbrukerombudet. (2017). Forbrukerombudets høringsuttalelse til NOU 2017:1 Markeder for finansielle instrumenter – gjennomføring av MiFID II og MiFIR. Lastet ned 16.10.2017 fra <https://forbrukerombudet.no/om-forbrukerombudet/horingsuttalelser/forbrukerombudets-horingsuttalelse-nou-20171-markeder-finansielle-instrumenter-gjennomforing-mifid-ii-mifir>
- Forbrukerrådet. (2016). Bedre rådgivning med finansrobot. Lastet ned 04.11.2017 fra <https://www.forbrukerradet.no/vi-mener/2015/fpa-finans-2015/bedre-radgivning-med-finansrobot/>
- Furuset, T. (2016a). Hvordan vurdere indeksfond? Lastet ned 08.10.2017 fra <http://www.morningstar.no/no/news/147428/hvordan-vurdere-indeksfond.aspx>
- Furuset, T. (2016b). Rask vekst i strategisk beta og faktorfond i Europa. Lastet ned 11.12.2017. fra <http://www.morningstar.no/no/news/152617/rask-vekst-i-strategisk-beta-og-faktorfond-i-europa.aspx>

-
- Furuseth, T. (2017a). Fond med lave kostnader øker i popularitet. Lastet ned 10.09.2017 fra <http://www.morningstar.no/no/news/160344/fond-med-lave-kostnader-%C3%B8ker-i-popularitet.aspx>
- Furuseth, T. (2017b). Fondsverdenen går mot lavkostinvesteringer. Lastet ned 27.09.2017 fra <http://www.morningstar.no/no/news/156226/fondsverdenen-g%C3%A5r-mot-lavkostnadsinvesteringer.aspx>
- Furuseth, T. (2017c). Hvor mye betaler du for rådgivning i fond? Lastet ned 29.09.2017 fra <http://www.morningstar.no/no/news/157460/hvor-mye-betaler-du-for-r%C3%A5dgivning-i-fond.aspx>
- Furuseth, T. (2017d). Uavhengige rådgivere og tilknyttet finansiell rådgiver. Lastet ned 27.09.2017 fra <http://www.morningstar.no/no/news/159019/uavhengige-r%C3%A5dgivere-og-tilknyttet-finansiell-r%C3%A5dgiver.aspx>
- Garmhausen, S. (2015a). When Advisors Meet Robots. *Barron's*, 95(16), S28.
- Garmhausen, S. (2015b). When Advisors Meet Robots. *Barron's*, 95(16), S28.
- Greehalgh, H. (2016). Mr. Robot, your new financial advisor. Lastet ned 18.09.2017 fra <https://www.ft.com/content/48e5f1a0-d631-11e5-829b-8564e7528e54 - comments>
- Gripsrud, G. (2010). *Metode og dataanalyse : beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP* (2. utg. utg.). Kristiansand: Høyskoleforl.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review*, 70, 393.
- Hagen, K. P. (1990). *Principal-agent teori : implikasjoner for offentlig styring og politikk* (num. 90/17). Bergen: Norsk senter for forskning i ledelse, organisasjon og styring.
- Haukeberg, C. S. L., & Fosshode, T. (2016). Adopting robotics in downstream financial services : a study investigating bank customers' readiness, and potential barriers to adopt robotics technology. I T. W. Andreassen (red.).
- Havnes, H. (2017). Norske sparepenger renner inn i indeksfond. Lastet ned 15.12.2017 fra <https://www.dn.no/nyheter/2017/01/29/1016/VFF/norske-sparepenger-renner-inn-i-indeksfond>
- Hendrikse, G. (2003). *Economics and management of organizations : co-ordination, motivation and strategy*. London: McGraw-Hill.
- IHS Markit. Counting the cost of MiFID II. Lastet ned 16.11.2017 fra <https://www.markit.com/Product/File?CMSID=a8427504afcd46f5acb721d21daed493>
- Investment Company Institute. (2017). 2017 Investment Company Factbook. Lastet ned 03.12.2017 fra http://www.icifactbook.org/ch2/17_fb_ch2

