



**KREDITILSYNET**  
The Financial Supervisory Authority of Norway

Det norske sparemarkedet:

# Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter

En utredning gjort av Kredittilsynet på oppdrag fra  
Finansdepartementet

4. november 2008

**Kredittilsynet**

Tlf. 22 93 98 00

[post@kredittilsynet.no](mailto:post@kredittilsynet.no)

[www.kredittilsynet.no](http://www.kredittilsynet.no)



## Innhold

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Mandat, innledning og sammendrag</b>   | <b>5</b>  |
| 1.1. Mandat  | 5         |
| 1.2. Innledning og sammendrag  | 6         |
| <b>2. Oversikt over sparemarkedet</b>  | <b>8</b>  |
| 2.1. Sparemarkedets produkter  | 8         |
| 2.2. Sparemarkedets aktører  | 8         |
| 2.3. Kvalitative trekk ved etterspørselssiden i sparemarkedet  | 8         |
| 2.4. Kvantitative trekk ved etterspørselssiden i sparemarkedet:<br>husholdningenes sparing                     | 10        |
| 2.5. Sammensetningen av husholdningenes sparing  | 10        |
| 2.6. Husholdningenes sparing i Norge sammenlignet med øvrige nordiske land                                     | 12        |
| 2.7. Nærmere om bankinnskudd og utlån  | 12        |
| 2.8. Nærmere om strukturerte produkter   | 14        |
| 2.9. Nærmere om forsikringsprodukter   | 15        |
| <b>3. Fakta om verdipapirfond</b>  | <b>17</b> |
| 3.1. Fondstyper  | 17        |
| 3.2. Datakilder  | 17        |
| 3.3. Hovedtall om fond og forvaltning i det norske markedet  | 18        |
| 3.4. Kunder og kapital i norske fond   | 18        |
| 3.5. Kundens kostnader: priser og gjennomsnittspriser i<br>verdipapirfondsmarkedet                             | 19        |
| 3.6. Prisspredning i likeartede verdipapirfond   | 22        |
| 3.7. Priser og prisspredning på fondsforvaltning i utvalgte land   | 25        |
| 3.8. Om likviditet og innlåsende mekanismer i fond   | 26        |
| 3.9. Særlig om fond fra Luxemburg og Irland  | 26        |
| 3.10. UCITS-regelverket gir rett til markedsadgang i Norge   | 27        |
| <b>4. Verdipapirfond i konkurranse mot andre spareprodukter<br/>    som består av finansielle instrumenter</b> | <b>28</b> |
| 4.1. Spareprodukter som verdipapirfond særlig antas å konkurrere med   | 28        |
| 4.2. Kvalitative trekk ved tilbudssiden i sparemarkedet  | 28        |
| 4.3. Markedsføring av spareproduktene forventede avkastning  | 30        |
| 4.4. Spareadferden i finansielle instrumenter  | 31        |
| 4.5. Konkurransen i sparemarkedet  | 32        |
| <b>5. Markedet for verdipapirfond</b>  | <b>35</b> |
| 5.1. Historikk   | 35        |
| 5.2. Trekk ved dagens norske verdipapirfondsmarked   | 36        |
| 5.3. Betydningen av ulike priser   | 37        |
| 5.4. Om stordriftsfordeler i verdipapirfond  | 38        |
| 5.5. Differensiert forvaltningsgodtgjørelse  | 41        |
| 5.6. Fusjon av verdipapirfond  | 42        |
| <b>6. Konklusjoner og forslag til regulering</b>   | <b>43</b> |
| 6.1. Asymmetrisk informasjon i sparemarkedet – Kredittilsynets tiltak<br>for bedre informasjon                 | 43        |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>6.2. Stordriftsfordeler</b>   | <b>44</b> |
| <b>6.3. Ulik pris eller rett til tegning for alle</b>                              | <b>45</b> |
| <b>6.4. Likviditet og flyttehindringer i norske fond</b>                           | <b>46</b> |
| <b>Ordliste og definisjoner</b>  | <b>47</b> |
| Verdipapirfond   | 47        |
| Forskjellen mellom indeksforvaltede (passivt forvaltede) og aktivt forvaltede fond | 47        |
| Aksjefond  | 47        |
| Rentefond  | 47        |
| Obligasjonsfond  | 48        |
| Pengemarkedsfond   | 48        |
| Kombinasjonsfond   | 48        |
| ETF, fond hvor andelene kan handles over børs                                      | 48        |
| Prinsipal-agent-problemet  | 49        |
| <b>Vedlegg 1: Prisspredning, norske og svenske fond</b>                            | <b>50</b> |
| <b>Vedlegg 2: Prisspredning i ulike fondsklasser og land</b>                       | <b>54</b> |
| Kombinasjonsfond   | 54        |
| Pengemarkedsfond   | 56        |
| Obligasjonsfond  | 58        |
| <b>Vedlegg 3: Prisspredning på forvaltning av aksjefond i utvalgte land</b>        | <b>60</b> |

# 1. Mandat, innledning og sammendrag

## 1.1. Mandat

I brev av 29. januar 2008 ga Finansdepartementet følgende oppdrag til Kredittilsynet:

*Finansdepartementet og Kredittilsynet ønsker å legge til rette for at sparemarkedet fungerer godt. For å nå målsettingen har en i ulike sammenhenger lagt vekt på at de ulike delmarkeder for ulike spareprodukter er transparente for kundene, og at bytte av leverandør og spareprodukt kan foregå uten unødige hindringer.*

*Det norske verdipapirfondsmarkedet utgjør en viktig del av det norske sparemarkedet, og det er viktig at dette delmarkedet fungerer effektivt. I den sammenheng ber vi Kredittilsynet:*

*1. Vurdere hvilke spareprodukter verdipapirfond særlig må antas å konkurrere med, og i hvilken grad investor enkelt (bl.a. uten innlåsende gebyrer m.v.) kan flytte fra slike alternative spareprodukter til verdipapirfond og vice versa. Det bes videre om en tilsvarende vurdering av i hvilken grad investor effektivt (bl.a. uten innlåsende gebyrer m.v.) kan flytte mellom ulike verdipapirfond (tilbudt av både ulike og av samme forvaltningsselskap).*

*2. Utarbeide en oversikt over forvaltningsgodtgjørelse, tegnings- og innløsningskostnader i norskregistrerte verdipapirfond.*

*Det bes om at Kredittilsynet sammenlikner disse kostnadene med tilsvarende kostnader i verdipapirfondsmarkeder som det kan være naturlig å sammenlikne det norske fondsmarkedet med.*

*3. Vurdere om det er stordriftsfordeler i verdipapirfondsmarkedet og hva disse eventuelt består i.*

*Som et ledd i vurderingen bes Kredittilsynet gi en oversikt over antall norskregistrerte verdipapirfond, antall forvaltningsselskap, gjennomsnittlig og samlet forvaltningskapital i disse fondene, samt innslaget av utenlandske investorer i de norskregistrerte fondene.*

*Det bes om at tilsvarende tall innhentes fra land det er naturlig å sammenlikne det norske verdipapirfondsmarkedet med.*

*4. Vurdere om det er andre forhold som i vesentlig grad kan belyse konkurransen og effektiviteten i det norske verdipapirfondsmarkedet. I tilfelle bes Kredittilsynet supplere oversikten med relevante opplysninger.*

*5. Vurdere om det er behov for tiltak – herunder regler – som kan bedre konkurransen og effektiviteten i det norske verdipapirfondsmarkedet. Det bes i den sammenheng om en vurdering av om offentligrettslige tiltak kan legge til rette for at eventuelle stordriftsfordeler utnyttes mer effektivt, uten at dette rammer konkurransen eller investorene.*

*Ved vurdering av mulige tiltak bes det om at det legges særlig vekt på at markedet skal fungere godt også for kunder som investerer mindre beløp.*

## 1.2. Innledning og sammendrag

Mandatet er som nevnt å vurdere det norske sparemarkedet med særlig vekt på verdipapirfondsmarkedet som delmarked. Det skal gis en vurdering av konkurransen og effektiviteten i det norske verdipapirfondsmarkedet, og hvilke spareprodukter verdipapirfond antas å konkurrere med. Kredittilsynet mener at omfanget av sparing i fond er sterkt påvirket av tilbudet av konkurrerende produkter og endringer i markedsføringen av spareprodukter. Det er nødvendig å se på de tilstøtende delmarkedene og inntektsdelingen mellom produksjons- og distribusjonsleddet for å få kunnskap om konkurransen og effektiviteten i verdipapirfondsmarkedet.

For Kredittilsynet er det naturlig å se utredningen i forhold til ett av de to hovedmålene i vår strategi, ”gjennom tilsyn med institusjoner og markeder, å bidra til finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Bak målene ligger det viktige samfunnsøkonomiske hensyn og ønske om å beskytte forbrukere og investorer. Finansiell stabilitet og velfungerende markeder er nødvendig for økonomisk vekst og sysselsetning, som igjen er en forutsetning for høy velferd og gode levekår”. Det vil særlig være målet om velfungerende markeder som står sentralt i forhold til utredningens innhold.

Gjeldende norsk regelverk for verdipapirfond er i stor grad hentet fra EUs rettsregler som Norge etter EØS avtalen er forpliktet til å gjennomføre. Viktige hensyn bak regelverket er naturlig nok å sikre investorenes, og særlig mindre investorers interesser. Strengt krav til informasjon om det enkelte fond, verdsettelse av fond, åpenhet om provisjonsstruktur og oppbevaring av underliggende formuesmasse er eksempler på dette. Forvaltningsselskapet er dessuten underlagt krav til god forretningsskikk og ivaretagelse av kundens interesse på områder hvor det kan være interessekonflikter. Verken utformingen av regelverket eller praktiseringen av det er imidlertid fullt ut harmonisert med resten av Europa. Det er rom for, og lagt opp til, en viss grad av nasjonale tilpasninger.

Utredningen peker på at verdipapirfond som investeringsalternativ de senere år har møtt sterk og økende konkurranse fra andre spareprodukter. Til forskjell fra verdipapirfond har de konkurrerende produktene ikke vært underlagt samme grad av produktregulering. En del av produktene er teknisk kompliserte og vanskelig forståelige selv for relativt innsiktsfulle investorer. Forventet avkastning og risiko har til dels vært vanskelig å forstå og dessuten dårlig kommunisert i markedsføringen. Det er grunn til å anta at heller ikke salgs- og markedsføringspersonalet har hatt tilstrekkelig forståelse av produktene. I tillegg har likviditeten i plasseringene til dels vært svært dårlig sammenliknet med verdipapirfond, noe mange ukyndige investorer ikke har oppfattet.

Et svært viktig trekk i utviklingen i sparemarkedet er en økende arbeidsdeling mellom produksjons- og salgsløddet. Dette gjør seg gjeldende ved at verdipapirfond og andre spareprodukter markedsføres gjennom andre avdelinger eller foretak enn de som produserer eller tilrettelegger produktene. Utredningen søker å belyse hvordan økonomiske incentiver for markedsføringsleddet kan påvirke hvilke produkter som anbefales investorene. Gjennom Kredittilsynets tilsynsvirksomhet har det vært påvist tilfeller hvor foretak som driver investeringsrådgivning og formidling av spareprodukter, har ivaretatt hensynet til egen inntjening ved å anbefale spareprodukter som gir dem høy fortjeneste på bekostning av investorenes interesser. Det drøftes også i hvilken grad økende økonomisk kompensasjon til markedsføringsleddet påvirker de samlede kostnader knyttet til salg og markedsføring av verdipapirfond. Dette er kostnader som påvirker investorenes nettoavkastning. Det er

Kredittilsynets inntrykk at både uavhengige rådgivere og banker har prioritert salg av produkter med høy lønnsomhet for salgsleddet, noe som har medført mindre anbefalinger om bankinnskudd og verdipapirfond enn det som er naturlig.

Den alminnelige sparer har normalt ikke spesifikk kunnskap om investeringsvirksomhet. Bankinnskudd er ofte plasseringsalternativet for sparepengene. For å få tilgang til andre produkter er det ofte nødvendig å innhente råd fra noen som har slik kunnskap, i praksis banker og verdipapirforetak. Dette informasjonsfortrinnet kan en tjenesteleverandør utnytte til egen fordel.

For at sparemarkedet skal fungere godt må sparerne motta en andel av avkastningen på sine sparepenger som oppfattes som rettmessig, og tjenesteleverandørene må ha det nødvendige handlingsrom for å drive næringsvirksomhet. Hva som er «rettmessig andel» er ikke enkelt å fastslå, og tilsvarende er «riktig» pris ingen eksakt størrelse. I et samfunnsøkonomisk perspektiv kan det imidlertid være en ledetråd at prisen bør være den som fremkommer når det samfunnsøkonomiske overskuddet er maksimert og effektivitetstapene er brakt til et realiserbart minimum. Her beveger man seg imidlertid inn i et felt hvor det kan være lettere å finne teoretiske enn praktiske løsninger. I praksis kan det ofte virke som om de samlede kostnadene ved investering i verdipapirfond (summen av etablerings-, forvaltnings- og innløsningskostnader) framstår som høye i forhold til den merverdi fondene kan gi sammenholdt med risikofrie innskuddsprodukter.

Departementet har bedt kredittilsynet om en utredning av markedet for verdipapirfond og eventuelle forslag til regulering i dette markedet. Kredittilsynet legger til grunn at reguleringsinngrep bør rettes mot eller så nær selve markedssvikten som mulig, for å aktivisere markedsmekanismer som er forenlige med myndighetenes mål og som medvirker til størst mulig samfunnsøkonomisk overskudd.

I utredningen trekkes det frem enkelte begrensede forslag til regelendringer som i første rekke er egnet til å effektivisere verdipapirfondsforvaltningen, basert på en antagelse om at virksomheten nyter godt av stordriftsfordeler. I tillegg pekes det på at ytterligere oppfølging av enkelte rettsregler, spesielt krav til god forretningsskikk i tilknytning til investeringsrådgivning, kan være egnet til å skjerme verdipapirfond mot urettmessig konkurranse.

Rapporten er bygget opp slik:

- kapittel 2 gir en oversikt over det norske sparemarkedet, med produkter, aktører og spareadferden i et makroøkonomisk perspektiv. Kapitlet redegjør også for de største spareproduktene bankinnskudd og utlån, strukturerte produkter og forsikringsprodukter
- kapittel 3 beskriver hovedtallene i delmarkedet for verdipapirfond
- kapittel 4 beskriver konkurransen mellom verdipapirfond og andre spareprodukter som består av finansielle instrumenter, da det er disse spareproduktene Kredittilsynet antar at verdipapirfond konkurrerer med i sterkest grad
- kapittel 5 beskriver hovedtrekk i delmarkedet for verdipapirfond
- kapittel 6 avslutter med konklusjoner og forslag til regulering i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter som består av finansielle instrumenter

## 2. Oversikt over sparemarkedet

### 2.1. Sparemarkedets produkter

Det norske sparemarkedet har følgende hovedgrupper av produkter:

- Bankinnskudd
- Obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter
- Aksjer og grunnfondsbevis
- Pensjonsprodukter og forsikringsspareprodukter, herunder Unit Link
- Andeler i verdipapirfond
- ETF'er, dvs. børshandlede verdipapirfond
- Derivater, herunder opsjoner og warrants (lange opsjoner)
- Eiendom
- Strukturerte produkter
- Syndikerte produkter innen eiendom, shipping og infrastruktur
- Hedgefond eller Spesialfond
- Private Equity-fond og Venturefond

### 2.2. Sparemarkedets aktører

Sparemarkedet har tre hovedgrupper av aktører:

- Spareren, dvs. personkunden eller den institusjonelle investor, som velger seg eller gir et oppdrag om plassering av kapital med avkastning som mål. Spareren utgjør etterspørselssiden i markedet.
- Produsenten, som utvikler spare- og investeringsprodukter for markedet og har behov for bred distribusjon av sine produkter. Produsenten danner tilbudssiden i markedet.
- Distributøren, (den samme som tidvis omtales som «rådgiveren») som opptrer som agent overfor spareren når han får et oppdrag om å gi råd om plassering av sparepenger. Distributøren opptrer også som agent for produsenten hvis han tar oppdrag om å markedsføre og formidle salg av spareproduktene til potensielle kunder. Distributøren er en del av tilbudssiden i markedet overfor spareren, mens han utgjør en del av etterspørselssiden overfor produsenten<sup>1</sup>. Det er vanlig å betegne distributøren som mellommann.

### 2.3. Kvalitative trekk ved etterspørselssiden i sparemarkedet

Husholdningene utgjør den endelige etterspørselssiden i sparemarkedet, og i makroøkonomisk perspektiv er det vanlig kun å se på husholdningene når man ser på spreadferden i en økonomi. Som sluttbruker av sparetjenester kan imidlertid husholdningene delegere forvaltningen av sparepengene til en profesjonell part, som et pensjonsfond eller en personlig forvalter. For tilbyderne i sparemarkedet kan derfor etterspørselssiden i sparemarkedet deles

---

<sup>1</sup> Økonomisk sett står vi overfor et «common agency»-problem når en agent tjener flere prinsipaler. Common agency betyr kort beskrevet at det oppstår en ekstern effekt, en markedssvikt, ved at den ene prinsipalen ikke tar innover seg hvilke kostnader den andre prinsipalen utsettes for. Den ene kan påføre den andre skade uten å måtte erstatte det, eller den ene kan høste en gevinst som følge av den andres handling, uten å måtte godtgjøre det. Problemet er ganske komplisert, men det eksisterer teoretiske forslag til løsning i det som kalles «three player mechanism design».



inn i to hovedgrupper: Den ene er de profesjonelle (institusjonelle) investorene som forvalter en større formuesmasse på vegne av en eller flere eiere eller rettighetshavere. Den andre gruppen er husholdningene selv, som oftest kommer som personkunder med en mindre formuesbeholdning som de ønsker plassert i sparemarkedet over kortere eller lengre tid.

I sparemarkedet er det mange alternative spareprodukter å velge mellom, og bankinnskudd, verdipapirfond, pensjons- og forsikringsprodukter er kjente produkter for de fleste. Disse produktene kan spenne fra de helt enkle til de mer kompliserte. I de senere år er det også blitt utviklet mange spareprodukter som består av finansielle instrumenter, og disse produktene er som oftest kompliserte. Det kan være vanskelig selv for en profesjonell investor å vurdere produktets vesentlige karakteristika, som risiko, likviditet og forventet avkastning.

Profesjonelle aktører har vanligvis kunnskaper som gjør at de kan fatte kvalifiserte beslutninger om sparing og investering, men mange personkunder har ikke slik kunnskap, selv om de kan ha betydelige midler som de ikke ønsker å konsumere nå, men spare for å konsumere i en senere periode. «Husholdningenes økonomiske marginer<sup>2</sup> har økt siden 1987<sup>3</sup>, og det har vært økt etterspørsel<sup>4</sup> etter sparemuligheter fra husholdningenes side» skriver Norges Bank. Tilbyderne i dette markedet kan med andre ord anta at det er et godt forretningsmessig grunnlag for utvikling, produksjon og salg av spareprodukter.

For sparerer er det tre kriterier som avgjør kvaliteten på et spareprodukt. Det er:

- forventet avkastning, fratrukket kostnader og skatter
- risiko
- likviditet

Det er rimelig å anta at den profesjonelle aktør, som en institusjonell investor, har god innsikt i disse tre kriterier og vurderer dem nøye når hun skal fatte en investeringsbeslutning. Men siden innsikt i disse tre kriteriene krever forholdsvis omfattende og kvalifisert informasjon, kan vi ikke anta at personkunder og husholdninger er i stand til å vurdere spareprodukter like profesjonelt. I kapittel 4 og 6 omtales erfaringer som indikerer at personkundenes investeringsbeslutninger ikke på langt nær er like informerte som de profesjonelles. Kredittilsynet har avdekket flere tilfeller hvor sparere har investert i spareprodukter som har svært dårlig kvalitet målt mot disse tre kriteriene.

Ettersom det er blitt utviklet mer kompliserte spareprodukter, har også den enkelte personkunde måttet ta stilling til hvorvidt hun vil investere i slike når hun har vært i kontakt med sin lokale bank eller en annen sparerådgiver. En sparer trenger mye og god informasjon om markedets alternative spareprodukter hvis hun skal gjøre et godt og kvalifisert plasseringsvalg. Dette informasjonsbehovet på etterspørselssiden gir et kommersielt grunnlag for investeringsspesifikk informasjon som egen forretningsvirksomhet. Dette behandles nærmere i kapittel 4.

Nettopp fordi mange av de aktuelle spareproduktene er kompliserte og krever spesifikk kunnskap for å bli forstått, kan det for den enkelte sparer være umulig å etterprøve kvaliteten på den informasjonen eller rådgivningen hun er gitt, enten det er fra den lokale bankfilialen

---

<sup>2</sup> «Økonomiske marginer» er her definert som det husholdningene sitter igjen med av likvide midler etter at utgifter til lån og alminnelige levekostnader er dekket.

<sup>3</sup> Jfr. Vatne, Bjørn Helge, «Hvor store økonomiske marginer har husholdningene», Penger og kreditt 3/2006.

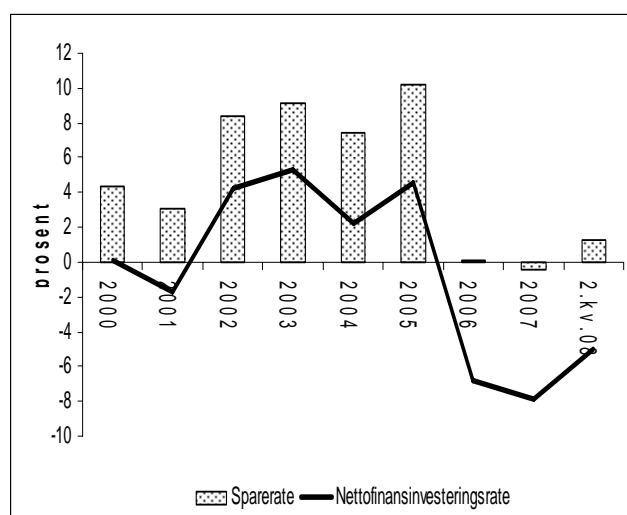
<sup>4</sup> Norges Bank, Finansiell stabilitet 1/2000, punkt 7.1 sier følgende: "...skjedd endringer på etterspørselssiden. Demografiske endringer innebærer blant annet en dreining mot økt etterspørsel etter langsiktige spareprodukter." 24. juni 2008, på [http://www.norges-bank.no/Templates/Report\\_45771.aspx](http://www.norges-bank.no/Templates/Report_45771.aspx)

eller fra et annet foretak. Derfor lider deler av sparemarkedet under den markedssvikten som heter *asymmetrisk informasjon*. Denne rapporten behandler ulike typer markedssvikt i sparemarkedet mer detaljert i kapitlene 3, 4, 5 og 6.