- Johannessen, A. (2010). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode* (4. utg. utg.). Oslo: Abstrakt.
- Kaldestad, Ø. H. (2017). Forleder kundene til å kjøpe dyre fond. Lastet ned 05.11.2017 fra <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/forleder-kundene-til-a-kjope-dyre-fond/>
- Kredittilsynet. (2008). Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter. Lastet ned 20.11.2017 fra <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/rapporter/utredning---konkurransen-og-effektiviteten-i-markedet-for-verdipapirfond-og-andre-spareprodukter.pdf>
- Latzko, D. A. (1999). ECONOMIES OF SCALE IN MUTUAL FUND ADMINISTRATION. *Journal of Financial Research*, 22(3), 331-339. doi: 10.1111/j.1475-6803.1999.tb00731.x
- Lundestad, H. (2016). Svar på forbrukerrådets brev. Lastet fra <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2016/02/DNBs-brev-22-februar-2016-til-Mageli.pdf>
- Mackenzie, M., & McCrum, D. (2011, 05/31/2011 May 31). Low rates put pressure on US money market funds, *Financial Times*, s. 17. Lastet ned 10.11.2017 fra <https://search.proquest.com/docview/869285687?accountid=37265>
- Mageli, S. (2016). Stevning i gruppesøksmål til Oslo tingrett. Lastet fra https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2016/06/stevning_grupesoksmal3.pdf
- Mooney, A. (2017). €2.5bn cost of Mifid II rattles asset managers. Lastet ned 20.11.2017 fra <https://www.ft.com/content/ba243304-e224-11e6-9645-c9357a75844a>
- Morningstar. Expense Ratio (Glossary). Tilgjengelig fra Morningstar. Lastet ned 24.10.2017, fra Morningstar http://www.morningstar.com/InvGlossary/expense_ratio.aspx
- Nordnet. (2017). Prislister. Lastet ned 25.11.2017 fra <https://www.nordnet.no/download/18.7462f0ca15aebfcff1412bc6/1490877570063/Returprovisjon+Fond.pdf>
- NOU 2015:9 (2015) Finanspolitikk i en oljeøkonomi. Lastet ned fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2015-9/id2423507/>
- Pedersen, L. H. (2015). *Efficiently Inefficient : How Smart Money Invests and Market Prices Are Determined*. Princeton: Princeton, US: Princeton University Press.
- PwC. (2016a). Cost disclosure under MiFID II. Lastet ned 02.11.2017 fra <https://www.pwc.com/gx/en/advisory-services/publications/assets/cost-disclosures-under-mifiid-ii.pdf>

-
- PwC. (2016b). Robo Advisory moves forward in Italy. Lastet ned 06.11.2017 fra <https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/robo-advisory-italy.pdf>
- PwC. (2017). Robo advisor. Lastet ned 18.09.2017 fra <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/publications/robo-advice.html>
- Saunders, M. N. K. (2016). *Research methods for business students* P. Lewis & A. Thornhill (red.),
- Schjødt. (2014). NYHETSREV - MIFID II – FINANSREGULATORISK. Lastet ned 14.09.2017 fra <https://www.schjodt.no/aktuelt/nyhetsbrev/nyhetsbrev-mifid-ii-finansregulatorisk/>
- Serhan, A., West, C., Share, G., Wolper, G., Miller, J., Abu-Habsa, M., & Chan, W. (2017). Morningstar Global Fund Investor Experience Study. Lastet ned 05.11.2017 fra http://images.mscomm.morningstar.com/Web/MorningstarInc/%7B839bffca-c041-48c0-b069-6e2f857c4a96%7D_GlobalFundInvestorExperienceReport2017.pdf
- Sharpe, W. F. (1991). The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 7-9. doi: 10.2469/faj.v47.n1.7
- Sirri, E. a. T., Peter. (1993). *Competition and Change in the Mutual Fund Industry*. I S. L. Hayes, (ed.) *Financial Services* (red.), *New Perspectives and Challenges for the 1990's*. Harvard Business School Press.
- Skandiabanken. (2017). Prislister fond. Lastet ned 25.11.2017 fra <https://sbanken.no/globalassets/skandiabanken--arkiv/pdf-er/kopi-av-kickbackliste-fond.pdf>
- Storebrand. (2017). Prislister fond. Lastet ned 25.11.2017 fra <https://www.storebrand.no/privat/sparing/aksjefond-detajler/attachment/8293?ts=15e3d5c8803>
- Struksnæs, M. V. B. (2017). Unnlater å fortelle om gebyr. Lastet ned 27.10.2017 fra <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/unnlater-a-fortelle-om-gebyr>
- Tran-Dieu, L. (2015). How do mutual funds transfer scale economies to investors? Evidence from France. *Research in International Business and Finance*, 34, 66-83. doi: 10.1016/j.ribaf.2014.10.001
- VFF. Det koster penger å tjene penger. Lastet ned 06.11.2017 fra <https://vff.no/fondshandboken/tema/det-koster-penger-a-tjene-penger>
- VFF. (2016). Flere unge sparer i fond. Lastet ned 31.10.2017 fra <https://vff.no/news/2016/flere-unge-sparer-i-fond>
- Wooldridge, J. M. (2014). *Introduction to econometrics* (Europe, Middle East and Africa ed. utg.). Andover: Cengage Learning.