## 2.4. Kvantitative trekk ved etterspørselssiden i sparemarkedet: husholdningenes sparing

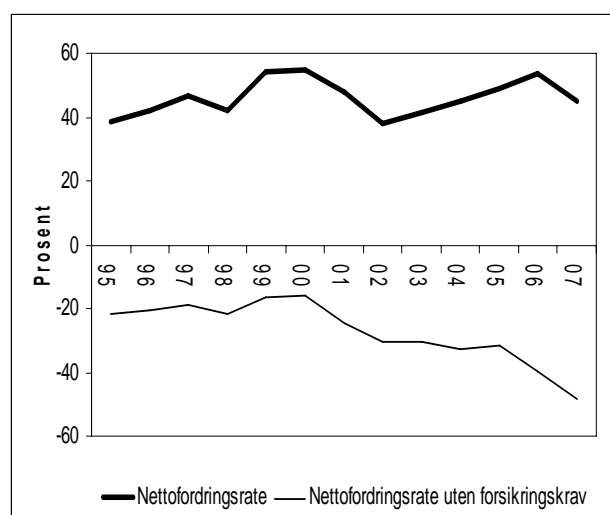
Husholdningenes sparerate (sparing målt som andel av disponibel inntekt) falt fra 10,2 prosent i 2005 til 0,1 prosent i 2006 etter å ha ligget på et relativt høyt nivå siden 2002. Spareraten var negativ de to siste kvartalene av 2006, og noe av nedgangen kan forklares i nedgang i mottatt aksjeutbytte. Dette underbygges av at fallet i spareraten uten aksjeutbytte er lavere enn fallet i den offisielle spareraten. Husholdningenes sparerate var -0,4 prosent i 2007. For andre kvartal 2008 er husholdningenes sparerate beregnet til 1,3 prosent. Dette er en nedgang i forhold til kvartalet før (3,3 prosent), men høyere enn spareraten for 1. kvartal 2007, som var negativ.

Husholdningenes sparerate og nettofinansinvest. i prosent av disponibel inntekt.



Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Husholdningenes nettofordringer, med og uten forsikringskrav i prosent av disponibel inntekt



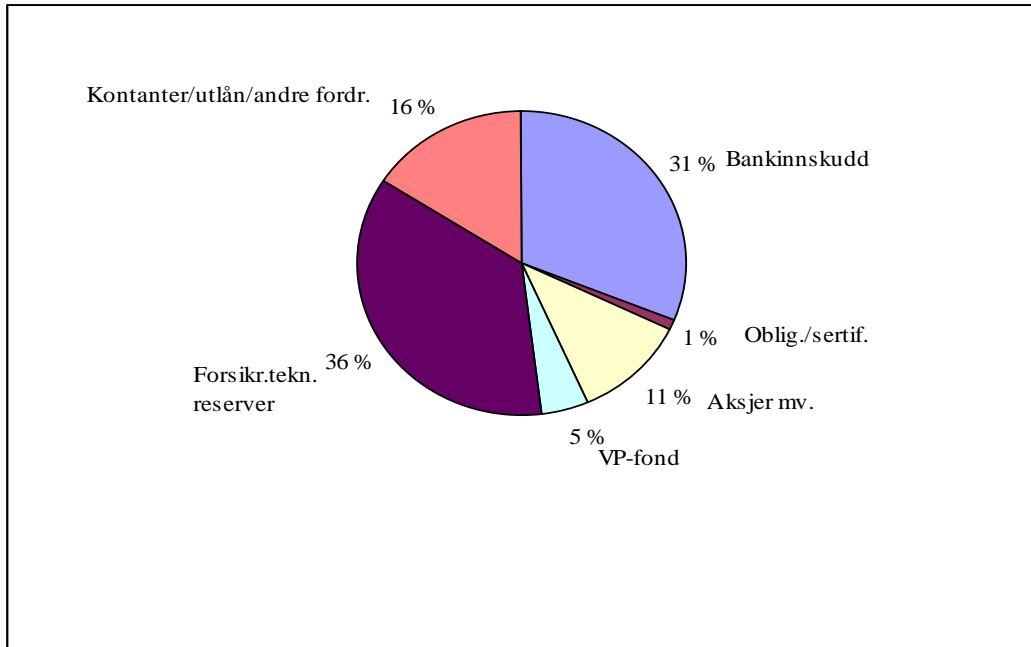
Husholdningenes nettofinansinvesteringer reflekterer endringen i husholdningenes finanssparing, og beskriver således utviklingen i det norske sparemarkedet eksklusiv den sparing som finner sted i eiendom. Tall fra institusjonelt nasjonalregnskap viser fallende nettofinansinvesteringer for husholdningene fra 2006 til 2007. Utviklingen i nettofinansinvesteringene påvirkes fortsatt av overgang til nye skatteregler for utbyttebeskatning gjeldende fra 2006. Dette førte til store utbytteutbetalinger som igjen ble reinvestert i norske selskaper, for senere å bli hentet ut gjennom nedskrivning av aksjekapital. Etter en svak økning i første kvartal avtok husholdningenes nettofinansinvesteringer igjen i andre kvartal 2008. Netto finansinvesteringene har vært negative siden 2006 og gjenspeiler at husholdningenes låneopptak samlet sett har vært større enn deres finanssparing i denne perioden. Økte avsetninger til forsikringsreserver og utflating i låneopptakene er hovedårsaken til den økte finansielle sparingen.

## 2.5. Sammensetningen av husholdningenes sparing

Ved utgangen av juni 2008 hadde husholdningene (inkl. ideelle organisasjoner) 2 411 mrd. kroner i finansielle fordringer, etter en årlig vekst på rundt 10 prosent hvert av årene 2003-

2007. Norske husholdningers finansielle sparing domineres av ulike typer forsikringsprodukter og tradisjonell bank sparing. Samlet utgjør disse plasseringene to tredjedeler av husholdningenes finansielle sparing.

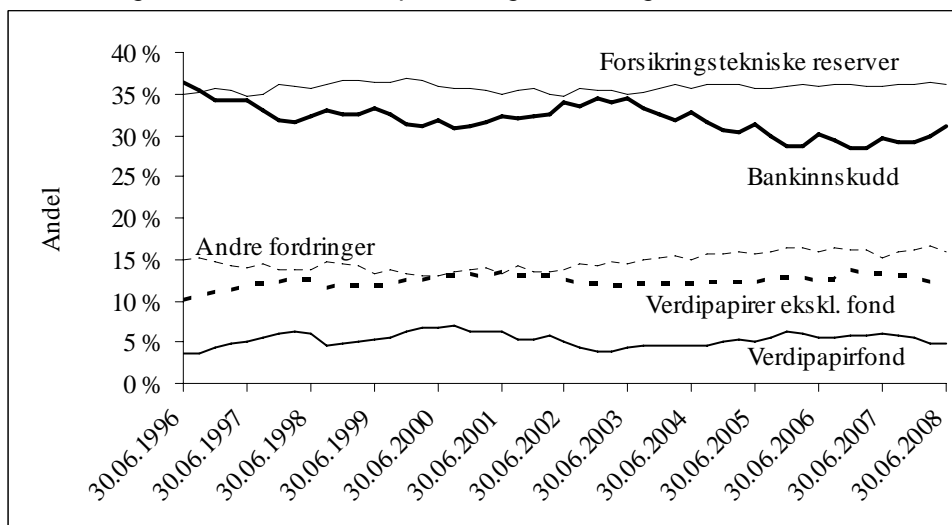
#### Husholdningenes finansielle fordringer



Kilde: SSB Finansielle sektorregnskap

Fordelingen av husholdningenes fordringer har i perioden fra 1996 til i dag ikke endret seg markant. De siste 10 årene har innskudd i banker utgjort om lag 30 prosent av totale finansielle fordringer, med en noe høyere andel tidlig på 2000-tallet. Andelen bank sparing har avtatt noe til fordel for sparing i aksjer, verdipapirfond og obligasjoner, men var fortsatt ved siden av plassering i forsikringstekniske reserver den største fordringsposten for husholdningene. En betydelig andel av husholdningenes innskudd, nær 40 prosent, står på konti som er tilgjengelige for kunden på kort varsel (uten ekstra kostnader utover vanlige transaksjonsgebyrer), på lønnskonti e.l.

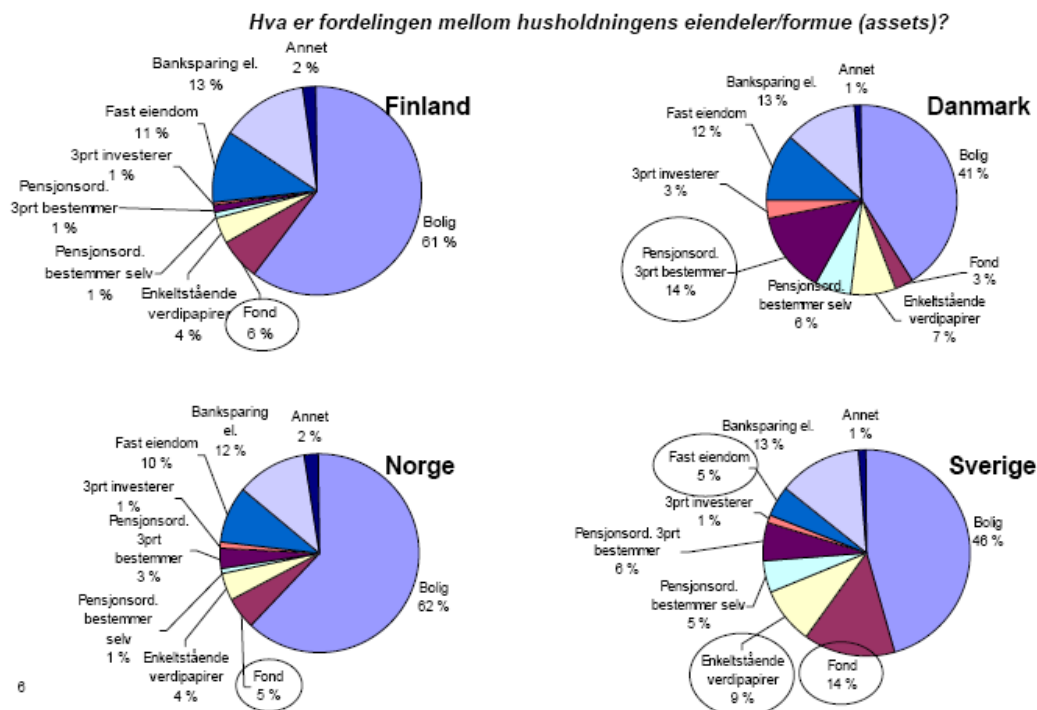
#### Husholdningenes ulike finansielle plasseringer, utvikling 1996-2008



Kilde: SSB, Finansielle sektorregnskap. "Andre fordringer" inkluderer kontanter og utlån

## 2.6. Husholdningenes sparing i Norge sammenlignet med øvrige nordiske land

Sammenlignet med de andre nordiske landene har den finansielle sparingen i norske husholdninger vært lav i perioden fra 2006 til og med første halvår 2008, og ser en på fordelingen mellom spareobjekter, ser en at norske husholdninger har en større andel av sparingen (målt som andel av disponibel inntekt) i bolig enn både svenske og danske husholdninger, men tilnærmet på samme nivå som i Finland. Ser en nærmere på finanssparingen alene, er andelen banksparing om lag på nivå med de andre nordiske landene. Ser en bort i fra Sverige, der andelen sparing i verdipapirfond og enkeltaksjer synes klart høyere enn i de øvrige landene, er fordelingen av den finansielle sparingen i Norge ikke utypisk i et nordisk perspektiv.



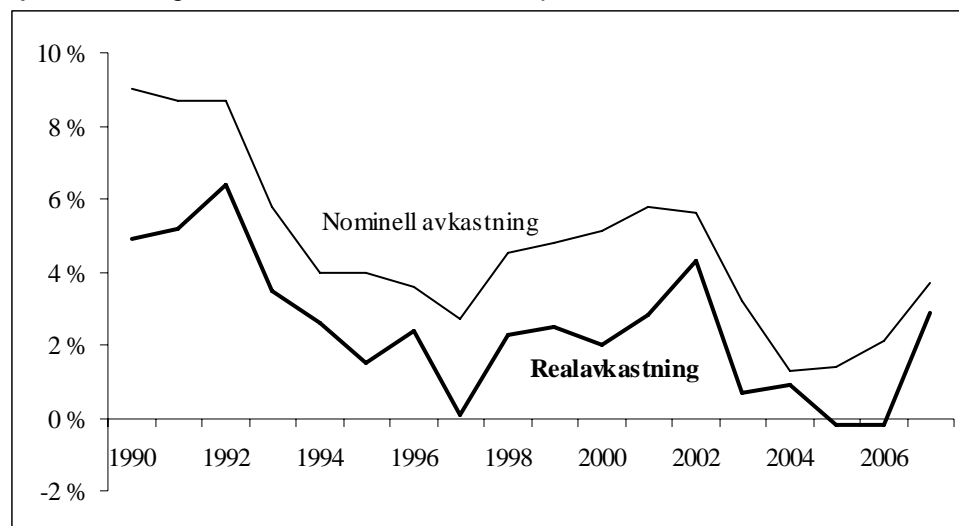
Kilde: Nordea (2007)

## 2.7. Nærmere om bankinnskudd og utlån

Norske kunder står ovenfor et betydelig antall leverandører av tradisjonelle innskuddsalternativer. Totalt opererer 148 banker i Norge, enten som juridiske enheter eller som filialer av utenlandske banker. Kun et fåtall av disse har ikke innskudd fra personkunder som et av sine hovedprodukter. Innskudd er et relativt enkelt finansielt produkt for kunden, som det ikke er krevende å skaffe seg sammenlignbar informasjon om. Flere av de største mediene publiserer regelmessige rangeringer av bankenes innskuddsvilkår, og i 2007 ble denne transparensten ytterligere forsterket ved etableringen av Finansportalen.no. Det er enkelt å flytte innskuddsmidler mellom banker og opprette kundeforhold i nye banker ettersom det store flertall av befolkningen benytter elektroniske løsninger i sin kontakt med bankene. Det ble også innført nye regler 1. mai 2008 som gjør det enda enklere å skifte bank.

Av figuren under fremgår det at avkastningen på bankinnskudd viste en synkende trend fra 1990 og fram til 2004-2005. Senere har den økt nominelt og reelt. Gjennomsnittlig avkastning over perioden var 4,7 prosent. Realavkastningen, hensyntatt endringer i konsumprisindeksen, viste et gjennomsnitt på 2,5 prosent. For årene 2005 og 2006, hvor Norges Banks styringsrente var svært lav var gjennomsnittlig realavkastning av innskudd marginalt negativ.

Gjennomsnittlig innskuddsrente, innskudd fra publikum 1990-2007

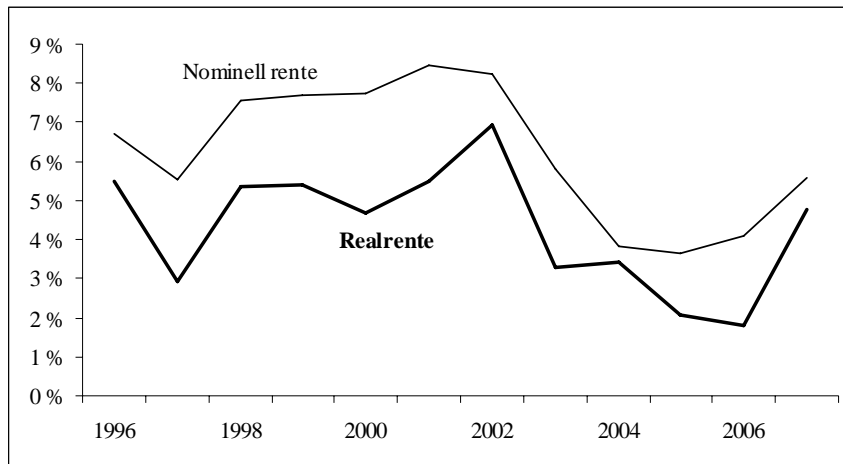


Kilde: SSB

Muligheten til å oppnå adskillig høyere avkastning enn gjennomsnittlig avkastning for alle innskudd som vist i figuren er i stor grad tilstede gjennom ulike høyrentekontoer. De siste årene har flere mindre, og/eller nystartede, banker tilbudt svært høye innskuddsrenter for å tiltrekke seg kundeinnskudd da alternativ finansiering i verdipapirmarkedet gjennom egen- og/eller fremmedkapital har vært relativt kostbart. I tiden etter starten av finansuroen sensommeren 2007 har medlemskap i den norske banksikringsordningen blitt et konkurransefortrinn i konkurransen om innskuddsmidler med den følge at flere av filialene av utenlandske banker har søkt om medlemskap. Pr. oktober 2008 er fire av de utenlandske filialene i Norge "topping-up" medlemmer av Bankenes Sikringsfond, mens ytterligere to har søknader om medlemskap til behandling. I oktober 2008 kom det i markedet flere tilbud om bankinnskuddsrenter på 7 % og høyere. Den dramatiske finansuroen som tok fart i begynnelsen av oktober kan medføre tiltak og utviklingstrekk som man ennå ikke har oversikt over.

Nedbetaling av lån vil, for mange, kunne være en alternativ spareform. For personkunder utgjøres om lag 90 prosent av bankgjeld av lån med pant i bolig. Figuren nedenfor viser utviklingen siden 1996 i gjennomsnittlig rente på nedbetalingslån med pant i bolig. Det fremkommer at nedbetaling av boliglån ville gitt en gjennomsnittlig avkastning i perioden på 6,2 prosent (4,2 prosent realrente). Det er her sett bort fra effekten av endret belåning på boliginvesteringen. For mange husholdninger vil dette bety at nedbetaling av boliglån ofte vil være den mest lønnsomme form for finanssparing.

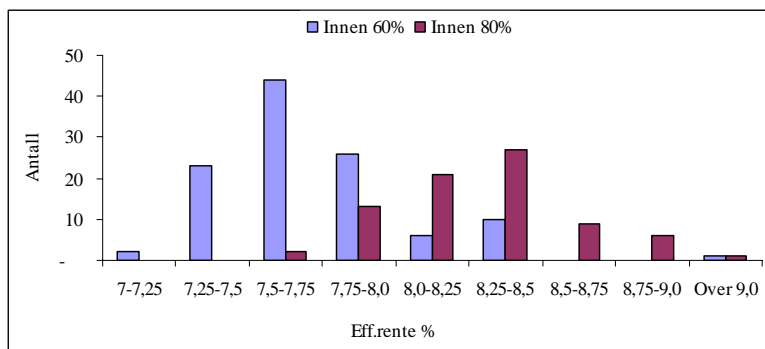
Gjennomsnittlig rente på boliglån, 1996-2007



Kilde: SSB

Figuren nedenfor viser bankenes effektive utlånsrenter per september 2008:

### Bankenes boliglånsrenter



Gj.snittlig eff. rente innenfor 60 prosent belåningsgrad 7,7 prosent  
80 prosent belåningsgrad 8,3 prosent

Kilde: Finansportalen.no, 14/10-08. Ekskl. lån med produktpakkebetingelser mv.  
Lånestørrelse 1 mill. kroner. løpetid 20 år

## 2.8. Nærmere om strukturerte produkter

Sammensatte, eller strukturerte produkter, ble introdusert på massemarkedet på midten av 1990-tallet. Med sammensatte produkter i denne sammenheng menes investeringsprodukter som består av en innskudds- eller obligasjonsdel og en derivatdel. Innskuddet eller obligasjonen danner grunnlaget for en garantert avkastning for investoren, mens derivatdelen skal generere avkastning utover det garanterte beløpet. Derivatdelen er gjerne en opsjon knyttet til indekser relatert til aksjemarkeder, valutamarkeder, råvaremarkeder, rentemarkeder m.v. og kobler således den totale avkastningen på investeringen til de samme indeksene og markedene. Særlig populære i det norske markedet var Bankinnskudd Med Aksjeavkastning.

Husholdningenes investeringer i slike produkter økte betydelig utover 2000-tallet, i hovedsak som følge av en svært aktiv markedsføring fra tilbyderne/distributørene. Omfanget nådde en topp ved utgangen av første halvår 2006, hvor det var investert om lag 50 mrd. kroner i slike produkter. Kundene valgte i svært stor grad å låne fra tilbyder for å finansiere sine

investeringer i produktene, opp mot 80 prosent av investerte midler har vært lånefinansiert. Motivasjonen for en slik gearing har vært å øke den forventede avkastningen. Produktenes kompleksitet gjorde det svært vanskelig for ikke-profesjonelle kunder å vurdere lønnsomheten ved slike investeringer. I Kredittilsynets undersøkelse fra høsten 2007, hvor de 15 mest aktive bankene på området rapporterte data om et stort antall konkrete produkter, kom det frem at den gjennomsnittlige historiske avkastning på de rapporterte produktene var om lag 4 prosent p.a. Dersom det korrigeres for at om lag 80 prosent av investeringene var lånefinansiert sank den historiske avkastningen til 2 prosent p.a. Ut fra data om de rapporterte produktene indikerte undersøkelsen derfor at investeringene i de fleste tilfeller ikke genererte meravkastning utover en risikofri investering.

Etter innstramming fra Kredittilsynet i februar 2008, hvor det i praksis ble en stans for lånefinansiering av slike produkter, og at salg av produkter normalt ikke skal skje til kunder som ikke kan anses som profesjonelle investorer, har utestående volum i banker falt betraktelig.

## 2.9. Nærmere om forsikringsprodukter

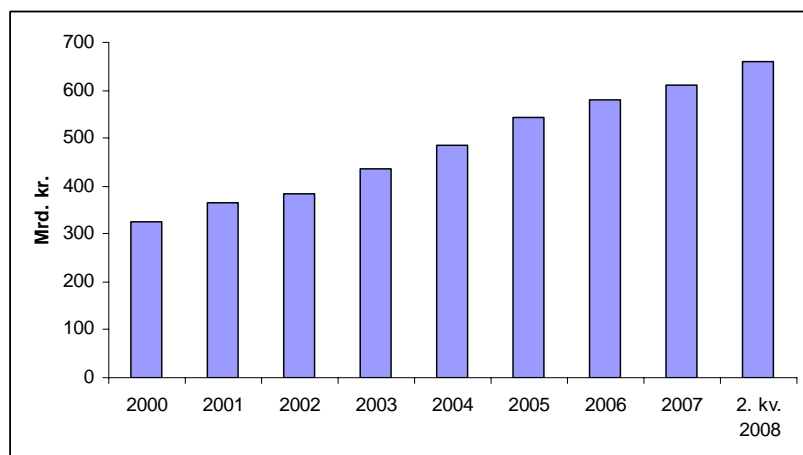
I tillegg til bank sparing utgjør forsikringsprodukter størstedelen av husholdningenes samlede sparing. De forsikringsmessige avsetningene i livsforsikringsselskapene består i stor grad av sparemidler av mer eller mindre likvid art. Enkelte forsikringsprodukter er rene risikoprodukter, mens en stor andel av forsikringsproduktene har et betydelig spareelement i tillegg til risikoelementet.

Forsikringsselskaper tilbyr både kollektive og individuelle ordninger. De kollektive ordningene består av *privat tjenstepensjon* og *obligatorisk tjenstepensjon*, både innskuddsbasert og ytelsesbasert, samt *offentlig tjenstepensjon* som er ytelsesbasert. De fleste av disse forsikringsproduktene har både et forsikringselement og et spareelement og pensjonsordningene har til hensikt å yte pensjonsmidler utover Folketrygdens alderspensjon

Individuell sparing i livsforsikring kommer i tillegg til Folketrygden og tjenstepensjon og kan deles inn i *IPS* (tidligere IPA) som er individuell pensjonssparing med skattefordel hvor beløpet bindes frem til pensjonsalder, *Livrente* som er et langsiktig spareprodukt hvor forsikringstakeren kan velge mellom investeringsvalg eller garantert ytelse, og *kapitalforsikring* som er et fleksibelt spareprodukt enten gjennom fond eller med garantert minsteavkastning. Kapitalforsikring er uten bindingstid og sparemidlene kan tas ut på dagen.