10. Appendiks

10.1 Durbin-Watson test for autokorrelasjon

Her har vi lagt ved resultatene fra Durbin-Watson test for autokorrelasjon fra alle tidsseriene hvor vi har estimert en trendlinje. I regresjon 1 i tabell 5-2 viser resultatet av Durbin-Watson-testen at det er positiv autokorrelasjon i tidsserien. Her har vi også lagt ved resultatet av en Cochrane-Orcutt prosedyre, som korrigerer for denne autokorrelasjonen.

```
***Regresjon 1 i tabell 5-2***
```

```
prais AUMtotmrd time, corc
```

```
Iteration 0: rho = 0.0000
Iteration 1: rho = 0.5897
Iteration 2: rho = 0.6130
Iteration 3: rho = 0.6172
Iteration 4: rho = 0.6181
Iteration 5: rho = 0.6183
Iteration 6: rho = 0.6183
Iteration 7: rho = 0.6183
Iteration 8: rho = 0.6183
Iteration 9: rho = 0.6183
```

```
Cochrane-Orcutt AR(1) regression -- iterated estimates
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	12
Model	5447.39773	1	5447.39773	F(1, 10)	=	5.73
Residual	9507.47466	10	950.747466	Prob > F	=	0.0377
				R-squared	=	0.3643
				Adj R-squared	=	0.3007
Total	14954.8724	11	1359.53385	Root MSE	=	30.834

AUMtotmrd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
time	16.17072	6.755654	2.39	0.038	1.118185 31.22326
_cons	85.7739	59.6074	1.44	0.181	-47.03966 218.5875
rho	.618322				

```
Durbin-Watson statistic (original) 0.840043
Durbin-Watson statistic (transformed) 1.437332
```

```
***Regresjon 2 i tabell 5-2***
```

```
. quietly reg NERSnitt time
```

```
. estat dwatson
```

```
Durbin-Watson d-statistic( 2, 13) = 2.490558
```

```
***Regresjon 3 i tabell 5-2***
```

```
. quietly reg REVtot time
```

```
. estat dwatson
```

```
Durbin-Watson d-statistic( 2, 13) = 1.837143
```

```
***Regresjon 1 i tabell 5-3***
. quietly reg Vektindeks time
. estat dwatson
Durbin-Watson d-statistic( 2, 13) = 2.239806

***Regresjon 1 i tabell 5-4***
. quietly reg activeequityner time
. estat dwatson
Durbin-Watson d-statistic( 2, 13) = 2.41342

***Regresjon 2 i tabell 5-4***
. quietly reg allocationner time
. estat dwatson
Durbin-Watson d-statistic( 2, 13) = 2.052655