Endringer i forsikringsloven har åpnet for at aktørene kan tilby et langt bredere produktspekter enn tidligere og nye livsforsikringsprodukter har mange likhetstrekk med annen langsiktig finansiell sparing, særlig fondssparing. Dette har bidratt til økt konkurranse mellom fondsforvaltning og livsforsikringsprodukter med betydelig sparedel. Forsikringsprodukter oppleves imidlertid som mer kompliserte og mindre oversiktlige enn bankinnskudd, og det er mindre grad av flytting av sparemidler mellom forsikringsselskaper enn det er mellom banker. Figuren nedenfor viser utviklingen i forsikringsforpliktelsene i livsforsikringsselskapene fra 2000 til andre kvartal 2008.

*Utvikling i forsikringsforpliktelse i livsforsikringselskapene 2000 – 2. kvartal 2008*





## 3. Fakta om verdipapirfond

### 3.1. Fondstyper

Verdipapirfond er svært forskjelligartede, men kan grupperes i ulike klasser eller typer. Denne utredningen ser på de fire hovedgruppene av verdipapirfond: aksjefond, kombinasjonsfond, pengemarkedsfond og obligasjonsfond.

Fond kan være aktivt eller passivt forvaltet. For aktivt forvaltede aksjefond forsøker forvalter enten å oppnå best mulig resultat i forhold til en indeks som fondet måles mot, eller å oppnå avkastning utover risikofri rente. Passivt forvaltede fond søker å kopiere avkastningen på den indeks fondet måles mot. Aktiv forvaltning er mer kostnadskrevenne enn passiv, og derfor er prisene på forvaltningstjenesten høyere i aktivt forvaltede fond enn i passive.

Fond kan organiseres som fond-i-fond hvor såkalte skyggefond plasseres i et hovedfond. Et skyggefonds portefølje er identisk med hovedfondets, mens minimumsinnskudd, transaksjonskostnader og forvaltningsgebyr kan variere. Vanligvis rettes fond med høye priser og små minimumsinnskudd mot personkundemarkedet mens skyggefond med ulike høye minstetegningsbeløp rettes mot ulike deler av markedet for profesjonelle investorer. Hensikten med å opprette skyggefond er at forvaltningsselskapene skal kunne tilby kunder ulike priser for å få inn mer samlet kapital og derigjennom utnytte stordriftsfordelene<sup>5</sup> som ligger i porteføljesammensettingen.

### 3.2. Datakilder

Data og statistikk om verdipapirfond i denne rapporten er hentet fra Kredittilsynets register, Verdipapirfondenes Forening og Morningstars database. Morningstar er et privat, multinasjonalt foretak som selger informasjon om finansmarkedene. Kredittilsynets register oppdaterer de aktuelle tall hovedsakelig kvartalsvis, Verdipapirfondenes forening lager egen statistikk mens Morningstar leverer dagferske finansielle rådata og et eget verktøy for å sortere og analysere den kvantitative informasjonen.

Tallstørrelsene i verdipapirmarkedet forandrer seg daglig. Tallene som presenteres her er hentet inn og bearbeidet for ulike datoer i juni og august 2008. Mange data var ferske ved bearbeiding mens noen andre er kvartalstall fra første og andre kvartal i 2008 eller fra utgangen av 2007. De ulike datautvalg er ikke plukket ut på samme måte fordi de stammer fra de tre kildene Kredittilsynet, Verdipapirfondenes Forening og Morningstar. Kvalitativt forskjellige datautvalg fører derfor til avvik mellom tall i denne rapport som gjelder samme fenomen. For eksempel oppgir Kredittilsynets register flere norske fond enn Morningstars base. Det er fordi den statlige tilsynsvirksomheten har krav på informasjon fra forvaltningsselskapene mens et privat foretak må nøye seg med data som oppgis frivillig. Morningstar har til gjengjeld flere og ferskere data der de har data. På tross av disse forskjellene er det Kredittilsynets oppfatning at tallene som presenteres i denne rapporten gir et bilde som belyser hovedtrekkene ved konkurransen og effektiviteten i verdipapirfondsmarkedene.

---

<sup>5</sup> Se punkt 5.4. om stordriftsfordeler.

### 3.3. Hovedtall om fond og forvaltning i det norske markedet

På tilbudssiden i dagens norske verdipapirfondsmarked er det i følge Kredittilsynets register 415 norskregistrerte verdipapirfond som forvaltes av 23 norske fondsforvaltningsselskap med konsesjon. I Morningstars base er det kun 355 av de 415 verdipapirfond<sup>6</sup> som er hjemmehørende<sup>7</sup> i Norge og som ligger inne med data<sup>8</sup>. Denne basen har data for å regne gjennomsnitt og se på prisstruktur i fondsgruppene. Det er ikke dermed sagt at de beregnede verdier er de sanne verdier, men de er det beste anslaget vi har funnet av de data vi har hatt tilgjengelig.

Morningstars base oppgir at i overkant av 7200 utenlandskregistrerte verdipapirfond er tilgjengelige og registrert<sup>9</sup> for salg i Norge. Av de utenlandskregistrerte fondene er 131 svenske, 69 danske, 72 engelske og 67 finske fond. De landene som har flest fond til salgs i Norge er Irland med om lag 700 og Luxemburg med nesten 5900. Det er med andre ord et betydelig innslag av internasjonale aktører i det norske fondsmarkedet. Både norske og utenlandsregistrerte fond kan være notert i norske kroner eller i annen valuta, og norskregistrerte fond konkurrerer også i andre lands hjemmemarkeder.

### 3.4. Kunder og kapital i norske fond

Ved utgangen av 2007 hadde norske kunder 366,4 milliarder kroner<sup>10</sup> innestående i verdipapirfond, fordelt med 141,6 milliarder på personkunder og 224,8 milliarder på institusjonskunder. Utenlandske kunder hadde samme år 44,4 milliarder kroner innestående i norske fond. Det samlede innskuddet var 410,8 milliarder kroner. I denne mengden inngår også innestående i utenlandsregistrerte fond som selges av norske forvaltningsselskap. Pr. 31. desember 2007 var 402,8 milliarder norske kroner innestående i norskregistrerte verdipapirfond, og differansen, 8 milliarder, skyldes at norske forvaltningsselskaper også formidler utenlandske fondsandeler. Utenlandske kunders andel av plasseringene i norske verdipapirfond utgjør omlag 10 % av forvaltningskapitalen, men er trolig konsentrert om et mindre antall fond. Kursfallene i børsuroen i oktober 2008 kan ha endret disse verdiene betydelig.

Det har skjedd en endring i fondenes kundesammensetning over tid. Det vises nærmere i punkt 5.2.

---

<sup>6</sup> Morningstars kategori heter «Open End Fund» og omfatter omtrent det samme som Kredittilsynets «norskregistrerte» fond.

<sup>7</sup> Morningstars kategori heter «domicile» og oversettes her med «hjemmehørende».

<sup>8</sup> En del forvaltningsselskap oppgir ikke data for skyggefondene sine til Morningstar.

<sup>9</sup> Country available / and registered for sale er utvalgsriteriet i databasen til Morningstar.

<sup>10</sup> Kilde: Statistikk fra Verdipapirfondenes forening, tilgjengelig på foreningens hjemmesider [http://vff.no/vff.no/Internett/Statistikk/Historikk\\_totalmarkedet/2007/filestore/Sumnorskekunder1.1-31.12.2007korrigert.xls](http://vff.no/vff.no/Internett/Statistikk/Historikk_totalmarkedet/2007/filestore/Sumnorskekunder1.1-31.12.2007korrigert.xls)

### 3.5. Kundens kostnader: priser og gjennomsnittspriser i verdipapirfondsmarkedet

Gjennomsnittsprisene for de fire hovedgruppene av norske fond fordeler seg slik tabellen nedenfor viser:

Tabell norske fond, tall fra Morningstar\*\*\*

|  | Aksjefond                 | Kombinasjonsfond       | Pengemarkedsfond         | Obligasjonsfond          |
|--|---------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>Antall fond *</b>                                 | 204                       | 33                     | 54                       | 58                       |
| <b>Gjennomsnittlig tegningsprovisjon*</b>            | 3,20                      | 1,58                   | 0,03                     | 0,14                     |
| <b>Gjennomsnittlig forvaltningsprovisjon*</b>        | 1,40                      | 1,44                   | 0,3                      | 0,38                     |
| <b>Gjennomsnittlig innløsningsprovisjon*</b>         | 0,68                      | 0,29                   | 0,02                     | 0,07                     |
| <b>Prisspredning, antall ulike forvaltningsgebyr</b> | 25                        | 12                     | 10                       | 14                       |
| <b>Gjennomsnittlig forvaltningskapital**</b>         | 1 123 mill.<br>(190 fond) | 275 mill.<br>(33 fond) | 2 258 mill.<br>(54 fond) | 1 015 mill.<br>(58 fond) |
| <b>Samlet forvaltningskapital**</b>                  | 213,5 mrd.                | 9,1 mrd.               | 121,9 mrd.               | 56,8 mrd                 |

\* Prisen/provisjonen er oppgitt som prosent av den enkelte kundes andelsverdi i fondet. Mange fond er ikke oppgitt med tegnings- eller innløsningsprovisjon. Alternative fond er ikke tatt med i denne oppstillingen.

\*\* Den observante leser vil se at samlet forvaltningskapital dividert med antall fond ikke alltid blir det oppgitte tallet for gjennomsnittlig forvaltningskapital. Dette skyldes at Morningstar har tall for forvaltningskapitalen til de fleste, men ikke alle fond. Samlet forvaltningskapital divideres derfor med det tallet som står i parentes under gjennomsnittlig forvaltningskapital.

\*\*\*Tallene i tabellen er porteføljedata som stammer fra mai til september i 2008.

Antallet fond i de ulike fondstyper inneholder både hovedfond og skyggefond som kan inngå i en fond-i-fond-struktur.

Departementet har bedt om en sammenligning med andre land som det kan være naturlig å sammenligne med. Vi ser først på Sverige, som har en økonomi som ikke er så ulik den norske. Med totalt 572 verdipapirfond har likevel Sverige færre fond per innbygger enn Norge. Tilsvarende tall som er gitt for Norge stilles opp for Sverige i tabellen nedenfor.

**Tabell svenske fond, tall fra Morningstar\*\*\***

|   | <b>Aksjefond</b>         | <b>Kombinasjonsfond</b> | <b>Pengemarkedsfond</b>  | <b>Obligasjonsfond</b>   |
|---|--------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>Antall fond</b>  | 361                      | 105                     | 33                       | 47                       |
| <b>Gjennomsnittlig tegningsprovisjon*</b>                 | 0,6<br>(189 fond)        | 1,49<br>(57 fond)       | 0,31<br>(13 fond)        | 0,24<br>(21 fond)        |
| <b>Gjennomsnittlig forvaltningsprovisjon*</b>             | 1,37                     | 1,04                    | 0,42                     | 0,53                     |
| <b>Gjennomsnittlig innløsningsprovisjon*</b>              | 0,6                      | 0,74                    | 0,07                     | 0,04                     |
| <b>Prisspredning, antall ulike forvaltningsgebyr</b>      | 43                       | 35                      | 12                       | 16                       |
| <b>Gjennomsnittlig forvaltningskapital** (målt i NOK)</b> | 1 898 mill<br>(330 fond) | 1714 mill.<br>(97 fond) | 2 494 mill.<br>(31 fond) | 1 171 mill.<br>(44 fond) |
| <b>Samlet forvaltningskapital** (målt i NOK)</b>          | 626,5 mrd                | 166,3 mrd.              | 77,3 mrd.                | 51,5 mrd.                |

\* Prisen/provisjonen er oppgitt som prosent av den enkelte kundes andelsverdi i fondet. Mange fond er ikke oppgitt med tegnings- eller innløsningsprovisjon, og antall fond hvor slike tall eksisterer står oppgitt i parentes under gjennomsnittlig tegningsprovisjon. Alternative fond er ikke tatt med i denne oppstillingen.

\*\* Som i forrige tabell gjelder det også her at gjennomsnittlig forvaltningskapital ganges med det antall fond som står i parentesen under for å komme frem til samlet forvaltningskapital.

\*\*\*Tallene i tabellen er porteføljedata som stammer fra juni 2007 til august 2008.

Tabellen viser at svenske fond har en høyere gjennomsnittlig forvaltningskapital enn de norske. Det må sees i sammenheng med det faktum at Sverige har færre fond per innbygger enn Norge.

Når det gjelder de ulike gjennomsnittspriser, ligger de svenske verdipapirfondene for det meste under de norske, men med noen unntak. Gjennomsnittsprisene i tabellene kan også gi indikasjoner på at ulike fondsklasser kan ha ulike produksjonskostnader.

Gjennomsnittlig forvaltningsprovisjon for aksjefond i en del europeiske land samt USA og Japan er gjengitt i tabellen nedenfor. Provisjonen er oppgitt som prosent av andelsverdiene.

| <b>Land</b> | <b>Gjennomsnittlig forvaltningsprovisjon</b> |
|-------------|--|
| Japan       | 0,56   |
| USA         | 0,77   |
| Danmark     | 0,84   |
| Belgia      | 0,94   |
| Nederland   | 1,13   |
| Sveits      | 1,14   |
| Tyskland    | 1,18   |
| Irland      | 1,27   |
| Finland     | 1,28   |
| England     | 1,28   |
| Australia   | 1,36   |
| Frankrike   | 1,37   |
| Sverige     | 1,37   |
| Norge       | 1,41   |
| Luxemburg   | 1,42   |
| Østerrike   | 1,60   |
| Spania      | 1,69   |
| Italia      | 1,84   |

Aksjefondene i utvalget spenner over alt fra aktivt til passivt forvaltede, og fra små til store minimumsinnskudd. Her ligger Norge som nummer 14 av 18 land når vi ordner dem fra billigst til dyrest på forvaltning.

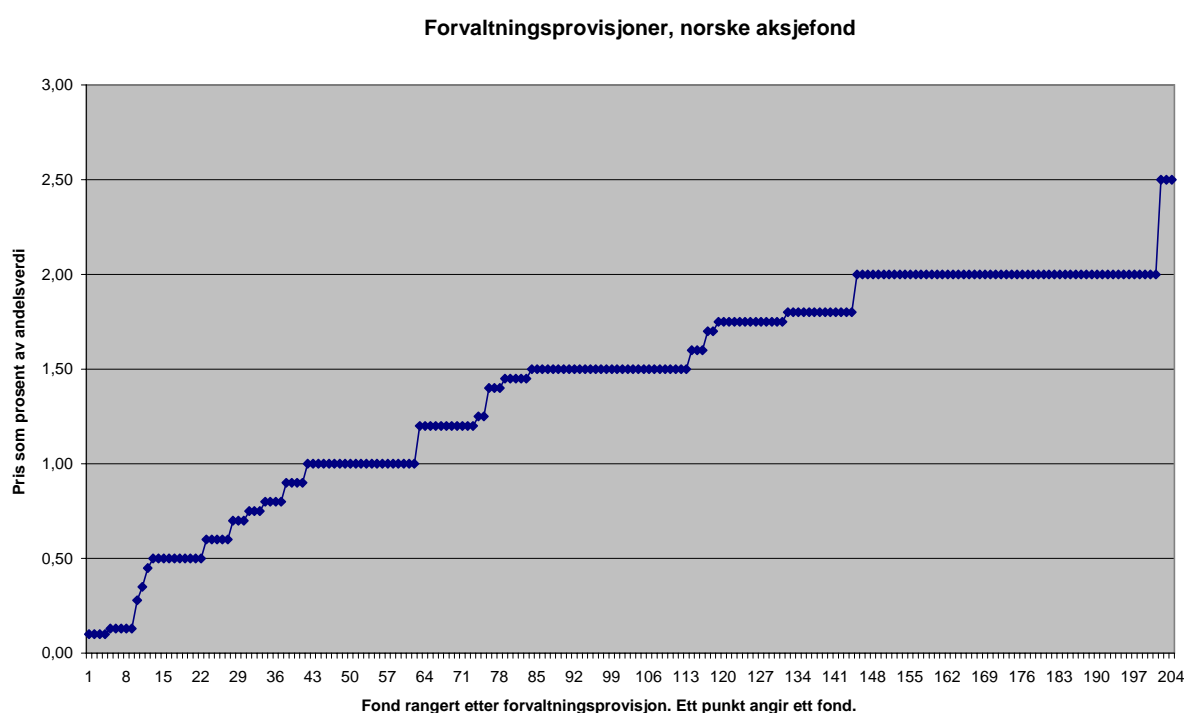
Det er i utgangspunktet vanskelig å sammenligne fondskostnader i forskjellige land fordi det er forskjellige regler for hvordan de ulike kostnader kan belastes fond og andelseiere. Norge har på dette punktet en detaljert regulering. Dette kan bevirke at norske fond urettmessig fremstår som dyrere enn i noen andre land. De ovenstående gjennomsnittstallene er også i stor grad påvirket av hvordan et lands aksjefond er sammensatt med hensyn til andelen passivt forvaltede og andelen store kunder som betaler lave gebyrer i fond. Dette siste forholdet er også påvirket av nasjonal regulering. Derfor kan gjennomsnittstall som ligger nær hverandre, romme store innbyrdes forskjeller og vice versa. Dette gir grunn til å konkludere med at gjennomsnittstallene ikke gir særlig nyttig informasjon om konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond.

Kredittilsynet har derfor valgt å undersøke hvor ulike prisene er i samme eller likeartede markeder, for derigjennom å finne ut mer om konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond.

### 3.6. Prisspredning i likeartede verdipapirfond

Med utgangspunkt i tilgjengelige rådata er det laget diagrammer for spredning av priser i enkeltmarkeder. Disse kan gi en indikasjon på hvor effektiv priskonkurransen er fondene i mellom. Vi antar at effektiv priskonkurranse vil føre til at det etableres en markedspris som gjelder for produkter som er like eller svært nære substitutter. Effektiv konkurranse vil medføre at tilbyderne i markedet må ta markedsprisen som gitt og tilpasse seg etter den. Da bør forvaltningsselskapene vise en *pristakeradferd*. Fond som opererer i samme markedssegment med likeartede produkter, vil samle seg på samme prisenivå dersom konkurransen er effektiv.

Diagrammene nedenfor viser spredningen av priser på forvaltning (forvaltningsprovisjon) for 204 norskregistrerte aksjefond. Figurer for de tre andre fondstypene og tilsvarende for svenske fond viser en likeartet spredning av priser, og alle figurene finnes i Vedlegg 1.

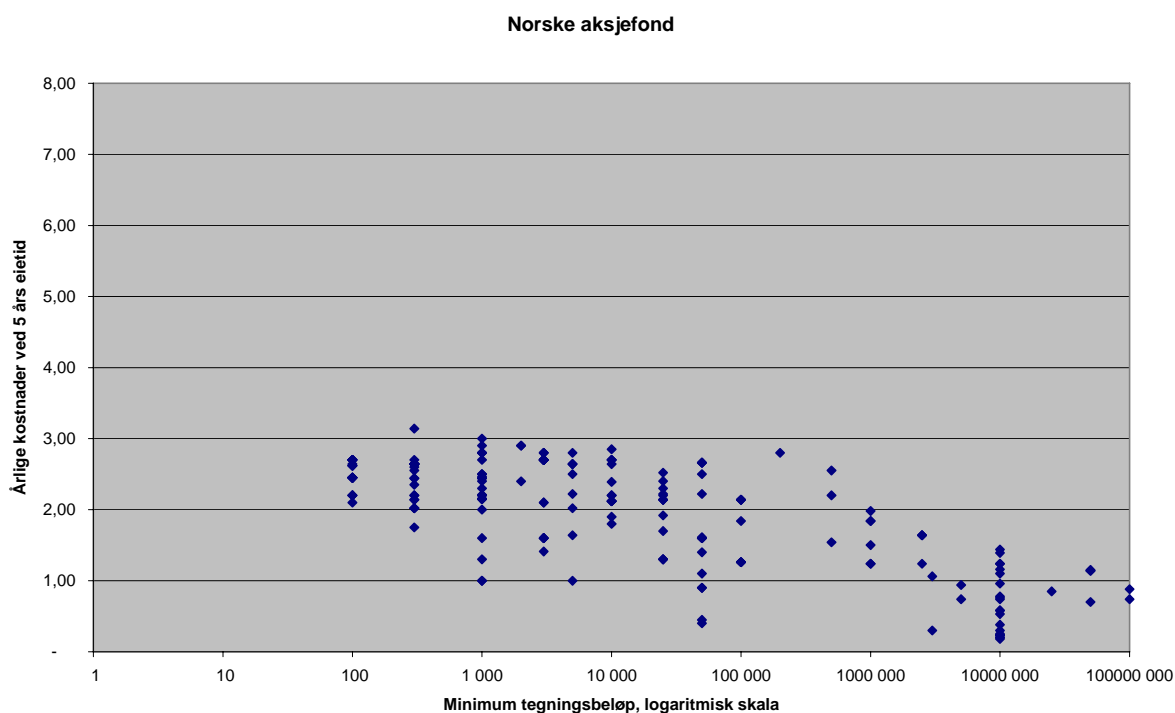


I den grad forvaltningsselskapene er pristakere vil denne adferden gjenspeiles i figurene ved at punktene ligger langs samme vannrette linje, eventuelt samler seg på to eller flere linjer for to eller flere kundegrupper i markedet. Diagrammet ovenfor viser to/tre mellomstore grupper av fond med like priser og mange smågrupper med stor prisspredning. Tendensen med smågrupper kan kanskje tyde på konkurranse, men den kan også skyldes en viss prisstivhet som stammer fra myndighetenes regulering. Prisstivhet drøftes nærmere i punkt 5.3.

Prisspredningen kan tyde på at forvaltningsselskapene ikke er rene pristakere, men at de har mulighet til å opptre som prissetterne. Da har det enkelte selskap en viss mulighet til å tilby differensierte priser til både likeartede og ulike kunder. Prisspredningen kan også indikere at kundene er relativt dårlig informert om prisen som andre kunder betaler, og at markedet har relativt lav transparens. Dette drøftes nærmere i punkt 5.4. om stordriftsfordeler.

Figurene nedenfor viser prisspredning innen aksjefond som er ordnet etter minimumsinnskudd<sup>11</sup>. Ulike aksjefond med likt minimumsinnskudd er likeartede produkter når det gjelder risikojustert forventet avkastning, og effektiv konkurranse burde vise seg ved at det dannet seg en ens pris for disse fondene. Jo lengre avstand det er fra øverste til nederste punkt langs en vertikal linje i diagrammet, jo større er prisspredningen for noenlunde likeartede fond<sup>12</sup>. Prisspredningen i norske aksjefond sammenliknes med svenske, franske og engelske. Sverige er som naboland et naturlig valg. Frankrike er valgt fordi det er et land med en lang historikk for å selge fond og et land hvor tilsynsmyndighetene har lang erfaring i og overvåke og regulere dette markedet. England er valgt ut fra en antagelse om at det er et av de mest åpne og konkurranseutsatte markedene i Europa.<sup>13</sup>

”Prisen” som vises langs Y-aksen i disse punktdiagrammene består av forvaltningsgodtgjørelse, tegnings- og innløsningskostnader, og viser årlige kostnader for en kunde som eier andelene i fem år. Denne kombinasjonen er valgt fordi det er de samlede kostnadene som er av betydning for kunden. Figurene er gitt samme skala på aksene slik at vi lett kan sammenligne prisnivå mellom landene.