***Regresjon 3 i tabell 5-4***
. quietly reg fixedner time
. estat dwatson
Durbin-Watson d-statistic( 2, 13) = 1.443788

***Regresjon 4 i tabell 5-4***
. quietly reg moneyner time
. estat dwatson
Durbin-Watson d-statistic( 2, 13) = 2.316155
```

10.2 Spørreskjemaet

Fondssparing

Denne spørreundersøkelsen er utarbeidet i forbindelse med vår masteroppgave som skrives ved Norges Handelshøyskole. Spørreundersøkelsen har som hensikt å kartlegge privatpersoners preferanser i forbindelse med sparing i fond og aksjer utenfor tjenestepensjonsordninger.

Sparer du i fond eller har aksjeplasseringer?

- Har fond og aksjer
- Har kun aksjer
- Har kun fond
- Har verken fond eller aksjer
- Vet ikke

0% 100%

>>

Forvaltningsgebyr: En løpende årlig avgift som trekkes fra det investerte beløpet i fondet. Avgiften varierer fra fond til fond, ofte avhengig av hvor aktivt fondet er forvaltet.

Hvor mye betaler du i forvaltningsgebyr for dine fond i gjennomsnitt?

- 0 %
- 0,01 - 0,2 %
- 0,2 - 0,5 %
- 0,5 - 1 %
- 1 - 2 %
- 2 - 3 %
- 3 - 4 %
- 4 - 5 %
- 5 - 6 %
- Vet ikke

0% 100%

<< >>

Aktiv forvaltning: Forvalter kjøper og selger aksjer med mål om å plukke ut "vinneraksjer" og dermed forsøke å få bedre avkastning enn markedet som helhet.

Passiv forvaltning: Det gjøres ingen forsøk på å plukke "vinneraksjer". Fondet har som mål å skape samme avkastning som aksjemarkedet for øvrig. For eksempel kan et fonds avkastning følge avkastningen til Oslo Børs.

Forvaltningsgebyr: En løpende årlig avgift som trekkes fra det investerte beløpet i fondet. Avgiften varierer fra fond til fond, ofte avhengig av hvor aktivt fondet er forvaltet.

Hvilke typer fond har du investert i?

- Aktive fond
- Passive fond
- Begge deler
- Vet ikke

Hvor enig er du i påstandene nedenfor?

	Helt uenig	Litt uenig	Nøytral	Litt enig	Helt enig
Det lønner seg med aktive fond som kjøper og selger aksjer basert på egne analyser	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Det lønner seg med passive fond som følger markedsutviklingen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hvilken avkastning et fond har hatt i fortiden har mye å si når jeg velger fond	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kostnadene i et fond har mye å si når jeg velger fond	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kundeservice er viktig for meg når jeg velger fond	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fondets risiko er viktig når jeg velger fond	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Jeg foretrekker fond som stammer fra selskaper jeg har hørt om	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Jeg har god kunnskap om aksje- og fondsinvesteringer	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nivået på forvaltningsgebyrene jeg betaler gjenspeiler avkastningen jeg får fra mine fond	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Hvor ofte evaluerer du forvaltningsgebyrene i dine fond?

- Flere ganger i året
- Årlig
- Sjeldnere enn en gang i året
- Sjeldnere enn annen hvert år
- Nesten aldri
- Aldri



Har du mottatt rådgivning i forbindelse med sparing i fond eller aksjer?

- Ja
- Nei
- Vet ikke



Uavhengig rådgiver: Rådgiveren tar seg betalt kun direkte fra kunden som mottar rådgivning.