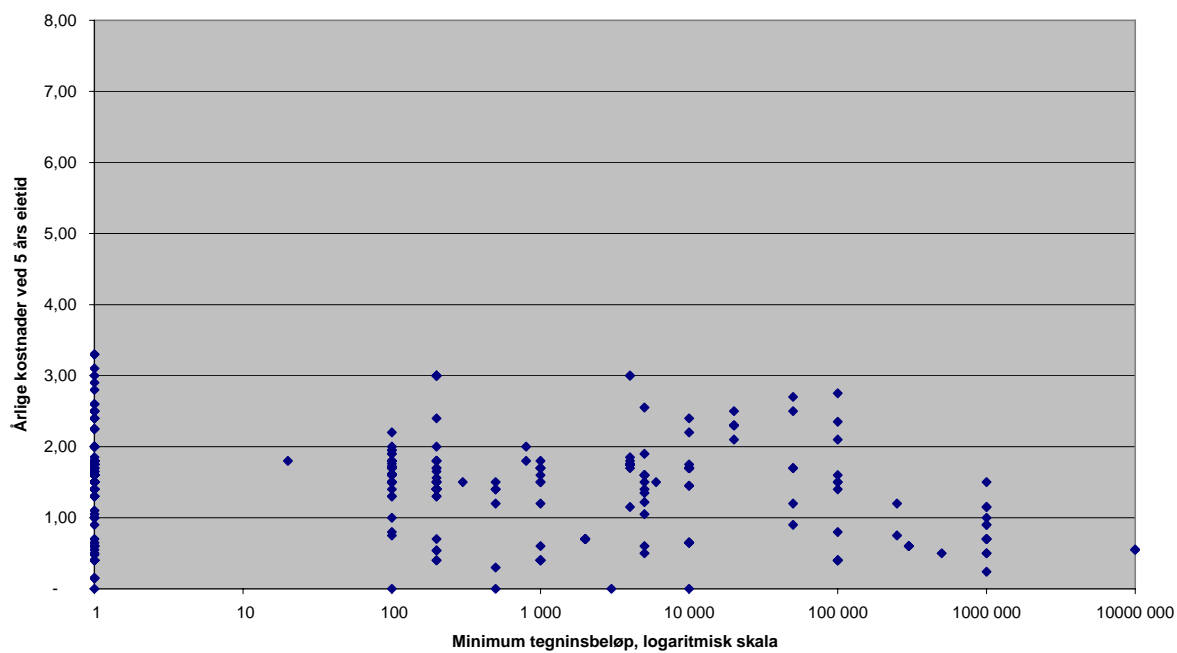
<sup>11</sup> Datapunktene som Morningstar har lagt inn for minimumsinnskudd, er antall andeler for noen fond, og en sum i en valuta for andre fond. Det betyr at to fond med samme tall for minimumsinnskudd i virkeligheten kan ha ulike summer i minimumsinnskudd. Denne datafeilen gjelder for flere land, men Morningstar arbeider fra sentralt hold med å rette feilen. I figurene her brukes logaritmisk skala på aksene for minimumsinnskudd, og det ”visker ut” noe av feilen. Kredittilsynet har gjort kjøring med flere datautvalg, og det samme mønsteret er kommet fram hver gang. Vi anser derfor ikke at datafeilen kan forstyrre konklusjonene i denne rapporten.

<sup>12</sup> Merk at alle fond som har likt minimumsinnskudd og lik forvaltningspris vil ha punktene sine liggende oppå hverandre i diagrammet. Da kan flere fond se ut som bare ett i diagrammet. Figuren for norske aksjefond viser 204 fond som 83 punkter. For å se hvor mange fond som har samme pris, gir den første figuren i avsnittet informasjon. For å se prisspenningen i fond som er relativt like, gir denne figuren informasjon.

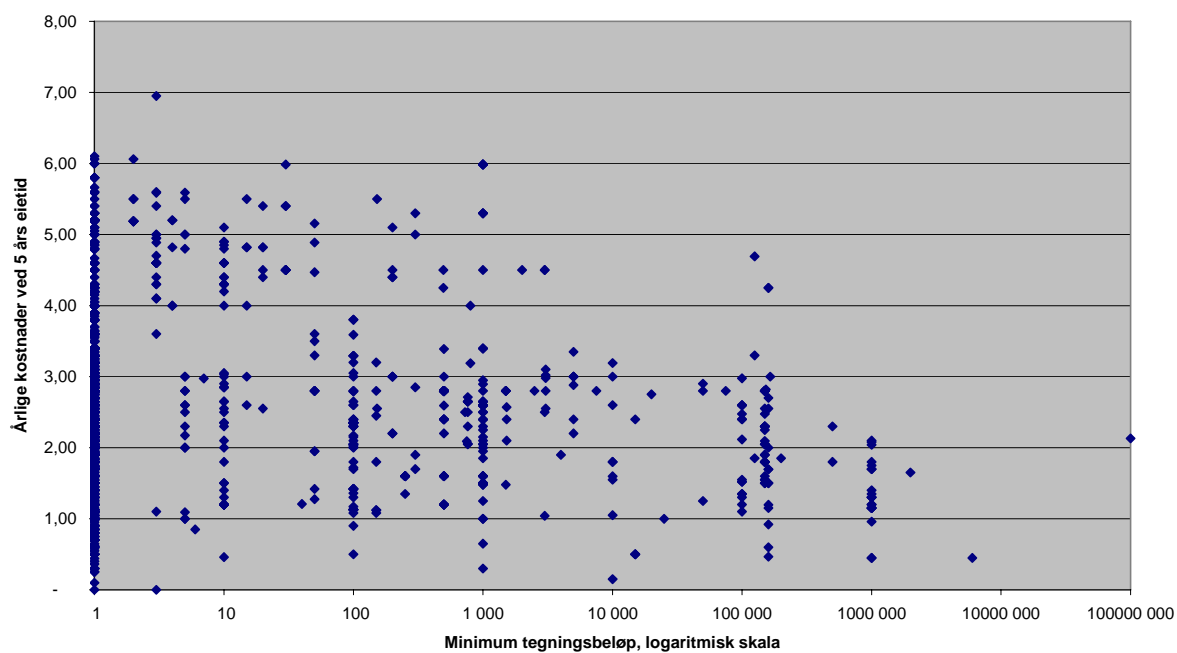
<sup>13</sup> Det er et problem at data ikke spesifiserer hvilke fond som er indeksforvaltet og hvilke som er aktiv forvaltet. Dette medfører at det ikke kan dras noen konklusjoner om at et land har mange fond med lave kostnader, det kan rett og slett skyldes et stort innslag av indeksforvaltning.

# Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter

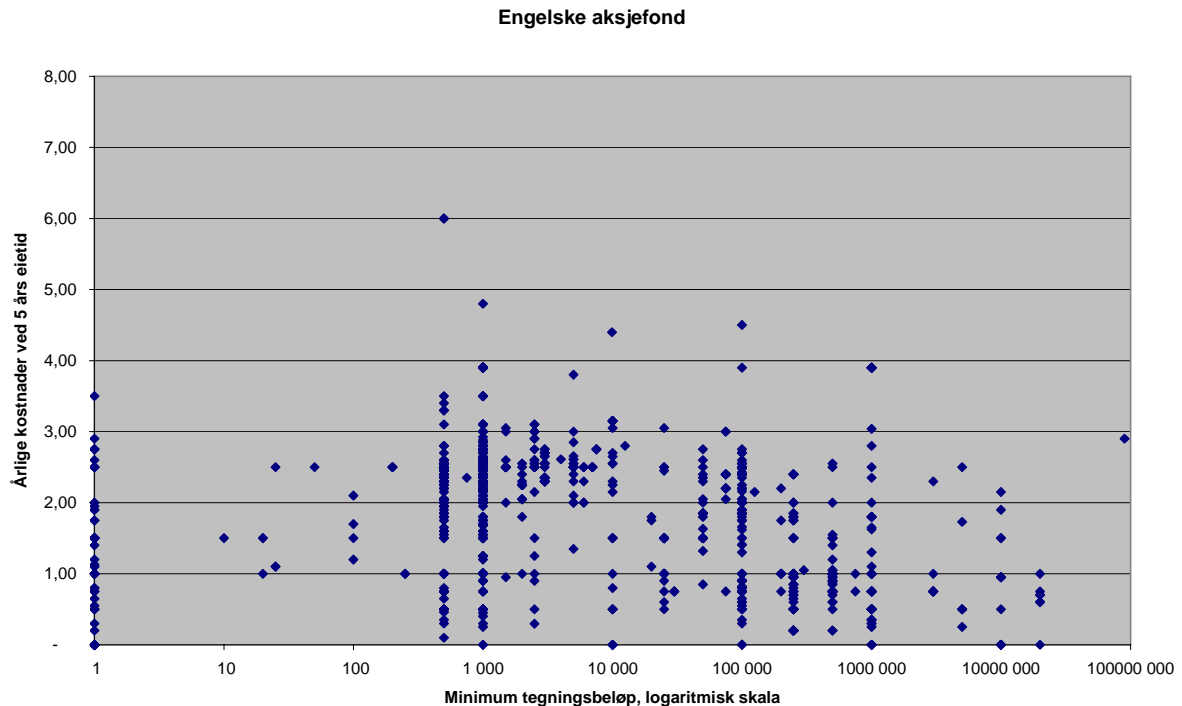
## Svenske aksjefond



## Franske aksjefond







Selv om det er forskjeller mellom landene, viser alle lands grafer en relativt stor spredning i priser for fond som er likeartede. Frankrike viser størst spredning. Årsaken til det kan være at det franske finansmarkedet har et stort innslag av ”totalkundepakker” bestående av forsikring, lån og sparing. Dette binder kundene og demper konkurransen, og resultatet kan bli som vi ser i figuren, at sparerne betaler en høy pris.

Tilsvarende diagrammer for de tre øvrige fondsklassene kombinasjonsfond, pengemarkedsfond og obligasjonsfond finnes i Vedlegg 2.

Når prisspredningen er stor for fond som er relativt like, tyder det på at forvaltningsselskapene ikke er pristakere, men opptrer som prissettere i markedet. Da har de i så fall en viss markedsrett, og markedet har ikke effektiv (perfekt) konkurranse, men en form for konkurransesvikt.

Dataene gir ingen indikasjoner på at norske aksjefond er dyrere enn de 3 markeder som det er sammenlignet med. De tilsvarende figurene for kombinasjonsfond, pengemarkedsfond og obligasjonsfond indikerer samme konklusjon.

### 3.7. Priser og prisspredning på fondsforvaltning i utvalgte land

Plott for et utvalg europeiske land (land som ikke er storprodusenter av fond for markedsføring utenfor landets grenser) finnes i vedlegg 3. Disse plottene vitner også om en viss prissetteradferd blant fondsprodusentene. Når flere lands fondsmarkeder viser den samme tendensen, er det rimelig å anta at det ikke skyldes nasjonale eller juridiske forhold, men en markedsform som ingen land i utvalget hittil har klart eller ønsket å regulere nærmere en effektiv priskonkurranse. Manglende reguleringseffektivitet kan enten skyldes at reguleringen er feil innrettet eller at det ikke er praktisk mulig å regulere markedet til å få tilnærmet fullkommen konkurranse. Dette siste behøver ikke bety at det ikke finnes bedre suboptimale tilstander som kan oppnås ved regulering.

### 3.8. Om likviditet og innlåsende mekanismer i fond

Likviditeten i fondsprodukter er generelt god og meget bedre enn i de fleste andre spareprodukter som selges av distributørene i markedet. Ulike innlåsende mekanismer kan likevel hemme den enkelte sparerers flytting fra et fond til en alternativ plassering. Innlåsende mekanismer kan være initiert av forvaltningsselskapet, av myndighetene eller være betinget av andre forhold.

Innlåsende mekanismer kan være:

- At spareproduktene inngår i en ”totalkundepakke” som gir fordeler bare når kunden opprettholder et visst volum eller kjøper et visst antall produkter fra leverandøren
- Kostnader forbundet med innløsning eller flytting, herunder skattlegging ved realisasjon

Tegningskostnader spiller en rolle kun før de påløper. Forvaltningskostnaden bør være en viktig faktor for kundens vurdering av hvilket fond han skal velge, men denne har ikke betydning for likviditet og innløsning. Innløsningskostnadene er oftest betydelig lavere enn tegningskostnaden, men kan virke innlåsende. Fond kan ha innløsningskostnader som er progressivt avtakende med tiden andelseier er inne i fondet. En slik tidsavhengig kostnad kan være innført av forvaltningsselskapet for å øke andelseiernes kundelojalitet og forlenge innskuddsperioden.

Myndighetenes beskatning av gevinst ved realisasjon har også en innlåsende effekt. Denne skatteeffekten kan være i forvaltningsselskapets interesse, og har antagelig en betydelig innløsningseffekt for kunden.

Unit link-paraplyer (som er et forsikringsprodukt og ikke et finansielt instrument slik en verdipapirfondsandel er) tilbyr gratis flytting mellom alle fond i paraplyen, samt at flytting ikke medfører skattemessig realisasjon. Tegningskostnadene er i snitt ca 2 % høyere enn kostnaden ved å gå direkte inn i underfondene. Denne merkostnaden kan Unit link-produkter belaste sine kunder fordi de nyter godt av en ”skatterabatt” som vanlig fondssparing ikke har. Denne merkostnaden kan også gi rom for større returprovisjon til distribusjonsleddet, som behandles nærmere i punkt 4.2.

Større forvaltningsmiljøer tilbyr ulike former for reduserte gebyrer eller også helt gebyrfri flytting mellom fond i samme forvaltningsselskap.

### 3.9. Særlig om fond fra Luxemburg og Irland

Av de cirka 7200 utenlandske fond som er tilgjengelige og registrert for salg i Norge, er ca. 5900 hjemmehørende i Luxemburg, og nesten 700 hjemmehørende i Irland. Disse tallene tyder på at Luxemburg og Irland har satsset på fondsområdet, enten ved en form for skattekonkurransen (reguleringskonkurransen), eller ved profesjonalisering. Kredittilsynets erfaring er at Luxemburg står for det første mens Irland står for det siste.

Det store antall fond hjemmehørende i Luxemburg er i stor grad historisk betinget fordi Luxemburg tidligere i liten grad tillot andre lands skattemyndigheter innsyn i utlendingers investeringer i landet.

For Irlands vedkommende er det en svært bevisst satsing fra myndighetenes side som kan ha resultert i de mange fondsetableringene. Landet har lyktes i å etablere infrastruktur,

kompetanse og betryggende kontroll. Det anses som viktig at Irland har etablert et meget profesjonelt kontrollmiljø som er gitt nødvendig autoritet og at den irske fondsbransjen yter høy grad av service. Det er også lagt vekt på kort behandlingstid hos offentlig behandlingsmyndighet, slik at forvaltningsselskapene raskt kan få avklart søknader om etablering av fond eller endringer i vedtektene for eksisterende fond.

### 3.10. UCITS-regelverket gir rett til markedsadgang i Norge

UCITS-regelverket innebærer at utenlandske verdipapirfond hjemmehørende i en stat som er part i EØS-avtalen og som omfattes av UCITS direktivet (Rådskonklusjon 85/611/EØF), kan markedsføres i Norge. Det stilles nærmere krav om melding til Kredittilsynet m.v. for å få adgang til det norske markedet.

Rett til markedsadgang for fond fra andre land innebærer at norske myndigheter ikke har muligheten til å regulere antallet fond eller tilbydere i det norske markedet.

## 4. Verdipapirfond i konkurranse mot andre spareprodukter som består av finansielle instrumenter

### 4.1. Spareprodukter som verdipapirfond særlig antas å konkurrere med

Verdipapirfond er ett av flere spareprodukter som består av finansielle instrumenter. Som nevnt innledningsvis er det Kredittilsynets vurdering at spareprodukter som består av finansielle instrumenter er de spareproduktene som verdipapirfond særlig konkurrerer med. Dette skyldes ikke minst at disse spareproduktene i stor grad selges gjennom de samme distribusjonskanaler som verdipapirfond gjør, og at spareprodukter som består av finansielle instrumenter utgjør et eget delmarked som vi gjør nærmere rede for her. I dette delmarkedet, konkurrerer det enkelte norskregistrerte verdipapirfond mot følgende produktgrupper:

- andre norskregistrerte verdipapirfond
- utenlandsregistrerte fond som selges i det norske markedet
- andre spare- og investeringsprodukter i det norske markedet som består av finansielle instrumenter
- andre slike spareprodukter i utenlandske markeder der norske fond markedsfører seg

Det tredje punktet omfatter et spekter av spareprodukter som er tilgjengelig i det norske sparemarkedet. Mens kapittel 3 presenterte tall, fakta og tendenser i markedet for verdipapirfond, går dette kapitlet nærmere inn på konkurransen og effektiviteten i den delen av sparemarkedet hvor fond konkurrerer mot andre spareprodukter som er kompliserte å overskue for den enkelte sparer. Rapporten tar altså et bredere perspektiv i dette kapitlet enn i det neste, hvor vi ser på konkurransen og effektiviteten i verdipapirfondsmarkedet isolert.

Dette kapitlet beskriver tilbudssiden i delmarkedet, og vurderer hvilke konkurranseforhold og mekanismer som er mest fremtredende mellom konkurrentene på tilbudssiden og i tilbudssidens møte med etterspørselssiden. Kapitlet identifiserer og behandler ulike typer markedssvikt og vurderer hvordan det slår ut for markedsføring, salg og fordeling av risiko og fortjeneste.

### 4.2. Kvalitative trekk ved tilbudssiden i sparemarkedet

Tilbudet av spareprodukter er omfattende og mange av produktene som tilbys er lite transparente med hensyn til risikojustert forventet avkastning. Profesjonelle (institusjonelle) investorer har gode forutsetninger for å lete opp og vurdere gode spare- og investeringsprodukter. Men forholdsvis sofistikerte spareprodukter er vanskelige å overskue for den som ikke har spesifikk kunnskap om finansielle instrumenter, slik som en personkunde ofte ikke har. Dette gjelder på tross av at transparenens og klare betingelser har vært et sentralt mål for myndighetenes regulering.

Personkunder plasserer gjerne sparepengene sine der de tror de står trygt, eller eventuelt der de kan oppnå en høy avkastning mot en antatt risiko. Tilbudssiden må inngi tillit i dette markedet, for uten tillit er det vanskelig å se for seg at en tilbyder kan drive forretning over tid i et lokalt marked.

Spareprodukter som fremstår som kompliserte og risikable, vil ikke kjøpes av ikke-profesjonelle kunder med mindre de overbevises om produktenes overlegne kvalitet relativt til alternative spareprodukter. Tillitvekkende informasjon om kompliserte produkter må tilføres personkunder for at slike produkter skal omsettes i massemarkedet. Det er grunn til å tro at bransjen har erfaring med hvilke informasjonsmedier som mest effektivt selger kompliserte spareprodukter. Alternativene er informasjon enten gjennom de vanlige reklamekanaler eller gjennom det personlige møtet mellom rådgiver og sparer. Bransjens praksis indikerer at det siste virker best.

Tidligere hadde bankene, gjennom sitt geografiske nett av filialer, mulighet for mange personlige møter med rådgivning og informasjon til kundene. Før bankkrisen på 1990-tallet, var bankfilialene de aller viktigste distributørene av spareprodukter. Etter bankkrisen, på en tid da teknologisk utvikling muliggjorde automatisering av mange bankfunksjoner, foretok bankene store kostnadskutt, særlig ved å fusjonere og legge ned lokale filialer. Bankenes nedlegging av filialer kan ha åpnet lokale rom for nye foretak som ville rette seg mot personsparemarkedet.

Noen år etter bankkrisen vokste investeringsrådgivning opp som ny næring, og mange små aktører etablerte lokale kontorer som tilbød personlig rådgivning. I dagens norske marked er det banker, en del verdipapirforetak og noen forsikringsselskaper som har et geografisk spredt kontornettverk med personkundeforhold. En del av disse distributørene har produksjon av spareprodukter i samme selskap. Dersom personlig kontakt er avgjørende for salg, utgjør de lokale kontorene en nedstrømsfunksjon som produsentene er avhengige av. Da er det også forståelig at en del produsenter legger vekt på å ha et eget distribusjonsnett. Men i dette distribusjonsnettet virker også økonomiske incentiver, og innenfor distribusjonsleddet kan de ulike spareproduktene likevel konkurrere mot hverandre<sup>14</sup>.

Produsentene har sterke incentiver til å belønne distributørene hvis de selger deres produkt framfor konkurrentens. Det pågår en løpende konkurranse mellom produsentene om å belønne distributørene på en måte som er ”konkurransedyktig”. Dette er en priskonkurranse, og vi vet (fra økonomisk teori og empiri) at slik konkurranse kan bli ganske hard. Produsentene har et insentiv til ikke bare å konkurrere om å gi kundene god avkastning, men også å gi distributørene en god belønning. Med en slik belønningmekanisme kan en distributør ende opp som kundens motpart mens han utgir seg for å være kundens rådgiver, altså medspiller/agent.

I en del spareprodukter kan produsentene legge inn en høy provisjonssats som skal returneres til distribusjonsleddet etter et salg. Dette kan gjelde produkter som ikke er like mye regulert som verdipapirfond. Jo mindre transparent produktets innbakte belønning er, jo sterkere kan produsenten delta i pris- eller, mer presist, provisjonskonkurransen. Siden inntektene som finansierer belønningen til rådgiveren belastes sparerne, har produsentene svake incentiver til

---

<sup>14</sup> For eksempel har bankfilialene, som er i konsern med bankens fondsprodusent, prioritert salg av strukturerte produkter fremfor fond, fordi disse produktene hadde høyere lønnsomhet for banken.

å holde belønningen på et moderat nivå<sup>15</sup>. Et påbud om at produsentene må betale distributøren med egne penger vil heller ikke hjelpe så lenge det er sparernes innbetalinger som til syvende og sist finansierer inntjeningen hos både produsent og distributør.

En årsak til at myndighetenes mål om transparens ikke har fått større gjennomslag i markedet, kan være at tilbyderne i dette markedet kan ha en egen nytte av å holde produktene kompliserte, fordi økt kompleksitet er med på å tilsløre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Kredittilsynet vurderer denne tilsløring av forholdet mellom avkastning og risiko som den vesentligste årsak til fremveksten av slike kompliserte produkter.

Dessuten kan en stadig produktinnovasjon være en strategi for å vri seg unna myndighetenes regulering.

Det er uheldig hvis belønningsordninger fremmer økonomiske incentiver som styrer agentens adferd mot større interessekonflikt med kunden. Det kan være både myndighetenes og det enkelte foretaks ansvar å legge til rette for belønningsmekanismer hvor insentivene er forenlige med myndighetens mål for regulering.

Lovverket forsøker å dempe de uønskede incentivene ved hjelp av en rekke spesifikke kvalitative adferdskrav og adferdsgrenser. Verdipapirhandelloven søker blant annet å dempe incentivvirkningen ved å påby rådgiveren å informere kundene om alle sidebetalinger som utløses av kundens kjøp. I den grad lovens påbud følges, vil deler av «common agency»-problemet elimineres ved at kunden får kjennskap til rådgivers inntekter fra kundens motpart. Kredittilsynet følger opp dette spesielt gjennom stedlige tilsyn.

Informasjonsproblemet mellom distribusjonsledd og kunde omfatter også informasjonstilbakehold. Dersom rådgiver ikke kjenner til eller holder tilbake informasjon om gode alternative spareprodukter, kan det hende at kunden ikke tar disse alternativene i betraktning når hun fatter sin investeringsbeslutning. I et marked hvor beslutning etter personlig rådgivning er vanlig, kan spareprodukter som er gode for kunden, tape i priskonkurransen mellom produsent og distributør. Når dårlige, alternative spareprodukter belønner distributøren bedre, kan gode spareprodukter ende opp med ikke å bli anbefalt, markedsført eller solgt.

### 4.3. Markedsføring av spareproduktene forventede avkastning

Den fundamentale oppgave ved vurdering av alternative investeringer er å danne seg en oppfatning om hvilke investeringer som gir den beste risikojusterte avkastning<sup>16</sup>. Vurderingen av forventet avkastning og variasjonen i denne (volatiliteten) er vanskelig fordi estimatene som oftest må bygges på historiske data. Men historiske data har usikker utsagnskraft for den fremtidige utviklingen. Valget av hvilke tidsserier man legger til grunn vil også påvirke estimatene.

Valg av adekvate tidsserier er teoretisk vanskelige og utsagn med basis i finansteorien vil være beheftet med betydelig usikkerhet. Usikkerheten med hensyn til valg av adekvate

---

<sup>15</sup> på grunn av common agency-problemet

<sup>16</sup> Dette måles oftest med Sharpe ratio som er differansen mellom forventet avkastning og risikofri rente dividert med volatiliteten.

tidsserier åpner for at distributører kan velge å markedsføre produkter som har hatt en gunstig utvikling de siste tre til fem år. Dette kan bidra til å forklare hvorfor noen produkter er etterspurte i en periode, mens andre har blitt upopulære. Da den gunstige utviklingen i aksjemarkedet tok slutt i 2001, ble strukturerte produkter markedsført med suksess fordi risikoen for tap ble redusert. Etter at strukturerte produkter ble utsatt for kritikk, ble eiendomsinvesteringer markedsført med henvisning til den gunstige utviklingen i eiendomsmarkedet i årene forut. Eiendomsmarkedets gunstige utvikling har nå fått en brå slutt med subprimekrisen i USA og et svekket eiendomsmarked her hjemme.

Det er symptomatisk for aksjefond at det blir investert i disse hvis det har vært en betydelig oppgang i en periode og at det kjøpes lite i dårlige perioder. Dette signaliserer at personmarkedet enten ikke handler rasjonelt eller er dårlig informerte, og lar seg lede av kortere svingninger i markedet, en adferd som kan og blir utnyttet av produsenter og distributører av finansielle spareprodukter.

Både i Sverige og Norge har ulike medier rettet kritisk søkelys mot måten fondsforvaltningsselskapene har markedsført egne resultater på. Resultatene vises ofte i et diagram der grafen for det enkelte fonds utvikling sammenlignes med grafen til den tilhørende indeksen som fondet måler seg mot. To metoder, som begge kan gi et feilaktig bilde av forvaltningsselskapenes resultater, er blitt omtalt. Den ene metoden er å vise grafen for fondets avkastning uten at utbytte er trukket ut fra forvaltningskapitalen, mens grafen til indeksen det måles mot er justert for utbetalt utbytte. Den andre metoden er å knytte det enkelte fond til en bestemt indeks, mens grafen for fondets utvikling over tid viser langt større sammenfall (korrelasjon) med grafen til en annen indeks. Informasjon om utbyttejustering både for fond og indeks, og informasjon om eventuelle andre indekser som passer bedre med et fonds utvikling, finnes tilgjengelig på nettet, men det krever noe faglig innsikt for å få øye på slike forhold. Derfor er brukervennlig informasjon og transparens svært viktig for sparerne.

## 4.4. Spareadferden i finansielle instrumenter

I følge den nye verdipapirhandeloven ble investeringsrådgivning en konsesjonspliktig virksomhet med virkning fra 1. november 2007. Verdipapirforetak som driver investeringsrådgivning er sammen med bankfilialer, forsikringsselskap, tilknyttede agenter og forvaltningsselskap sparemarkedets distribusjonsledd.

Våren 2008 startet Kredittilsynet en runde med stedlige tilsyn i verdipapirforetak som hadde fått slik konsesjon. Kredittilsynet er i skrivende stund ikke ferdig med tilsynsrunden, men inntrykket så langt er at kunder ofte anbefales de produkter som er mest lønnsomme for distributørene. Det er Kredittilsynets erfaring at kundene også blir anbefalt en portefølje med en overvekt av kompliserte og dyre produkter, og at produkter som er lite lønnsomme for distributøren, som f.eks. indeksfond, obligasjonsfond og bankinnskudd, i liten grad blir anbefalt. Tilsynsrunden så langt har avdekket at en del investeringsrådgivere har framstilt seg som kundens rådgiver mens de samtidig har mottatt returprovisjon fra produsentene uten at kunden har blitt gjort kjent med denne. Det er Kredittilsynets oppfatning at investeringsrådgivere i noen tilfeller har styrt spareadferden vekk fra spareprodukter og investeringer som er i kundens interesse, for å kunne maksimere betalingen fra kundens motpart.

En del av dagens spareadferd er også investeringer i aksjer som personkunder kjøper direkte, ofte gjennom en nettmegler. For den enkelte kunde er håndteringen av skattespørsmål

vesentlig mer byrdefullt ved direkte kjøp og salg av aksjer enn ved investering i fond, hvor forvaltningsselskapene produserer ferdige bilag til selvangivelsen. Aksjer er likevel et godt spareprodukt for personer som kan investere langsiktig og spre risiko til en viss grad. Men aksjer som spareprodukt krever nettopp slik kunnskap om finansielle instrumenter som personer med behov for investeringsrådgivning ofte mangler.

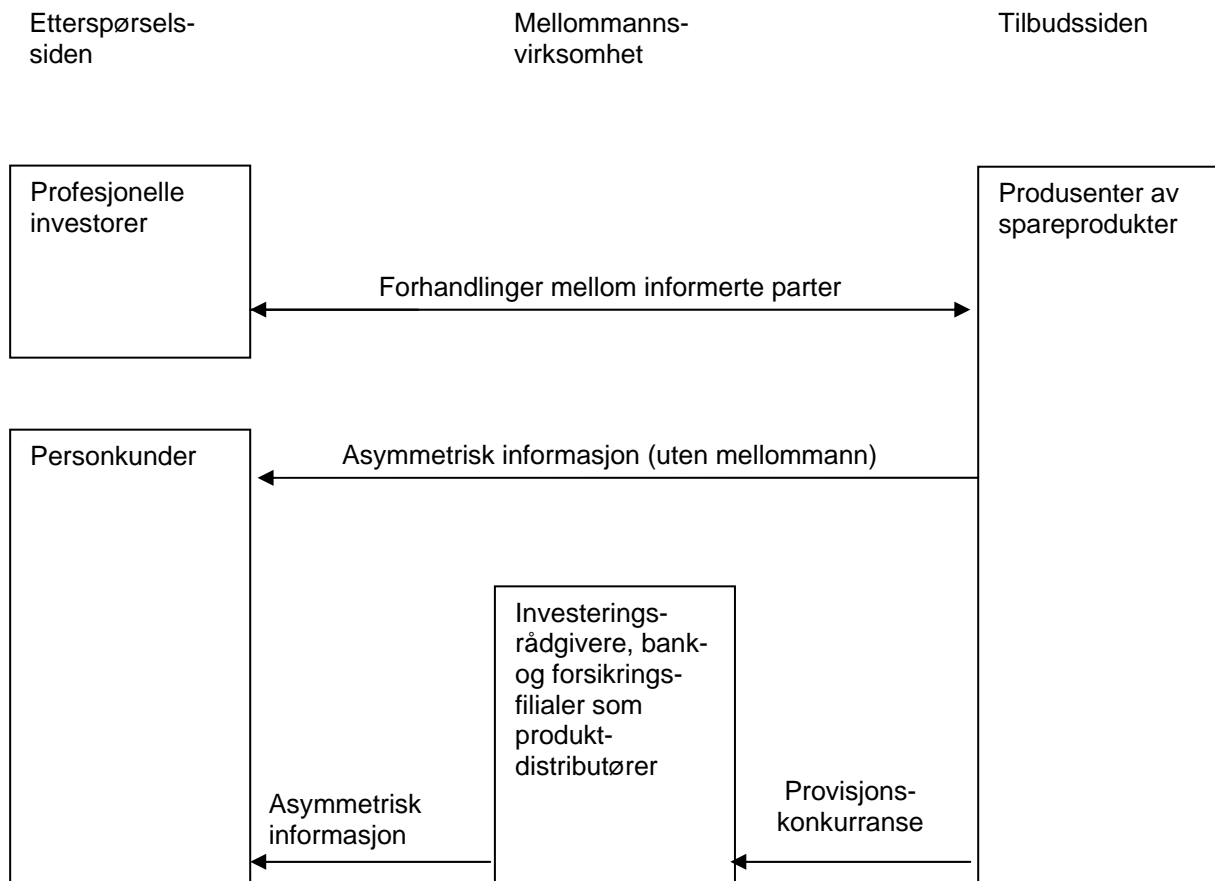
## 4.5. Konkurransen i sparemarkedet

Forholdet mellom personkunden og distributøren er preget av asymmetrisk informasjon. Personkunden er den svake part fordi hun har en informasjonsulempe ved at hun vanskelig kan etterprøve kvaliteten på den informasjonen distributøren/rådgiveren gir. Så lenge distributørens belønning bestemmes av produsenten, har han klare incentiver til å foreslå produkter som *ikke* er valgt ut på grunnlag av forventet avkastning, risiko og likviditet, men på grunnlag av hvor stor belønning det ene produktet gir ham i forhold til det andre. Ved fravær av kundens fagkunnskap om finansielle instrumenter har rådgiveren en informasjonsfordel som han kan trekke en informasjonsprofitt ut av. I et slikt marked vil ikke konkurransen befordre optimal allokering av spareprodukter så lenge den sterke partens incentiver ikke er forenlige med den svakes.

Den profesjonelle investoren har fagspesifikk kunnskap og trenger ingen rådgiver. I kraft av størrelsen på sitt potensielle innskudd er hun i en sterk forhandlingsposisjon. Gjennom forhandlinger kan hun presse pris og dermed redusere den fortjenesten som motparten kan trekke til seg i personkundesegmentet.

Figuren nedenfor illustrerer markedsaktørene oppstrøms og nedstrøms med enkel konkurransestatus mellom hvert enkelt delmarked.





Vis a vis produsentleddet er distributøren i en sterk posisjon fordi han har avgjørende innflytelse over hvilke produkter som skal legges fram og anbefales for salg<sup>17</sup>. Innflytelsen over denne beslutningen er så stor at han rent faktisk kan kreve betaling for å prioritere et bestemt produkt.

I denne skjematiske framstillingen foregår priskonkurransen ikke mellom produsentene om å gi kunden beste produkt til gitt pris, og ikke mellom distributører/rådgivere om å gi kunden beste produkt til gitt pris, men mellom produsentene om å få sitt produkt anbefalt av distributøren/rådgiveren. Det betyr at jo høyere belønning et produkt kan gi til distributør/rådgiver, jo større er sannsynligheten for at nettopp dette produkt blir solgt. Men jo høyere blir også prisen for kunden. Kundene kan heller ikke beskytte seg særlig godt mot risikoen for å bli anbefalt feil produkt, i den grad de er uinformerte parter. På grunn av provisjonsstrukturen er det heller ikke sannsynlig at kundene vil bli anbefalt sparealternativer med lav risiko, som et høyrenteinnskudd i bank, selv om dette for en del sparere vil være det mest hensiktsmessige.

Dette har den uheldige effekt at dersom prisen på et for kunden godt produkt settes ned, vil det selges *mindre* av dette produktet. Dette er motsatt av det normale, som er at etterspurt mengde går *opp* når prisen går ned. "Kostnaden", dvs konkurranseulempen ved å produsere dårlige produkter til høye priser rammer ikke produsentene som lager produktene og setter

<sup>17</sup> Dette gjelder også når distributør og produsent er i samme selskap, men med den forskjell at det er distributørens samlede inntjening på å selge produktet som teller, ikke bare returprovisjonen.

prisen. Dette er en distinkt konkurransesvikt som fører til for høye priser for gitt kvalitet på produktene.

Hvis myndighetene regulerer noen spareprodukter strengere og mer detaljert enn andre, vil distributørene, og dermed bransjen som sådan, kunne vri aktiviteten over mot salg av produkter som er lite eller ikke regulerte, og hvor kostnadene for kundene er mindre transparente. I et slikt marked kan det omsettes produkter hvor kunden på beslutningstidspunktet ikke forstår hvilke kostnader hun vil ende opp med, hvor lav likviditet produktet reelt sett må antas å få, eller hvilke alternative produkter markedet byr på som er like gode eller bedre.

Kredittilsynets erfaring gir inntrykk av at distributørene i sparemarkedet responderer sterkt på de økonomiske incentivene. Hvis distributørenes incentivfølsomhet er høy, må produsentene ta hensyn til det når de konstruerer produktenes returprovisjoner. Når verdipapirfond genererer lavere returprovisjon enn andre produkter kan det være fordi verdipapirfond som spareprodukt er vesentlig mer regulert enn andre (moderne) spareprodukter. Ulik reguleringsgrad for ulike produkter kan således virke konkurransevridende.

Slik distribusjonsleddet belønnes i dag, er det som nevnt små eller ingen incentiver til å selge bankinnskudd, verdipapirfond (særlig rentefond), ETF'er (børshandlede fond) eller direkte investeringer i verdipapirer, som alle er gode alternativer som spareprodukter for personkunder.

## 5. Markedet for verdipapirfond

### 5.1. Historikk

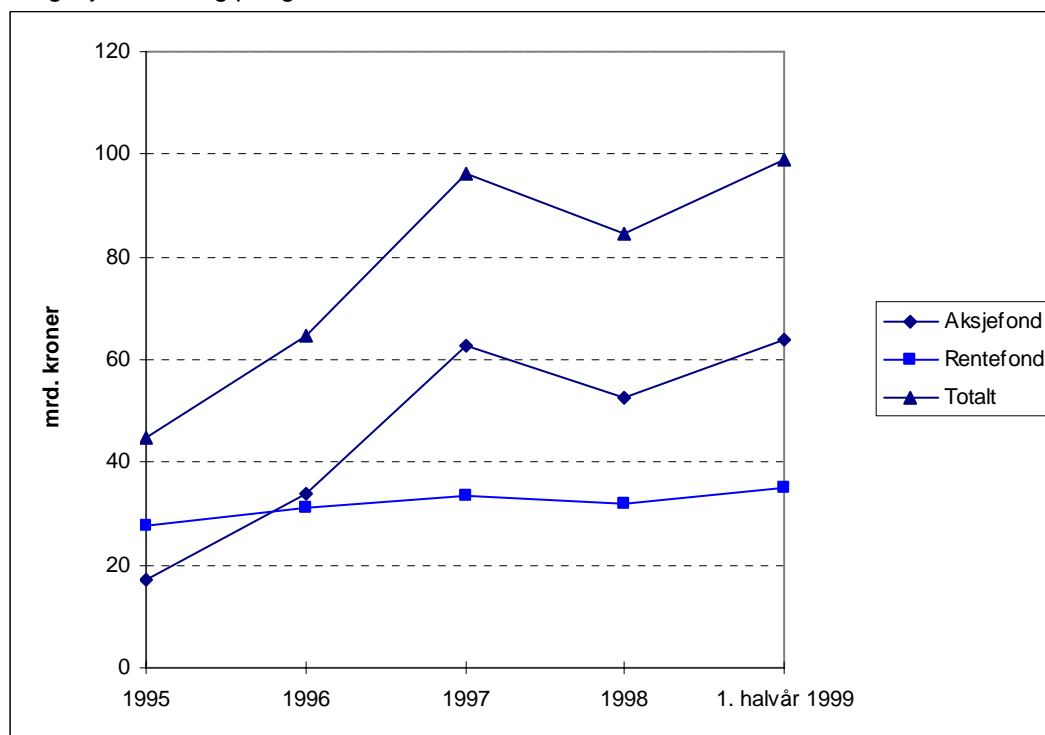
Verdipapirfond har en relativt kort historie i Norge. Lov om verdipapirfond trådte i kraft i 1981, og de første aksjefond for massemarkedet ble formidlet av ansatte i bankfilialene. AMS-regelverket, et skatteincentiv som ga skattefradrag på sparepengene mot bindingstid i minst fire år, gjorde at fond i årene 95-97 nådde massemarkedet. Fond ble populært og folk tegnet andeler også utover de skattefradragsberettigede AMS-andelene. Fra 1995 til 1996 økte forvaltningskapitalen i massemarkedsfondene med 44 prosent, og året etter med 48 prosent.

#### Forvaltningskapital i norskregistrerte verdipapirfond 1995-1999

(tall i mrd. kr)

| Fondstype     | 1995        | 1996        | 1997        | 1998        | 1. halvår 1999 | %-vis for- deling |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------------|
| Aksjefond     | 17,2        | 33,8        | 62,6        | 52,5        | 63,8           | 64,5 %            |
| Rentefond     | 27,7        | 31,0        | 33,5        | 32,0        | 35,1           | 35,5 %            |
| <b>Totalt</b> | <b>44,9</b> | <b>64,8</b> | <b>96,1</b> | <b>84,5</b> | <b>98,9</b>    | <b>100,0 %</b>    |

AMS-fond, frie aksjefond, kombinasjonsfond og internasjonale fond er definert som aksjefond  
Obligasjonsfond og pengemarkedsfond er definert som rentefond



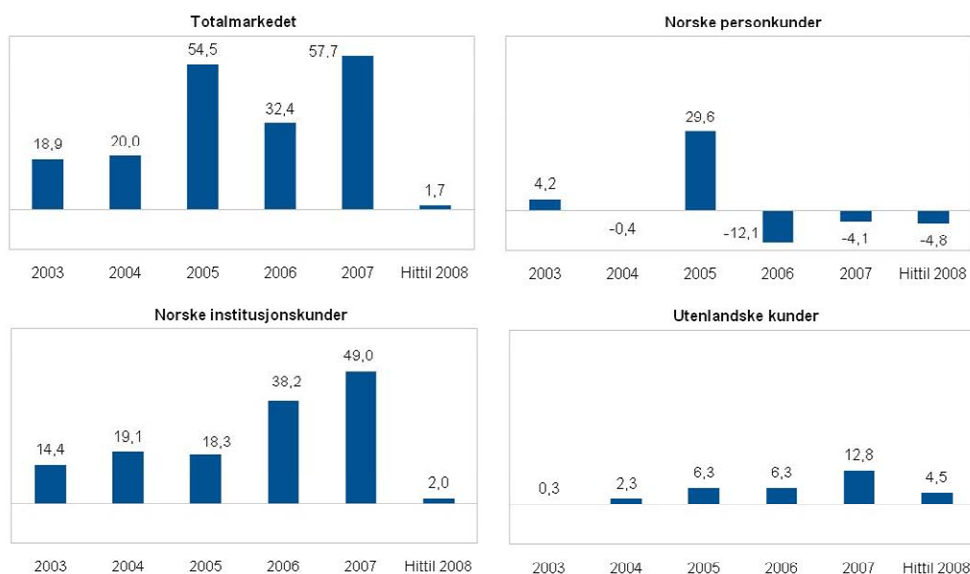
Kilde: Kredittilsynets pressemelding 28/99

Fram til slutten av 90-tallet var verdipapirfond først og fremst et massemarkedsprodukt, og rundt år 2000 kom også de institusjonelle investorene inn i fondsmarkedet.

## 5.2. Trekk ved dagens norske verdipapirfondsmarked

Sparing i fond gir god likviditet og risikospredning. Derfor kan fondssparing passe godt for personkunder som ikke har spesifikke kunnskaper om finansielle instrumenter. Norske personkunders spareadferd tyder ikke på at dette har hatt gjennomslagskraft. Figuren nedenfor illustrerer nettotegningen i norskregistrerte verdipapirfond fra 2003 til mars 2008.

### Nettotegning fordelt på kundegrupper



Tall i mrd. kroner

Verdipapirfondenes forening  
Norwegian Mutual Fund Association

Kilde: Verdipapirfondenes forenings nettsider, [http://www.vff.no/Internett/Statistikk/Historikk\\_totalmarkedet/Trender+i+fondsmarkedet.9UFRjY4D.ips](http://www.vff.no/Internett/Statistikk/Historikk_totalmarkedet/Trender+i+fondsmarkedet.9UFRjY4D.ips) 29. Juni 2008.

Figuren viser at de kundene vi kan anta er de mest profesjonelle, norske institusjonskunder og utenlandske kunder, har positiv nettotegning i norske fond, mens norske personkunder har hatt negativ nettotegning siden 2006. Personkundene reduserer sine samlede innskudd i et spareprodukt som profesjonelle norske og utenlandske investorer finner det attraktivt å investere i.

Dette kan støtte antakelsen om at deler av sparemarkedet lider under markedssvikt. Verdipapirfond som spareprodukt koster relativt mindre og er mer risikodiversifiserte enn andre spareprodukter, som f.eks. warrants og syndikerte produkter. Likevel reduserer personkundene posisjonene sine i fond, mens de øker posisjonene i dyrere, mer risikable og mindre likvide spareprodukter. Asymmetrisk informasjon og de uheldige incentivene til distributørene/rådgiverne kan forklare denne tilsynelatende irrasjonelle adferden for personkundernes del. Dette gir også en indikasjon på at personlig rådgivning har stor påvirkningskraft.

Nedenfor vises regnskapsresultattallene for de norske fondsforvaltningsselskapene slik de er gjengitt av Kredittilsynet.

**Tabell: Resultat fondsforvaltningsselskaper**

(tall i 1000 kroner)

|  | 1. kv. 2006    | 2. kv. 2006    | 3. kv. 2006    | 4. kv. 2006      | 1. kv. 2007    | 2. kv. 2007    | 3. kv. 2007    | 4. kv. 2007      |
|--|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Forvaltningsgodtgjørelse                   | 582 497        | 569 807        | 569 903        | 1 327 565        | 643 014        | 739 936        | 715 237        | 1 440 413        |
| Provisjonsinntekter                        | 91 006         | 74 463         | 46 831         | 100 610          | 92 322         | 93 303         | 83 335         | 89 964           |
| Andre driftsinntekter                      | -11 634        | -85            | -13 608        | 1 890            | 15 833         | 11 861         | 9 794          | 13 576           |
| Inntekter fra aktiv forvaltning            | 116 173        | 113 418        | 137 511        | 265 851          | 123 460        | 137 290        | 84 357         | 109 215          |
| Inntekter fra tilleggstjenester            | 44             | 166            | 31             | 171              | 95             | 50             | 218            | 54               |
| <b>Sum driftsinntekter</b>                 | <b>778 086</b> | <b>757 769</b> | <b>740 668</b> | <b>1 696 087</b> | <b>874 724</b> | <b>982 440</b> | <b>892 941</b> | <b>1 653 222</b> |
| <b>Sum driftskostnader</b>                 | <b>535 852</b> | <b>579 884</b> | <b>516 139</b> | <b>858 810</b>   | <b>633 566</b> | <b>669 482</b> | <b>659 263</b> | <b>953 571</b>   |
| <b>Driftsresultat</b>                      | <b>242 234</b> | <b>177 885</b> | <b>224 529</b> | <b>837 277</b>   | <b>241 158</b> | <b>312 958</b> | <b>233 678</b> | <b>699 651</b>   |
| <b>Netto finansposter</b>                  | <b>12 747</b>  | <b>6 043</b>   | <b>12 300</b>  | <b>24 099</b>    | <b>22 594</b>  | <b>23 756</b>  | <b>22 262</b>  | <b>26 256</b>    |
| <b>Ordinært resultat før skattekostnad</b> | <b>254 981</b> | <b>183 928</b> | <b>236 829</b> | <b>861 376</b>   | <b>263 752</b> | <b>336 714</b> | <b>255 940</b> | <b>725 907</b>   |

Vedlegg til Kredittilsynets pressemelding 14/2008, lastet ned den 7. august 2008 fra:

[http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd\\_excel/01/01/Vedle058.xls](http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_excel/01/01/Vedle058.xls)

Ovenstående tall viser fortjenestenivået i den norske fondsbransjen. Det aggregerte regnskapsresultatet er på nærmere en og en halv milliard både i 2007 og i året før, fordelt på 23 forvaltningsselskaper. I 2007 økte driftsinntektene med 11 prosent mens driftskostnadene økte med 17 prosent<sup>18</sup>. Noen av de økte kostnadene kan være bonus til forvaltere/nøkkelpersonell.