Ikke-uavhengig rådgiver: Rådgiveren tar seg betalt fra andre enn kunden som mottar rådgivning. For eksempel kan rådgiveren motta salgsprovisjon fra en fondsleverandør dersom han/hun selger deres produkter.

Internettrådgivning: Digitale løsninger på bankene og handelsplattformenes nettsider, som basert på en rekke spørsmål om risiko og avkastning gir konkrete investeringsråd, uten kontakt med en fysisk rådgiver.

Hvis ja, fra hvem? (Mulig å velge flere alternativer)

- Banken
- Selvstendig rådgiver
- Fondsforvalter
- Venner/familie

Hvordan foregikk rådgivningen?

- Personlig, mail, telefon etc.
- Gjennom internettrådgivning

Se for deg følgende scenario:

Du ønsker å sette 100 000 kroner inn i langsiktig fondssparing. Hvor mye ekstra ville du vært villig til å maksimalt betale årlig for en uavhengig rådgiver sammenlignet med en ikke-uavhengig rådgiver?

- 0 kroner
- 500 kroner
- 1000 kroner
- 1500 kroner
- 2000 kroner
- 2500 kroner
- 3000 kroner
- 3500 kroner
- > 3500 kroner

Alder

- 18-25
- 26-36
- 37-46
- 47-56
- 57-66
- 67-76
- > 77

Kjønn

- Mann
- Kvinne

Utdanningsnivå

- Høyskole/universitet
- Videregående skole
- Ungdomsskole

Hvor mye har du plassert i fond/aksjer?



- < 50 000 kroner
- 50 000 - 150 000 kroner
- 150 000 - 250 000 kroner
- 250 000 - 500 000 kroner
- 500 000 - 750 000 kroner
- 750 000 - 1 000 000 kroner
- 1 000 000 - 1 500 000 kroner
- > 1 500 000 kroner

0%  100%



<< >>

10.3 Spørreundersøkelsens resultater

Spørsmål 1: Sparer du i fond eller har aksjeplasseringer

#	Answer	Bar	Response	%
1	Har fond og aksjer		66	18.86%
2	Har kun aksjer		59	16.86%
3	Har kun fond		94	26.86%
4	Har verken fond eller aksjer		124	35.43%
5	Vet ikke		7	2.00%
	Total		350	100.00%

Spørsmål 2: Hvor mye betaler du forvaltningsgebyr for dine fond i gjennomsnitt?

#	Answer	Bar	Response	%
1	0 %		14	9.21%
2	0,01 - 0,2 %		9	5.92%
3	0,2 - 0,5 %		9	5.92%
4	0,5 - 1 %		10	6.58%
5	1 - 2 %		18	11.84%
6	2 - 3 %		6	3.95%
7	3 - 4 %		0	0.00%
8	4 - 5 %		0	0.00%
9	5 - 6 %		2	1.32%
10	Vet ikke		84	55.26%
	Total		152	100.00%

Spørsmål 3: Hvilke typer fond har du investert i?

#	Answer	Bar	Response	%
1	Aktive fond		35	26.12%
2	Passive fond		39	29.10%
3	Begge deler		24	17.91%
4	Vet ikke		36	26.87%
	Total		134	100.00%




Spørsmål 4: Hvor enig er du i påstandene nedenfor?

#	Question	Helt uenig	Litt uenig	Nøytral	Litt enig	Helt enig	Response	Average Value
1	Det lønner seg med aktive fond som kjøper og selger aksjer basert på egne analyser	13	25	47	31	17	133	3.11
2	Det lønner seg med passive fond som følger markedsutviklingen	6	10	54	38	24	132	3.48
3	Hvilken avkastning et fond har hatt i fortiden har mye å si når jeg velger fond	9	11	25	49	38	132	3.73
4	Kostnadene i et fond har mye å si når jeg velger fond	4	6	22	47	52	131	4.05
5	Kundeservice er viktig for meg når jeg velger fond	17	16	24	25	51	133	3.58
6	Fondets risiko er viktig når jeg velger fond	1	5	16	49	61	132	4.24
7	Jeg foretrekker fond som stammer fra selskaper jeg har hørt om	8	14	27	42	41	132	3.71
8	Jeg har god kunnskap om aksje- og fondsinvesteringer	36	34	32	24	7	133	2.49
9	Nivået på forvaltningsgebyrene jeg betaler gjenspeiler avkastningen jeg får fra mine fond	25	25	53	23	4	130	2.66

Spørsmål 5: Hvor ofte evaluerer du forvaltningsgebyrene i dine fond?

#	Answer	Bar	Response	%
1	Flere ganger i året		27	20.61%