### 5.3. Betydningen av ulike priser

Statistikken fra Verdipapirfondenes forening viser at verdipapirfondene for tiden er på vikende front i personmarkedet, men at innslaget av fondskapital fra profesjonelle investorer øker. Det virker tilsynelatende irrasjonelt at personkunder generelt i liten grad investerer i fond, og spesielt at de i liten grad benytter seg av indeksforvaltede fond og ETF'er som billige alternativer.

Det kan synes som om fond ikke betaler distributørene like godt som de konkurrerende spareproduktene gjør. Men provisjonskonkurransen, i stedet for avkastningskonkurransen, er ikke den formen for konkurranse som fremmer effektiviteten i sparemarkedet. Det faktum at profesjonelle investorer øker sine posisjoner er et tegn enten på at fond som produkt er attraktivt nok, eller at forvaltningsselskapene gir de profesjonelle investorene betingelser som er gode nok, slik at fondsproduktet forsvarer seg blant ulike alternativer.

Prisingen av fond fastsettes av fondets vedtekter ved fondets oppstart, og vedtektsendringer krever godkjenning av Kredittilsynet. Dermed kan bransjen ha en viss prisstivhet. Prisstivheten kan gjøre at forvaltningsselskapene ikke synes de har nok fleksibilitet i konkurransen om kundene. Store kunder kan føre forhandlinger på pris, og

<sup>18</sup> Kredittilsynet skriver: "Det samlede driftsresultatet i forvaltningsselskapene var 1 487 millioner kroner i 2007, omtrent uendret fra 2006. Driftsinntektene var 4 403 millioner kroner i løpet av 2007, som er 431 millioner kroner (11 prosent) mer enn i 2006. I 2007 gikk forvaltningsselskapenes inntekter fra aktiv forvaltning ned med 179 millioner kroner (28 prosent) sammenliknet med året før, til 454 millioner kroner. Forvaltningsselskapenes driftskostnader var 2 916 millioner kroner i 2007. Dette er 425 millioner kroner (17 prosent) mer enn året før."

forvaltningsselskapene vil kunne ønske å prisdifferensiere fordi de da kan tilby pris helt ned mot egen produksjonskostnad overfor en svært attraktiv kunde.

Reguleringsmyndigheten har søkt å begrense mulighetene for ulik prising, blant annet for å beskytte småkundene mot for høye priser. Forvaltningsselskap er som hovedregel pålagt å ta lik pris for hver andel når det gjelder tjenester de yter andelseierne i ett og samme fond. Med denne innretningen har myndighetene søkt å få realisert en «free rider»-effekt ved at de store kundene presser prisene ned og at den lave prisen i sin tur kommer småkundene til gode.

Plottene i figurene i punkt 2.6. viser en stor spredning i priser for likeartede fond, og antyder derfor at denne tilsiktede effekten ikke har oppstått. Nåværende regulering, som i praksis ikke tillater prisdifferensiering, gjør at forvaltningsselskapene har valgt den administrativt mer kostbare utvei å bruke skyggefond (fond i fond) og inntektsdeling som redskaper for å kunne differensiere prisene, og således konkurrere mer aggressivt om de store kundene uten at de må oppgi å ta en høy pris fra de små.

Skyggefond kan hemme konkurransen ved å hindre personkunder adgang til fond med lave priser, men kan fremme konkurransen mellom norske og utenlandskregistrerte fond, fordi de norske skyggefondene kan tilby betingelser som ligger nærmere de betingelser fond registrert i land med annen regulering kan tilby.

## 5.4. Om stordriftsfordeler i verdipapirfond

Departementet har bedt om en vurdering av hvorvidt det er stordriftsfordeler i verdipapirfondsmarkedet, hva disse eventuelt består i og om de eventuelle stordriftsfordelene kan utnyttes mer effektivt.

Hvis det er stordriftsfordeler i verdipapirfond, må de gjennomsnittlige kostnadene ved fondsforvaltning synke jo mer penger som skytes inn i fondet.

I det følgende drøftes hvorvidt det er rimelig å anta at det er stordriftsfordeler og fallende gjennomsnittskostnader i fondsforvaltningen, og i så fall, hva det innebærer for konkurranseforholdene i markedet for verdipapirfond.

Verdipapirfondsproduksjon har to oppgaver som er særlig ressurskrevende. Den ene er forvaltning eller porteføljesammensetting, det vil si å identifisere og beslutte hvilke verdipapirer fondet til enhver tid skal plassere den oppsamlede formuesbeholdningen i, og med hvilken vekt de ulike papirer skal inngå. Den andre oppgaven er å holde oversikt over hvilken verdi fondets andeler til enhver tid har, og gi informasjon til og administrere andelseiermassen.

Oppgaven å forvalte kapitalen, det vil si sette sammen porteføljen til enhver tid, må utføres uansett om kapitalbeholdningen er liten eller stor. Disse kostnadene påløper allerede fra den første kapitalmengden som settes i fondet. Men når man først har utviklet en investeringsstrategi og en porteføljesammensetning, kan man enkelt plassere inn ekstra kapital<sup>19</sup> i de samme papirer med samme vekting, uten å bruke særlig store ressurser. Dette

---

<sup>19</sup> Dette gjelder så lenge fondets kapital befinner seg innenfor et relevant intervall. Vi antar her at fond i store deler av sin virketid befinner seg i intervaller hvor ekstra kapital kan skytes inn uten å skape behov for store omlegginger av investeringsstrategien. De gangene fond «vokser seg ut av» sin investeringsstrategi, gjelder ikke antakelsen om stordriftsfordeler for en viss periode.

støtter påstanden om at det er fallende gjennomsnittskostnader og således stordriftsfordeler i fondsforvaltningen.

I oppgaven med å bokføre andelseiernes verdier til enhver tid er det mer usikkert om det er stordriftsfordeler. Med ekstra innskudd følger gjerne flere kostnader med kunder som må følges opp, og selv om forvaltningsselskapet utvikler en infrastruktur som gjør kundeoppfølgingen mer effektiv etter hvert, påløper det likevel flere kostnader med flere kunder<sup>20</sup>.

En tredje oppgave i fondsproduksjon er å opprette og følge opp skyggefond. De ressursene som kreves her er relativt små når man først har et etablert forvaltningsselskap og et hovedfond. Å etablere skyggefond krever kopiering og redigering av eksisterende vedtekter, innhenting av nødvendige tillatelser og etablering av de styringsorganer som loven krever. Kostnadene ved å etablere og drive skyggefond må være mindre enn inntektene selskapene kan innhente ved å kunne prisdifferensiere mellom ulike kunder. En effektiv regulering av differensiert forvaltningsgodtgjørelse i ett og samme fond vil fjerne behovet for skyggefond, og det vil igjen åpne for kostnadsbesparelser hos forvaltningsselskapene.

Et forvaltningsselskap må etablere administrative funksjoner, reise egenkapital og ta på seg depotkostnader før det kan starte opp. Store etableringskostnader gjør det vanskelig for nye konkurrenter å entre markedet, ettersom lønnsom drift forutsetter en viss skala. Disse faktorene taler samlet sett for at det er relativt betydelige stordriftsfordeler i verdipapirfondsproduksjonen.

### ***Markedet for verdipapirfond sett i lys av økonomisk teori***

*Det «produktet» som et fondsforvaltningsselskap produserer, er kapitalforvaltning som tjeneste. Alle fondsforvaltere leverer denne tjenesten, men «produktene» er likevel differensierte ved at fondenes investeringsmandater er forskjellige, og ved at det enkelte forvaltningsselskap markedsfører sin egenartede investeringsfilosofi. I økonomisk forstand er forvaltningstjenestene som produkter betraktet, nære substitutter.*

*Forvaltningsselskapenes kan drive merkevarebygging og andre kundelojalitetsfremmende tiltak som fører til at det enkelte selskap kan få en del av markedets etterspørsel rettet mot nettopp sin bedrift.*

*Markedet for spareprodukter som består av finansielle instrumenter lider under markedssvikten asymmetrisk informasjon, og i et slikt marked er det mulig for den informerte part å høste en informasjonsprofitt.*

*Et marked med mange likeartede produkter (nære substitutter) kan ha markedformen monopolistisk konkurranse. (Monopolistisk konkurranse må ikke forveksles med monopol, det ligger i begrepet at det er konkurranse, dvs. flere tilbydere.) I monopolistisk*

<sup>20</sup> Man kan likevel anta med visse modifikasjoner at storkunder medfører lavere kostnader enn småkunder, fordi transaksjonskostnadene forbundet med én kunde med et stort innskudd sannsynligvis er mindre enn kostnadene ved de mange småkundene man må ha for samme kapitalmengde. Men store kunder er også krevende kunder, og den enkelte profesjonelle kunde kan kreve mer ressursinnsats fra selskapet enn den enkelte personkunde.

*konkurransen med asymmetrisk informasjon kan man observere stor prisspredning, slik vi kan se i markedet for verdipapirfond.*

*Dersom en tilbyder i et marked med monopolistisk konkurranse øker sine priser, vil etterspørselen kunne falle, men bare noe. (Til forskjell fra et marked med perfekt konkurranse, hvor hele etterspørselen skal forsvinne hvis bedriften krever høyere pris enn markedsprisen.) Den kundelojaliteten som ett enkelt forvaltningsselskap nyter godt av, gjør at selskapet, selv om det konkurrerer i et marked med flere tilbydere, i noen grad kan opptre slik en monopolist opptrer ved at han er prissetter, og ikke pristaker, slik han ville vært i et marked med perfekt konkurranse.*

*Den teoretiske langtidslikevekten for monopolistisk konkurranse gir et marked med overetablering. Det blir for mange tilbydere og all profitt konkurreres bort. Konkurransen fører til at etterspørselen rettet mot den enkelte bedrift skifter innover. En bedrift kan tåle slike negative skift helt inntil det punktet hvor betalingsviljen for vedkommende bedrifts produkt akkurat dekker kostnadene. Faller etterspørselen under dette nivået, tvinges bedriften ut av markedet.*

*Den delen av markedsetterspørselen som er rettet mot den enkelte bedrift vil i langtidslikevekten ikke være stor nok til at hver bedrift fullt ut kan utnytte sine stordriftsfordeler. I samfunnsøkonomisk forstand betyr stordriftsfordeler at gjennomsnittskostnadene blir lavere jo mer som produseres, for forvaltningsselskapenes vedkommende; jo mer forvaltning som produseres, dvs. jo mer penger som er til forvaltning.*

*Langtidslikevekten med overetablering og null profitt kan realiseres når markedssvikten asymmetrisk informasjon ikke eksisterer. Dersom asymmetrisk informasjon også eksisterer i markedet, ved at i det minste noen kunder er uinformerte, vil forvaltningsselskapene kunne prisdiskriminere og således ha positiv profitt over tid. Markedsliekevekten kan bli en likevekt med flere priser (en prisfordeling) som ikke nødvendigvis skyldes en bevisst prisdiskrimineringsstrategi.*

*Norske fondsforvaltningsselskap viser positive økonomiske resultater (positiv profitt). Tolker vi dette markedet som et med monopolistisk konkurranse, tyder de positive resultatene på at bransjen som sådan enten ikke har nådd den teoretiske langtidslikevekten, eller at den positive profitten skyldes asymmetrisk informasjon i personkundemarkedet (vi kan ikke anta asymmetrisk informasjon overfor profesjonelle investorer). Det er imidlertid i personkundemarkedet at fondene har blitt utsatt for tøff konkurranse fra andre produkter i distribusjonsleddets produktspekter.*

*Antakelsen om konkurransesvikt i personmarkedet støttes av den prisspredningen som framkommer i plottdiagrammene i punkt 3.6.*



## 5.5. Differensiert forvaltningsgodtgjørelse

Det rettslige prinsippet om at alle andelseiere skal ha lik rett i ett og samme fond har blitt tolket slik at forvaltningsselskapene som hovedregel ikke kan tilby ulik forvaltningsgodtgjørelse til andelseiere i samme fond, eller rabattere noen kunder framfor andre. Dette er nærmere regulert i forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse<sup>21</sup>, som tillater ulik godtgjørelse innenfor bestemte intervaller av verdien av den kapitalen en investors samlede andeler utgjør. Prissystemet kalles en uekte trapp, og regelen her er at det gis en pris for forvaltningen av kapitalen i intervall 1, og en annen pris i intervall 2, osv.

Likhetsprinsippet er ikke til hinder for at innskuddskronene i samme fond behandles ulikt, (som i et progressivt skattesystem, bare motsatt) med at det slår inn en lavere sats jo høyere opp i intervallene den enkelte krone befinner seg. Når en investor har kapitalinnskudd som løper over flere intervaller, vil hun antakelig være opptatt av den prisen hun betaler totalt, som er et vektet gjennomsnitt av intervallprisene. Således vil prisen etter et prinsipp om uekte trapp være helt ekvivalent med om forvaltningsselskapene satte en enkel, individuell pris på hele innskuddet til den enkelte investor.

Det er svært ressurskrevende, i praksis henimot umulig, for forvaltningsselskapet å gjennomføre differensiert forvaltningsgodtgjørelse etter forskriften, fordi verdiene av innskuddene forandrer seg daglig, og enkelte innskudd kan hoppe mellom intervaller fra den ene dagen til den andre. Dette gjør også kostnadene svært uoversiktlig for kunden, som det er grunn til å tro heller ikke ser seg tjent med prising etter denne modellen. Differensiert forvaltningsgodtgjørelse etter forskriften benyttes heller ikke i særlig grad av forvaltningsselskapene så lenge de kommer seg enklere rundt den regulerte hindringen ved å opprette skyggefond.

Et foretaks besluttede organer står fritt til å dele sine inntekter med hvem de vil. I praksis kan et forvaltningsselskap dele noen av sine inntekter med en stor kunde. Men dersom denne utdelingen skal tilbakeføre deler av godtgjørelsen kunden har betalt for forvaltningstjenestene, mens de andre andelseierne ikke mottar prosentvis like mye, er dette i strid med lovens likhetsprinsipp.

Det økonomiske utfallet av at et forvaltningsselskap tilbyr en kunde inntektsdeling, kan være helt ekvivalent med differensiert forvaltningsgodtgjørelse (men disse behandles ulikt juridisk)<sup>22</sup>. Om et forvaltningsselskap gir en kunde rabatt på forvaltningsgodtgjørelsen kan beregningsmåten innrettes slik at det ikke belaster fondet eller de øvrige andelseierne. Både inntektsdeling og rabatt er i økonomisk forstand et forhold mellom forvaltningsselskapet og kunden. Om kunden velger å plassere denne rabatten i fondet eller et annet sted gir også helt ekvivalente utfall enten man kaller det rabatt eller inntektsdeling.

Forvaltningsselskapets kostnader ved å betjene de ulike kunder kan variere. Verdipapirfondloven § 6-1 etablerer prinsippet om at hver andel gir lik rett i fondet. Bransjestandarden til Verdipapirfondenes forening krever rutiner for å unngå krysssubsidiering av andelseiere ved tegning og innløsning. Dette presiseres nærmere ved kravet om at *«forvaltningsselskapet skal fastsette rutiner for å forhindre at eksisterende andelseiere blir*

<sup>21</sup> For 2007-12-21 nr 1776: Forskrift om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler. (For å ha differensiert godtgjørelse må differensieringen vedtekstfestes.)

<sup>22</sup> Skatterettslige og konkursrettslige forhold kan gjøre det økonomiske utfallet ulikt mellom den tillatte inntektsdeling og den ulovlige godtgjørelsesrabatteringen, men det faller utenfor denne utredningens område.

*skadelidende som følge av tegninger og innløsninger som andre andelseiere foretar i fondet» og begrunnes ved at «Ved nettotegninger i et verdipapirfond vil fondet (på marginen) kjøpe seg opp i de papirer som fondet er investert i, og vice versa når det er netto innløsninger i fondet. Dette genererer i sin tur transaksjonskostnader som prinsipielt sett ikke bør veltes over på fondets eksisterende andelseiere, men dekkes av de andelseiere som har tegnet eller innløst.»*

Mens likhetsprinsippet gjør prisene stive, kan forvalterne gjennom skyggefond og inntektsdeling skaffe seg en viss fleksibilitet for å prisdiskriminere og derved konkurrere aktivt om store kunder. Det er grunn til å tro at for både kunden og forvaltningsselskapet er det av mindre betydning hva man kaller ordningen, bare det økonomiske utfallet er som ønsket. Men skyggefond og inntektsdeling er like fullt kostnads- og arbeidskrevende for selskapene og lite forutberegnelig for kunden. Selv om de ekstra øvelsene som gjøres for å komme seg rundt den regulerte hindringen kan være bedriftsøkonomisk lønnsomme, behøver de ikke å være samfunnsøkonomisk lønnsomme.

Siden det økonomiske utfallet vil være det samme for både fondsforvalteren og andelseierne, fremstår det som en bedre og mer kostnadseffektiv løsning hvis fondene fritt kunne benytte differensiert forvaltningsgodtgjørelse.

## 5.6. Fusjon av verdipapirfond

Et lovforslag om adgang til å fusjonere verdipapirfond er i dag under arbeid. Hensyn som taler for å tillate fusjon er at produksjonskostnader kunne reduseres. Men det må vektlegges at fondets egenskaper, som er gitt ved investeringsmandatet, ikke skal kunne endres i særlig grad. Dette er av hensyn til investor/andelseier, som ved sin inntreden i fondet valgte nettopp dette fordi fondet med sine egenskaper inngår som et element i hennes porteføljesammensetning. Fondets egenskaper er gitt i vedtektene, og består av fondets investeringsmandat, risikoprofil og de kostnader andelseier ilegges ved inntreden, eierskap og uttreden.

## 6. Konklusjoner og forslag til regulering

### 6.1. Asymmetrisk informasjon i sparemarkedet – Kredittilsynets tiltak for bedre informasjon

Asymmetrisk informasjon er et generelt problem i hele sparemarkedet, og Kredittilsynet anser også den asymmetriske informasjonen som det mest alvorlige problemet. Som tidligere omtalt kan produsent og distributør ha en felles interesse i å konstruere kompliserte produkter som markedsføres som attraktive for kundene, mens betydelige kostnadselementer som tilfaller produsent og distributør samtidig forringer kundens potensielle avkastning. Distributøren er i denne sammenheng den sterke part som har mulighet til å favorisere den produsent som gir ham høyest provisjon. Denne asymmetrien mellom partene muliggjøres hovedsakelig fordi partene er ulikt informert om hva som er den faktiske situasjonen.

Kredittilsynet har ved stedlige tilsyn funnet at personkunder blir rådet til å flytte sparepengene sine blant annet fra verdipapirfond og bankinnskudd til mer kompliserte, mindre transparente, mer risikofylte og mindre likvide spareprodukter.

Som omtalt i kapittel 2 vil nedbetaling av lån og bankinnskudd på høyrentekonto for mange vanlige forbrukere ofte være det beste sparealternativ. Det har imidlertid sjelden vært noen incentiver for bankansatte eller andre distributører knyttet til å få kunder til å gjøre akkurat dette. Snarere tvert i mot har incentivene vært knyttet til investeringer i andre spareprodukter og i noen grad også til etablering av eller øking av lån.

Etter at rådgivningssegmentet kom inn under ny lovgivning og konsesjonsplikt, har det vært en prioritert oppfølging av dette segment fra Kredittilsynets side. Dette har blant annet resultert i tre konsesjonsinndragninger. En positiv konsekvens av dette er at det er tydelige tegn til at aktørene har endret adferd. Eksempelvis har salget av strukturerte produkter blitt kraftig redusert.

Kredittilsynet har lagt vekt på å ansvarliggjøre ledelsen i foretakene med hensyn på produktvalg og produksammensetning, for å minimere de interessemotsetninger som eksisterer i virksomheten. Kredittilsynet forventer at foretakene i dette segmentet har klare retningslinjer for hvilke produksammensetninger som kan selges til nærmere definerte kundesegmenter, og at avvik fra disse dokumenteres nøye.

Gjennom tilsynsvirksomheten har Kredittilsynet informert om hvilke krav som stilles til innhold og dokumentasjon av rådgivningen. Dette vil også bli fulgt opp i tiden framover.

Det er i de senere år blitt stilt stadig strengere krav til informasjon om investeringsprodukter. Kredittilsynet er av den oppfatning at produsentene i betydelig grad imøtekommer disse nye kravene, men det kan være et problem at denne informasjonen i liten grad blir forstått av kundene. Produktinformasjonen kan være både omfattende og komplisert, og kreve forhåndskunnskaper om finansielle mekanismer som det ikke er vanlig å ha for den som ikke arbeider spesifikt med dette.

Praksis i rådgivningssegmentet har hittil vært at rådgivers avlønning er direkte avhengig av de provisjonsinntektene hans rådgivning genererer. Dermed er den enkelte rådgivers interesser

sammenfallende med både foretakets og produktprodusentens, men svært ofte *ikke* med kundens. I den grad sparemarkedet har slike belønningsstrukturer, vil de som titulerer seg som kundens rådgiver ikke opptre i kundens interesse, og da er tittelen «rådgiver» desinformerende. Dersom belønningen til en distributør/rådgiver kommer fra produsentleddet og dersom størrelsen på belønningen avhenger av salg av bestemte produkter, ville tittelen «selger» være mer informativ i forhold til de mekanismer som faktisk utspiller seg.

Det er Kredittilsynets oppfatning at en bedre løsning oppnås hvis kunden betaler sin rådgiver direkte for den tjenesten som leveres. Denne løsningen er også den som er nedfelt som hovedregel i Kommisjonsdirektiv 2006/73/EC (MiFID) og i den nye norske Verdipapirhandelloven. Begge nedfeller at den som driver investeringsrådgivning kun unntaksvis kan motta betaling fra andre enn kunden. Betaling fra andre enn kunden er kun tillatt hvis betalingen forbedrer kvaliteten på tjenesten som ytes kunden, hvis betalingen ikke svekker foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på beste måte, og hvis kunden er gitt skriftlig informasjon om betalingens art og verdi *før* tjenesten ytes. Verdipapirforskriften krever at alle disse tre kriteriene må være oppfylt.

I praksis er det svært sjelden at situasjonen er slik at disse kriteriene innfris, og da er det heller ikke i tråd med loven å yte investeringstjenester eller titulere seg investeringsrådgiver.

Dersom en distributør som tar imot vederlag fra produsentene titulerer seg som selger, vil tittelen informere om det faktiske økonomiske forholdet mellom ham og kunden. Myndighetens mål om transparens imøtekommes mer og informasjonsasymmetrien vil avta. Området kan reguleres ved et forbud mot å titulere seg som «rådgiver» dersom man mottar betaling fra andre enn kunden, og et påbud om å titulere seg som «selger» dersom man mottar betaling direkte eller indirekte fra produsent.

Returprovisjonen gir distributøren sterke incentiver, og med hensyn til kundens interesser også svært uheldige incentiver. En alternativ løsning kan være å forby returprovisjon helt. Det er imidlertid et markedsinngrep som går langt. Det er ikke kjent for Kredittilsynet at noen andre land har forbudt slike provisjoner. Et forbud her hjemme vil kunne vri aktørenes atferd over mot å organisere foretak og pengestrømmer i andre land, hvor norske myndigheter har betydelig mindre muligheter til å regulere med politikkinngrep.

Sparemarkedene forandrer seg kontinuerlig og er vanskelige å regulere, både fordi det kommer inn nye produkter og fordi utenlandske aktører er gitt rett til salg og markedsføring i Norge. Inngrep som kun er rettet mot norske aktører behøver ikke føre til noen endringer i sparemarkedet, fordi utenlandske aktører kan tre inn der de norske går ut som følge av nasjonal regulering.

Kredittilsynet arbeider med å håndheve reglene i den nye Verdipapirhandelloven, og forventer at bransjens atferd endres i positiv retning med hensyn til kundenes interesser. Kredittilsynet vil også se nærmere på verdipapirfondenes resultatpresentasjon med hensyn til utbyttejustering og referanseindeks.

## 6.2. Stordriftsfordeler

Det er rimelig å anta at det er stordriftsfordeler i verdipapirfondsmarkedet på områder som porteføljesammensetting og administrative prosesser. Samtidig viser bransjeresultatene for forvaltningsselskapene en meget høy avkastning på den investerte kapital.

Fordi det er stordriftsfordeler, vil de samlede produksjonskostnadene bli mindre med færre forvaltningsselskaper og fond. Samtidig kan en observere såkalt «monopolistisk konkurranse», det vil si at tilbyderne markedsfører relativt like produkter som forskjellige og egenartede, og at mange tilbydere kan drive bedriftsøkonomisk lønnsomt selv om omsatt kvantum befinner seg i et område hvor enhetskostnadene er fallende. Ved fallende enhetskostnader ville økt kvantum gitt mye høyere lønnsomhet, noe som i sin tur kunne gitt økt overskudd til eierne, høyere lønn til ansatte eller lavere pris til kundene.

En reduksjon i antall forvaltningsselskaper og fond ville øke den økonomiske effektiviteten ved at like mye kapitalforvaltning ville bli produsert med lavere innsats. I et marked med perfekt konkurranse ville lavere kostnader her kunne gi lavere utgifter for sparerne og bidra til økt kapitaltilgang. Men så lenge sparemarkedet lider under asymmetrisk informasjon er det sannsynlig at kundene ikke ville nyte godt av en særlig stor andel av den økte fortjenesten.

Et viktig, men ressurskrevende tiltak i dette markedet er bedret forbrukeropplysning<sup>23</sup>. Finansportalen gir i den sammenheng et grunnleggende bidrag som bør kunne utvikles videre.

### 6.3. Ulik pris eller rett til tegning for alle

For streng regulering i Norge kan føre til at mange fond flyttes ut av landet, mens for lite regulering kan redusere provenyinntekt fra og kontroll med den investeringsvillige kapitalen. I dette markedet er det viktig å unngå overregulering, det vil si en regulering som kompliserer mer enn den er til nytte, eller som påfører markedet mer uklarhet og usikkerhet enn nødvendig, og som derfor er samfunnsøkonomisk tvilsom.

Forskrift om differensiering av forvaltningsgodtgjørelse er egnet til å skape uklarhet og usikkerhet ved at terskelverdiene for endret sats skal bestemmes av andelsverdien, en verdi som endres daglig. Dette påfører sparer/en investoren en usikkerhet og en uforutsigbarhet som vedkommende vil unngå. Den trinnvise prisingsmodellen kalles for en «uekte trapp» mens den matematiske lineære prisingen kalles «ekte trapp». Myndighetene kan tillate ulik forvaltningsgodtgjørelse i samme fond, men bør da stille krav om at beregning skjer på en måte som sikrer likeverdig økonomisk utvikling i alle fondets andeler og for alle andelseiere.

Kredittilsynet har gjennom forvaltningspraksis tolket loven slik at fond var å anse som åpne selv om de etablerte minstekrav til innskuddets størrelse. Myndighetene kan forby slike minimumsbeløp for innskudd i fond, og legge inn et krav om at alle etablerte fond må være åpne for alle innskytere og alle tegningsbeløp. En slik regulering krever også at all informasjon om fondet som er relevant gjøres kjent for alle, både potensielle kunder og andelseiere.

Det er Kredittilsynets synspunkt at dagens praksis med skyggefond og overskuddsdeling ikke gir optimal bruk av ressursene. Kredittilsynet anbefaler derfor at dersom det ikke innføres et forbud mot minimumsinnskudd i fond, må det åpnes for å differensiere forvaltningsprovisjoner etter den såkalte «ekte trapp»-modellen, altså at det gis adgang til å gi en kunde en enkelt sats som vil gjelde for hele innskuddet kunden har skutt inn i fondet.

---

<sup>23</sup> Mer informasjon til den uinformerte part i et marked med asymmetrisk informasjon, er et markedsinngrep som rettes mot selve markedssvikten.

Differensiert forvaltningsgodtgjørelse er et unntak fra det som gjelder for andre juridiske konstruksjoner hvor investeringene har juridisk form som *eierandel*. Normalt fordeles kostnader og inntekter likt over andelene. Adgang til differensiert forvaltningsgodtgjørelse vil også oppheve den i teorien mulige «free-rider»-effekten som kan komme småsparere til gode når store kunder presser ned forvaltningskostnadene, og alle andeler behandles likt. I dag unnslipper forvaltningsselskapene denne effekten ved å etablere skyggefond for store kunder. Et forbud mot minimumsbeløp i fond sammen med et krav om informasjon om alle fond til markedet vil kunne aktivisere denne effekten, såfremt det ikke gis adgang til differensiert forvaltningsgodtgjørelse på noen måte, verken som «ekte trapp» eller «uekte trapp».

## 6.4. Likviditet og flyttehindringer i norske fond

Kredittilsynet er av den oppfatning at myndighetene vanskelig kan gripe inn for å regulere tegning og innløsningsprovisjonene. En slik inngripen vil antagelig medføre en konkurransevridning mellom norske og utenlandske fondsprodusenter. Den gjenstående muligheten er derfor å vurdere skatteregler som reduserer eller fjerner incitamentet til å bli værende i ett fond når kunden selv vurderer at det finnes bedre alternative fondsinvesteringer. En annen mulighet er å vurdere skatteregler som favoriserer eie og utsetter skattemessig realisasjon ved bytte av fond til tidspunkt for endelig realisasjon. Kredittilsynet anser disse problemstillingene for å ligge utenfor mandatet for rapporten.

# Ordliste og definisjoner

## Verdipapirfond

Selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet, og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd.

I Norge er et verdipapirfond et eget rettssubjekt, men har ingen organer og utøver ingen funksjoner. Formuesmassen i et fond eies av andelseierne i fellesskap, mens et forvaltningsselskap utfører de funksjonene som følger av fondets eksistens. Forvaltningsselskapet skal være organisert som et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap, og det utfører de to hovedfunksjonene utstedelse, innløsning og registerhold av fondsandeler, og kjøp og salg av finansielle instrumenter på fondets vegne.

Andelseierne i fond kan innløse sine andeler til en kurs som fluktuerer, og som bestemmes av verdiene som de underliggende finansielle instrumenter fondet til enhver tid eier. Fordelene med fond er at sparere enkelt kan risikodiversifisere sin investering og få en profesjonell forvaltning av sine sparepenger, samtidig som investeringen er relativt likvid i det andelseierne har rett til innløsning av sine andeler. For disse tjenestene betaler spareren forvaltningsgebyr og andre gebyrer, som er nærmere behandlet i denne rapporten.

## Forskjellen mellom indeksforvaltede (passivt forvaltede) og aktivt forvaltede fond

Et indeksforvaltet fond kopierer en eller flere indekser når porteføljen settes sammen. For eksempel kan hovedindeksen på Oslo børs, OSEBX, kopieres ved at andelene av de ulike aksjer i fondets portefølje vektet slik de er vektet i hovedindeksen. Kostnadene ved å indeksforvalte et fond er lavere enn å forvalte et fond aktivt.

Et aktivt forvaltet fond skal ha en forvalter som danner seg oppfatninger om den fremtidige verdiutviklingen i ulike finansielle instrumenter, og som setter sammen formuesmassen til en portefølje ved å kjøpe og selge de finansielle instrumentene han tror vil utvikle seg mest positivt. Poenget med å forvalte en formuesmasse aktivt, er at den aktive forvaltningen skal "slå" verdiutviklingen i markedet. Et aktivt forvaltet fond kan spesialisere seg i et nærmere angitt segment eller marked, og bør i så fall måles mot en fornuftig utvalgt referanseindeks som speiler verdiutviklingen i det aktuelle segmentet/markedet. Det er nettoavkastningen til andelseierne, det vil si avkastningen fratrukket forvaltningskostnader, som bør "slå (det aktuelle) markedet", det vil si gi høyere avkastning enn alternativ investering, justert for risiko.

## Aksjefond

Et aksjefond er et verdipapirfond som i henhold til sitt investeringsmandat normalt skal investere minst 80 prosent av fondets forvaltningskapital i aksjer (eller andre egenkapitalinstrumenter) og som normalt ikke skal investere i rentebærende papirer.<sup>24</sup>

## Rentefond

Fellesbetegnelse på obligasjonsfond og pengemarkedsfond.

---

<sup>24</sup> Beskrivelsen er hentet fra finansportalen.no.

## Obligasjonsfond

Et obligasjonsfond plasserer pengene fra andelseierne i ulike lånepapirer. En obligasjon er et bevis på at man har lånt bort penger, og obligasjonen stipulerer hvilken rente som skal betales på lånet og når lånet forfaller. Obligasjoner er en effektiv måte for store institusjoner som stater, kommuner eller store selskaper å låne penger av mange ulike kreditorer på én gang. Noen obligasjonsfond plasserer kapitalen bare i norske obligasjoner, noen bare i utenlandske. Andre igjen har et investeringsmandat hvor man kan plassere forvaltningskapitalen både i Norge og utlandet.

Obligasjoner har en fast rente i en viss periode. Renten reguleres når denne perioden er over. Ved at en obligasjon har fast rente vil obligasjonene, og derved obligasjonsfondenes forvaltningskapital, variere i verdi etter endringer i rentenivået. Går renten opp i pengemarkedet, synker fondsandelene og de underliggende obligasjonene i verdi.<sup>25</sup>

## Pengemarkedsfond

Et pengemarkedsfond er et åpent fond som kun investerer i pengemarkedet. Disse fondene investerer i korte (alt fra en dag til ett år) obligasjoner som statskasseveksler (nullkupongveksel med løpetid mindre enn ett år, som selges til lavere pris enn pålydende), sertifikater (lån med kort løpetid til nibor-rente) og kortsiktige gjeldspapirer. Målet for slike fond er å preservere opprinnelig investert beløp (lav risiko) og avkastningene blir følgelig moderat. Pengemarkedsfond er svært likvide instrumenter, og brukes derfor mye av finansinstitusjoner for å lagre penger som ikke for øyeblikket er investert. (Innskuddene er ikke sikret i banksikringsfondet.)

## Kombinasjonsfond

Kombinasjonsfond investerer i både aksjer og rentepapirer. Det kan være betydelig forskjell på avkastning og risiko mellom ulike kombinasjonsfond, avhengig av hvordan kapitalen i fondet er fordelt mellom aksjer og renter. Avkastningen befinner seg ved den ene ytterligheten hos et fond som har 100 % aksjer i oppadgående marked og 100 % renter i nedadgående, mens et fond som holder renter når kursene stiger og aksjer når kursene faller befinner seg i den andre. Aksjer representerer relativt høy risiko og høy avkastning, mens renter representerer lav risiko og lav avkastning, så andelen aksjer hhv renter i fondet forteller noe om fondet er forsiktig eller aggressivt i sine plasseringer.

## ETF, fond hvor andelene kan handles over børs

ETF er fond som kopierer en indeks, men hvor andelene kan handles over børs. Investorer kan gjøre mye av det samme med en ETF som de kan gjøre med en aksje, som for eksempel å selge short. Fordi ETF handles over børs, kan de kjøpes og selges når som helst gjennom børsens åpningstid, ulikt andre verdipapirfond hvor handelen skjer til ukjent kurs (pris), og hvor kursen fastsettes i et oppgjør en gang per dag. ETF-kursene fluktuerer kontinuerlig og må handles gjennom en megler med tilhørende kurtasjeutgift. ETF har lave forvaltningskostnader fordi det er billig å forvalte det som kun er kopiering av en gitt indeks. Det første ETF-fondet ble laget av Standard & Poor i 1993. Dette produktet ga sine investorer en enkel mulighet til å kopiere S&P 500 uten å måtte kjøpe andeler i et indeksfond, og produktet ble raskt populært.

---

<sup>25</sup> Beskrivelsen er hentet fra finansportalen.no.



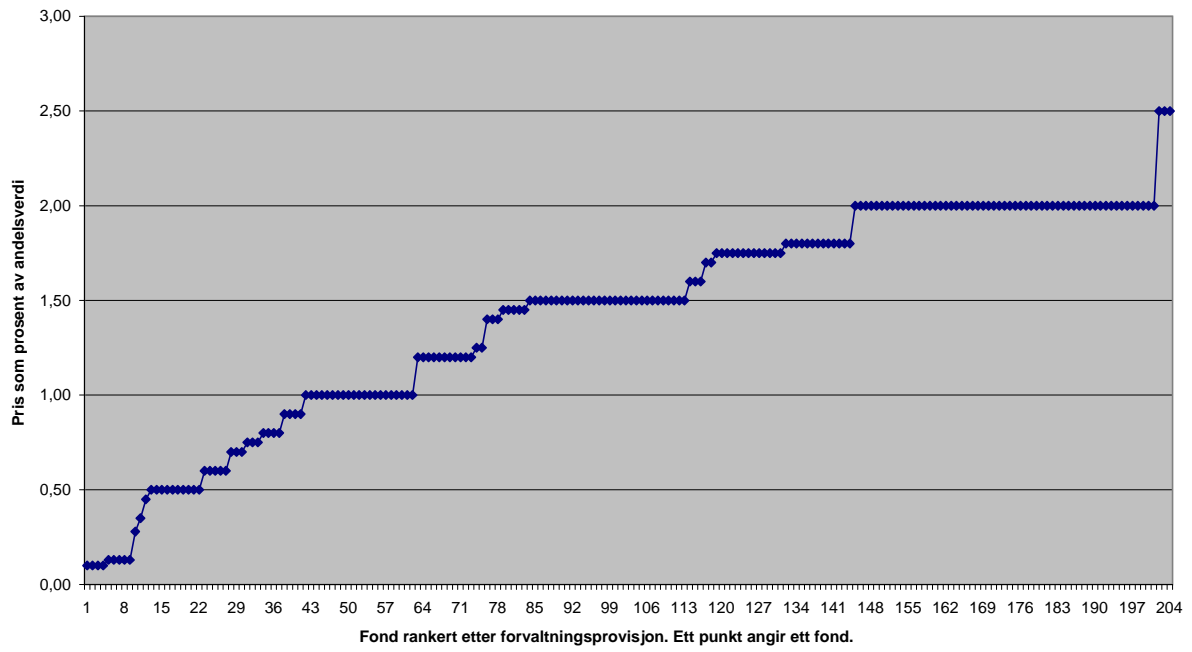
## **Prinsipal-agent-problemet**

Prinsipal-agent-problemet oppstår der det er imperfekt informasjon om kvaliteten på agentens handling. Når en prinsipal gir en agent et oppdrag, kan agentens interesser være i konflikt med prinsipalens, og prinsipalen kan være ute av stand til å forhindre å bli utnyttet. Problemet er vanlig i forsikringsmarkedet og kredittmarkedet på grunn av disse markedenes intertemporale natur. Der benevnes problemet også som «skjult handling». Prinsipal-agent-problemet kan også fremkomme den andre veien ved at prinsipalen har mulighet for å trekke ut så mye som mulig av f. eks. leie fra agenten.

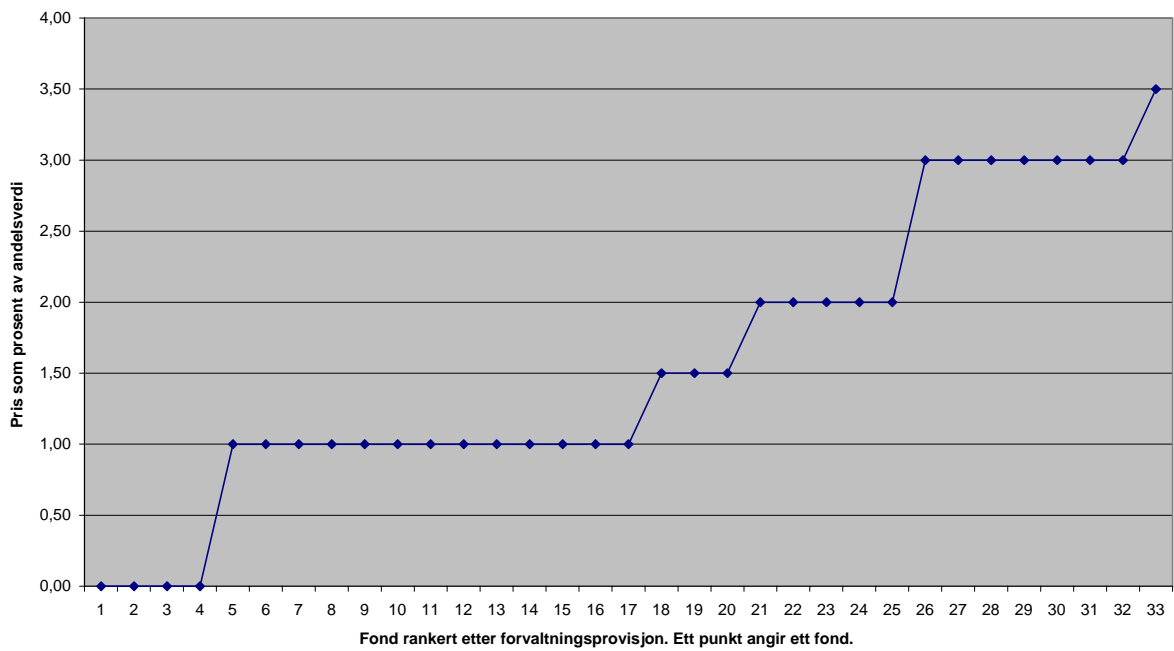
Metoden for å løse et prinsipal-agent-problem er kjent som «mechanism design» og går ut på å konstruere en incentivkontrakt hvor incentivene til prinsipal og agent er kompatible, dvs at de trekker i samme retning.

# Vedlegg 1: Prisspredning, norske og svenske fond

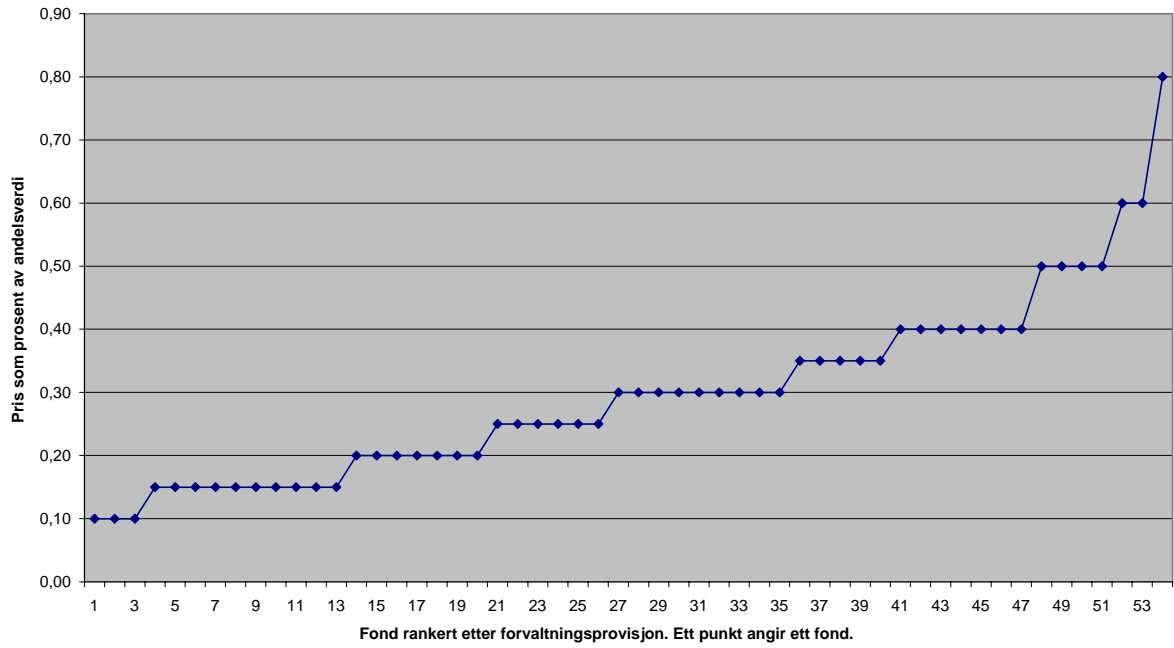
Forvaltningsprovisjoner, norske aksjefond



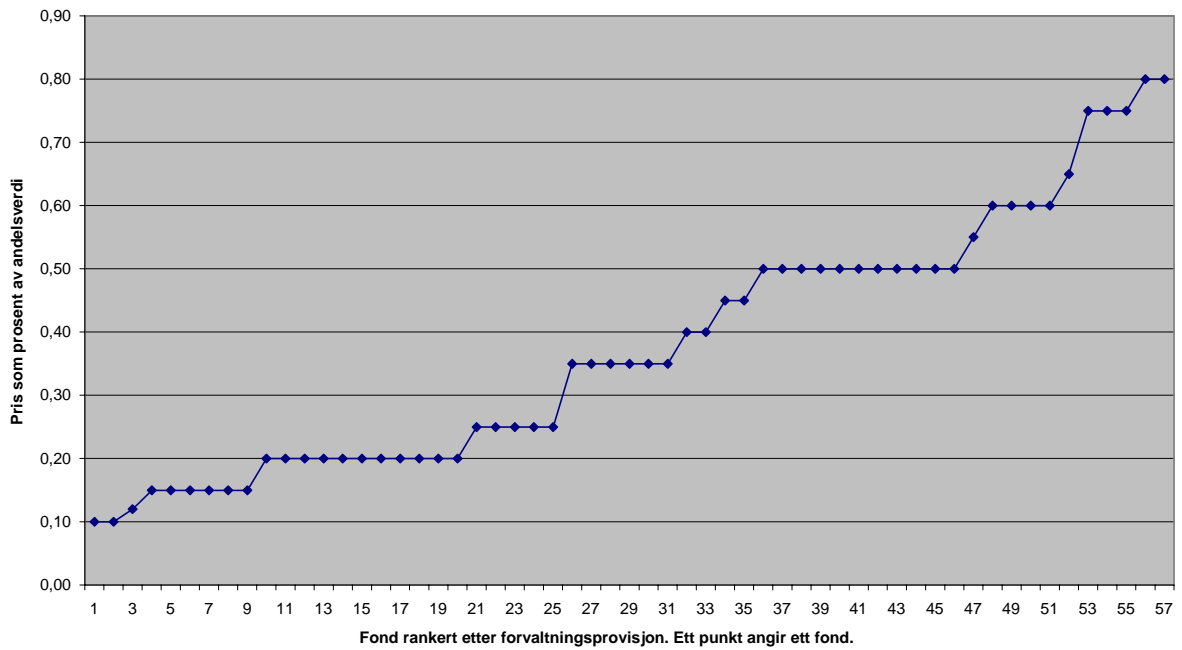
Forvaltningsprovisjoner, norske kombinasjonsfond