2	Årlig		25	19.08%
3	Sjeldnere enn en gang i året		17	12.98%
4	Sjeldnere enn annen hvert år		2	1.53%
5	Nesten aldri		25	19.08%
6	Aldri		35	26.72%
	Total		131	100.00%

Spørsmål 6: Har du mottatt rådgivning i forbindelse med sparing i fond eller aksjer?

#	Answer	Bar	Response	%
1	Ja		69	36.51%
2	Nei		118	62.43%
3	Vet ikke		2	1.06%
	Total		189	100.00%




Spørsmål 7: Hvis ja, fra hvem? (Mulig å velge flere alternativer)

#	Answer	Bar	Response	%
1	Banken		53	76.81%
2	Selvstendig rådgiver		4	5.80%
3	Venner/familie		17	24.64%
5	Fondsforvalter		9	13.04%
	Total		83	100.00%



Spørsmål 8: Hvordan foregikk rådgivningen?

#	Answer	Bar	Response	%
1	Personlig, mail, telefon etc.		62	92.54%
2	Gjennom internettrådgivning		5	7.46%
	Total		67	100.00%

Spørsmål 9: Fulgte du rådene du fikk?

#	Answer	Bar	Response	%
1	Ja		35	51.47%
2	Delvis		23	33.82%
3	Nei		10	14.71%
	Total		68	100.00%


Spørsmål 10: Var rådgiveren(e) dine uavhengig(e) eller ikke?

#	Answer	Bar	Response	%
1	Uavhengig		10	14.93%
2	Ikke-uavhengig		30	44.78%
3	Vet ikke		23	34.33%
4	Har både uavhengige og ikke-uavhengige rådgivere		4	5.97%
	Total		67	100.00%







Spørsmål 11: I hvilken grad er du enig i følgende påstander

#	Question	Helt uenig	Litt uenig	Nøytral	Litt enig	Helt enig	Vet ikke	Response	Average Value
1	Min rådgiver baserer sine råd kun på hva som er best for meg	11	23	23	24	17	71	169	4.34
2	Dersom jeg vet at min rådgiver ikke er uavhengig svekker det min tillit til rådgiveren	17	11	19	44	65	14	170	4.01
3	Jeg er villig til å betale mer for å motta råd fra en uavhengig rådgiver	27	16	28	54	29	17	171	3.54
4	Jeg har basert mine beslutninger om fondsinvesteringer på råd fra en ikke-uavhengig rådgiver	30	7	28	9	21	75	170	4.23
5	Jeg stoler på rådene jeg får gjennom internettrådgivning	32	23	35	43	16	22	171	3.32
6	Det er viktig for meg at rådgiveren er en kjent aktør	23	15	32	37	51	12	170	3.67



Spørsmål 12: Se for deg følgende scenario: Du ønsker å sette 100 000 kroner inn i langsiktig fondssparing. Hvor mye ekstra ville du vært villig til å maksimalt betale årlig for en uavhengig rådgiver sammenlignet med en ikke-uavhengig rådgiver?

#	Answer	Bar	Response	%
1	0 kroner		44	26.04%
2	500 kroner		39	23.08%
3	1000 kroner		49	28.99%
4	1500 kroner		13	7.69%
5	2000 kroner		12	7.10%
6	2500 kroner		3	1.78%
7	3000 kroner		5	2.96%
8	3500 kroner		3	1.78%
9	> 3500 kroner		1	0.59%
	Total		169	100.00%




Spørsmål 13: Alder

#	Answer	Bar	Response	%
1	18-25		38	21.71%
2	26-36		41	23.43%
3	37-46		30	17.14%
4	47-56		34	19.43%
5	57-66		21	12.00%
6	67-76		11	6.29%
7	> 77		0	0.00%
	Total		175	100.00%









Spørsmål 14: Kjønn

#	Answer	Bar	Response	%
1	Mann		96	54.86%
2	Kvinne		79	45.14%
	Total		175	100.00%

Spørsmål 15: Utdanningsnivå

#	Answer	Bar	Response	%
1	Høyskole/universitet		149	85.14%
2	Videregående skole		23	13.14%
3	Ungdomsskole		3	1.71%
	Total		175	100.00%

Spørsmål 16: Hvor mye har du plassert i fond/aksjer?

#	Answer	Bar	Response	%
1	< 50 000 kroner		60	36.14%
2	50 000 - 150 000 kroner		48	28.92%
3	150 000 - 250 000 kroner		15	9.04%
4	250 000 - 500 000 kroner		23	13.86%
5	500 000 - 750 000 kroner		4	2.41%
6	750 000 - 1 000 000 kroner		6	3.61%
7	1 000 000 - 1 500 000 kroner		1	0.60%
8	> 1 500 000 kroner		9	5.42%
	Total		166	100.00%