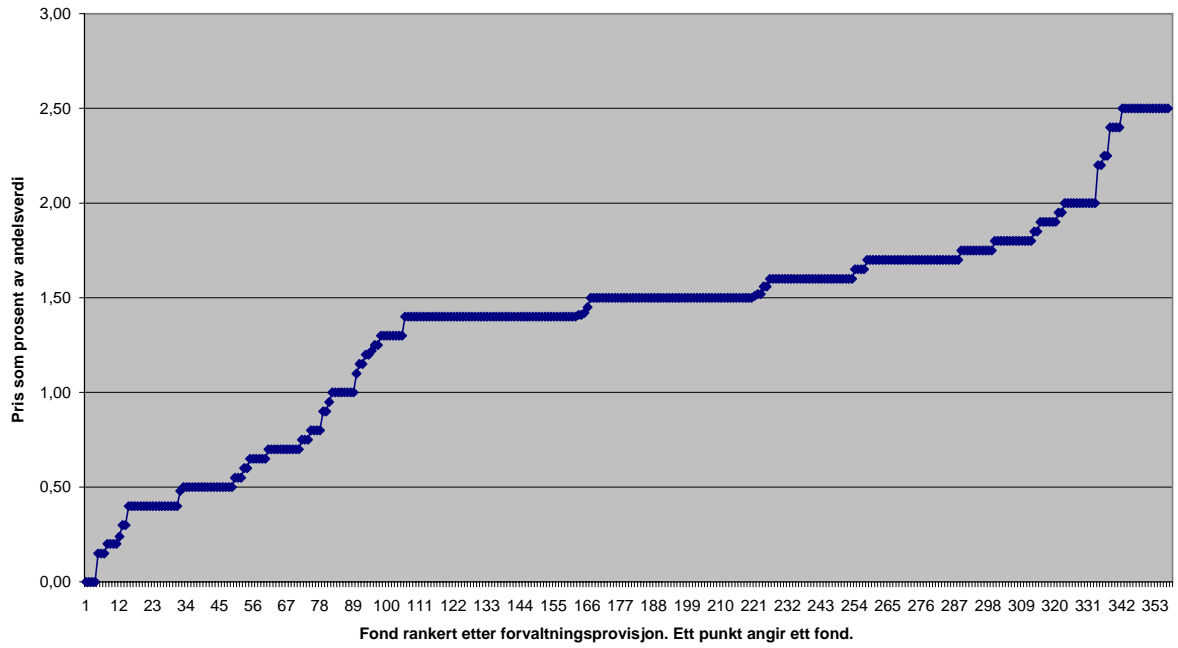
Forvaltningsprovisjoner, norske pengemarkedsfond



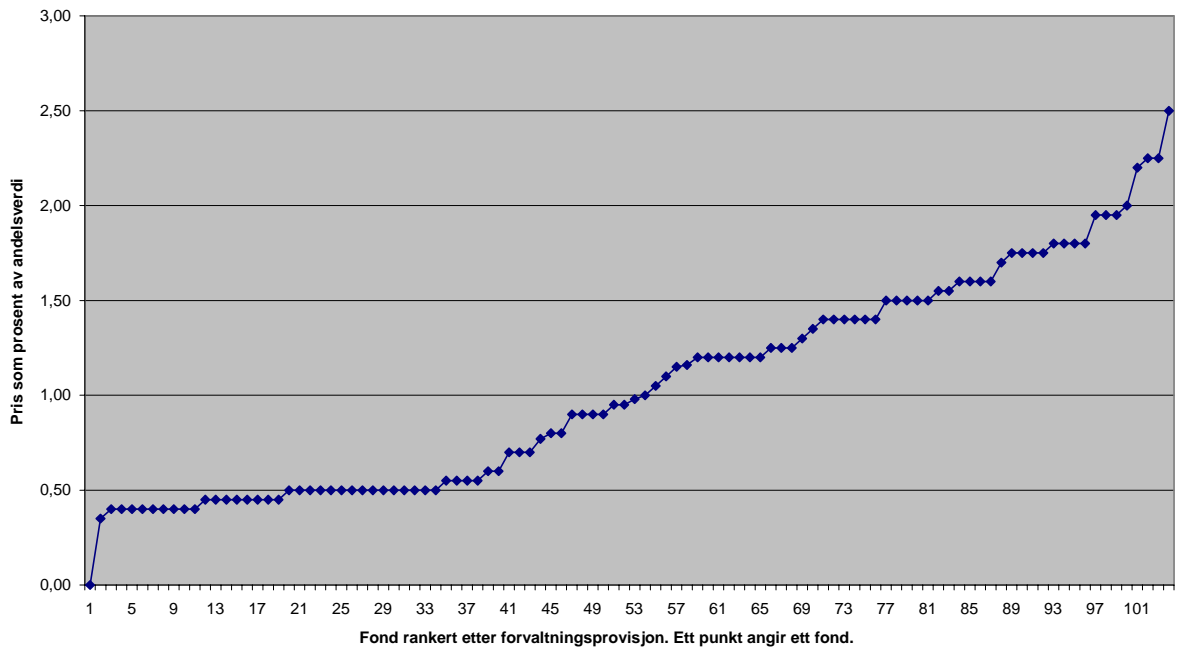
Forvaltningsprovisjoner, norske obligasjonsfond



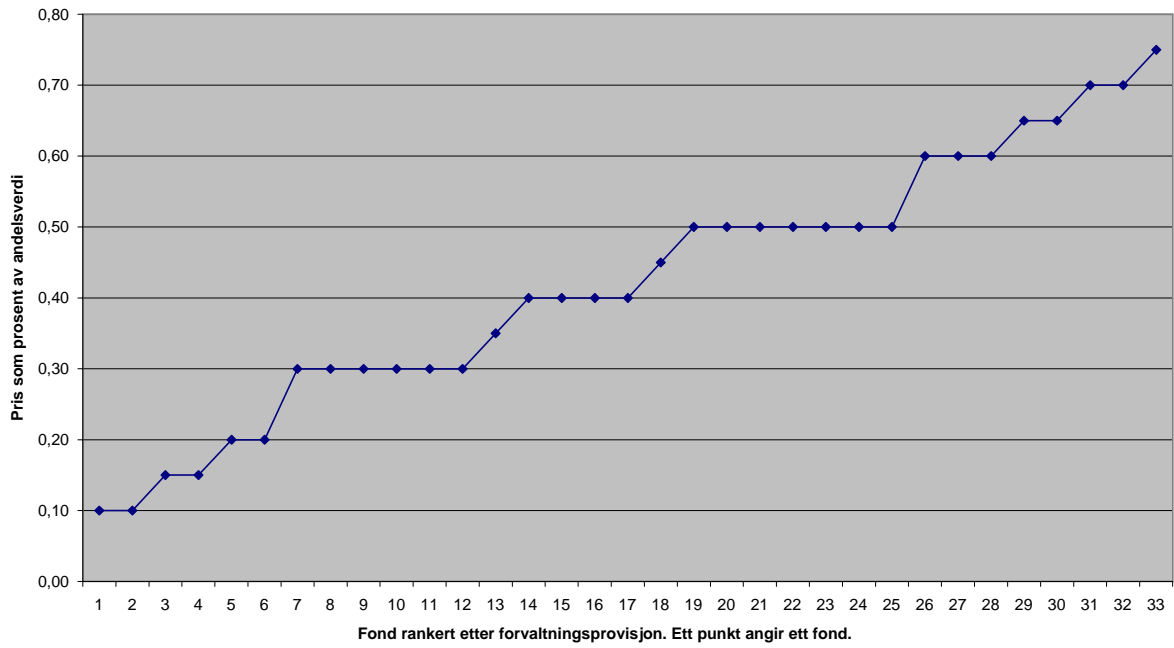
### Forvaltningsprovisjoner, svenske aksjefond



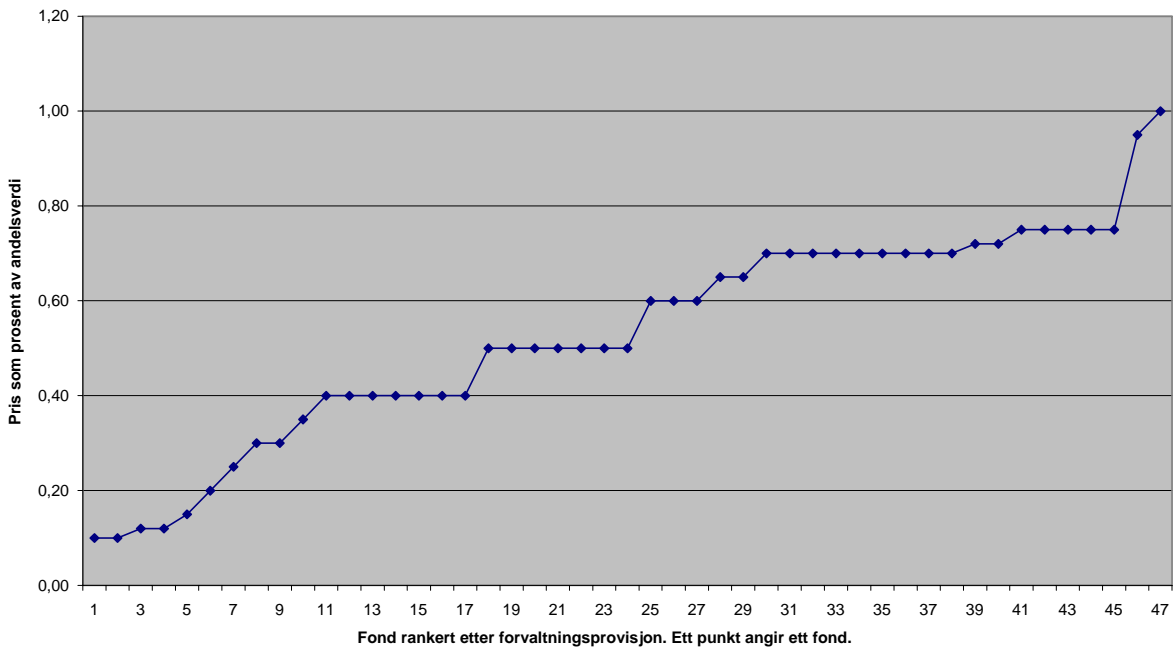
### Forvaltningsprovisjoner svenske kombinasjonsfond



Forvaltningsprovisjoner svenske pengemarkedsfond



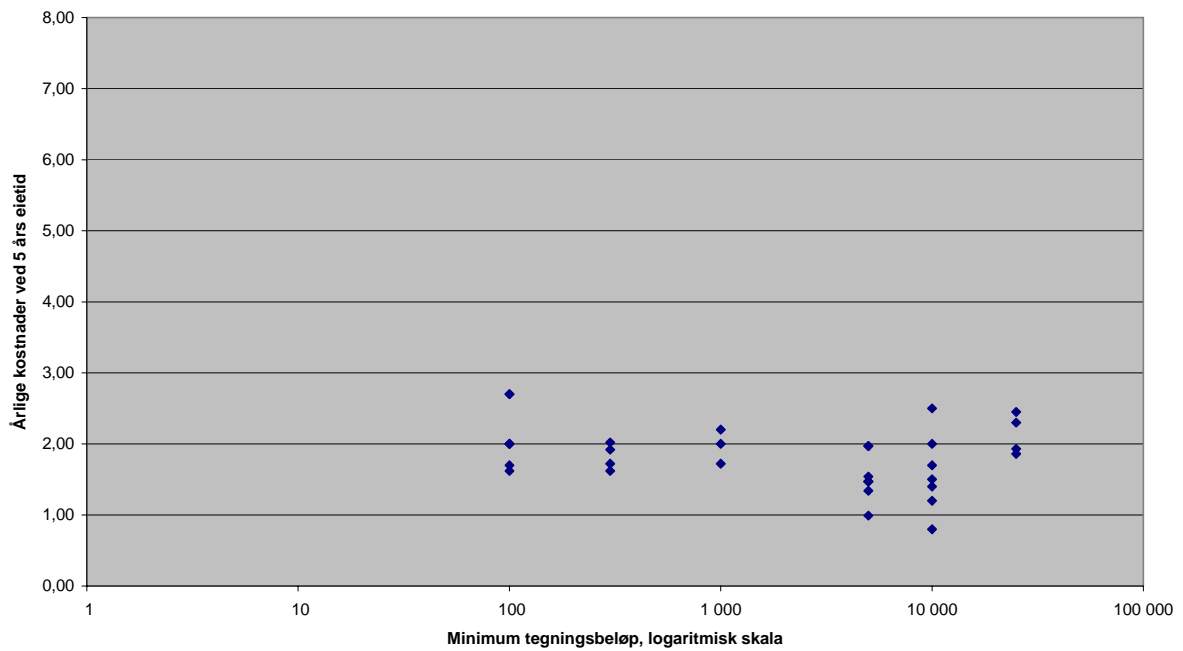
Forvaltningsprovisjoner svenske obligasjonsfond



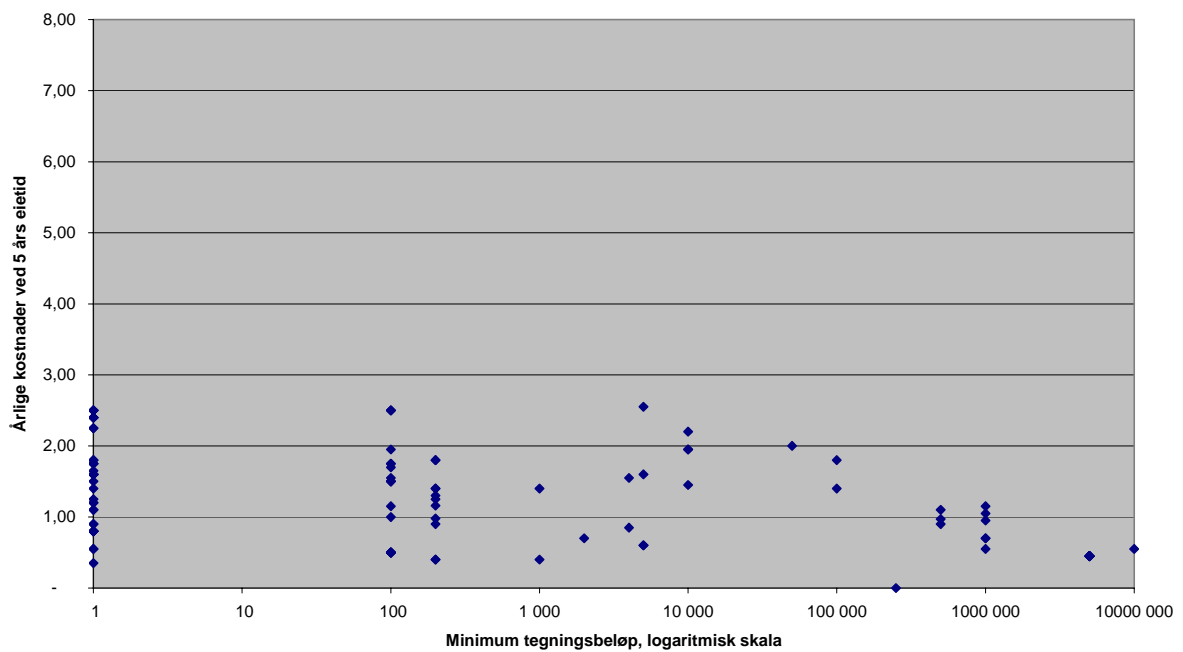
# Vedlegg 2: Prisspredning i ulike fondsklasser og land

## Kombinasjonsfond

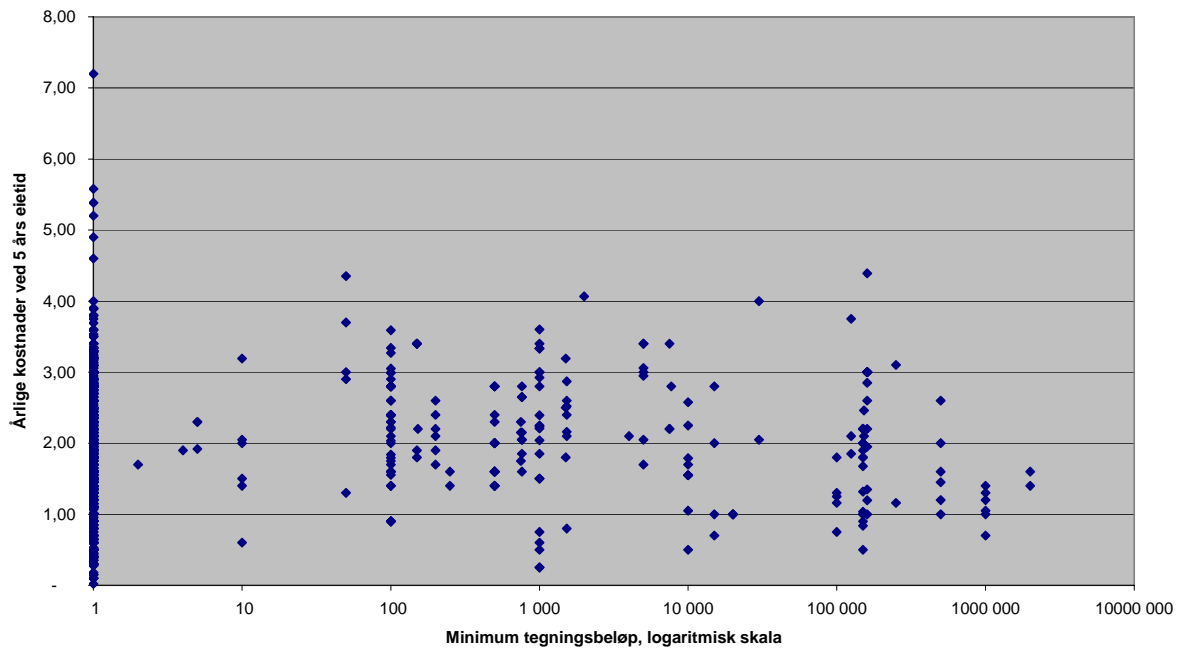
Norske kombinasjonsfond



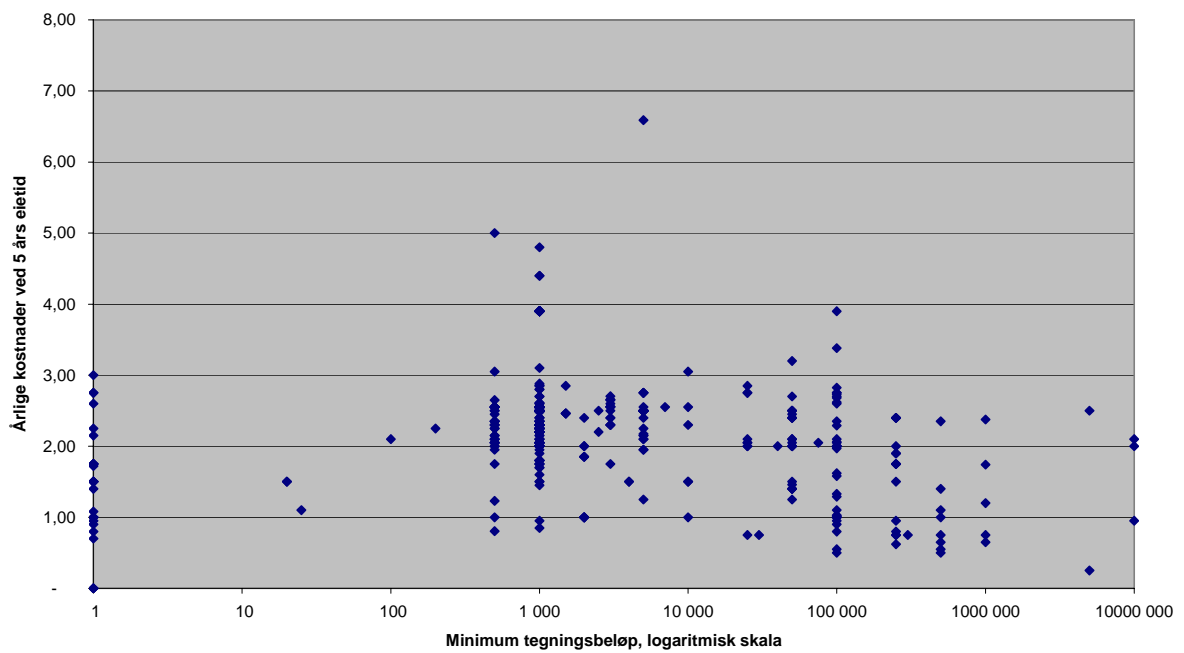
Svenske kombinasjonsfond



Franske kombinasjonsfond

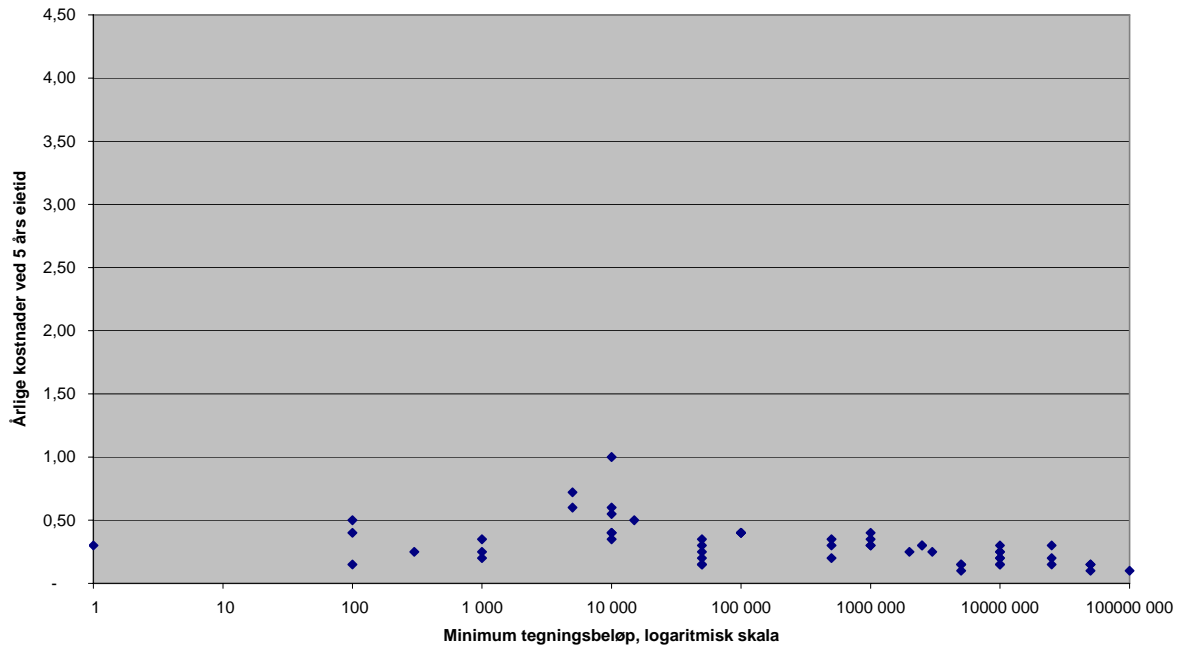


Engelske kombinasjonsfond

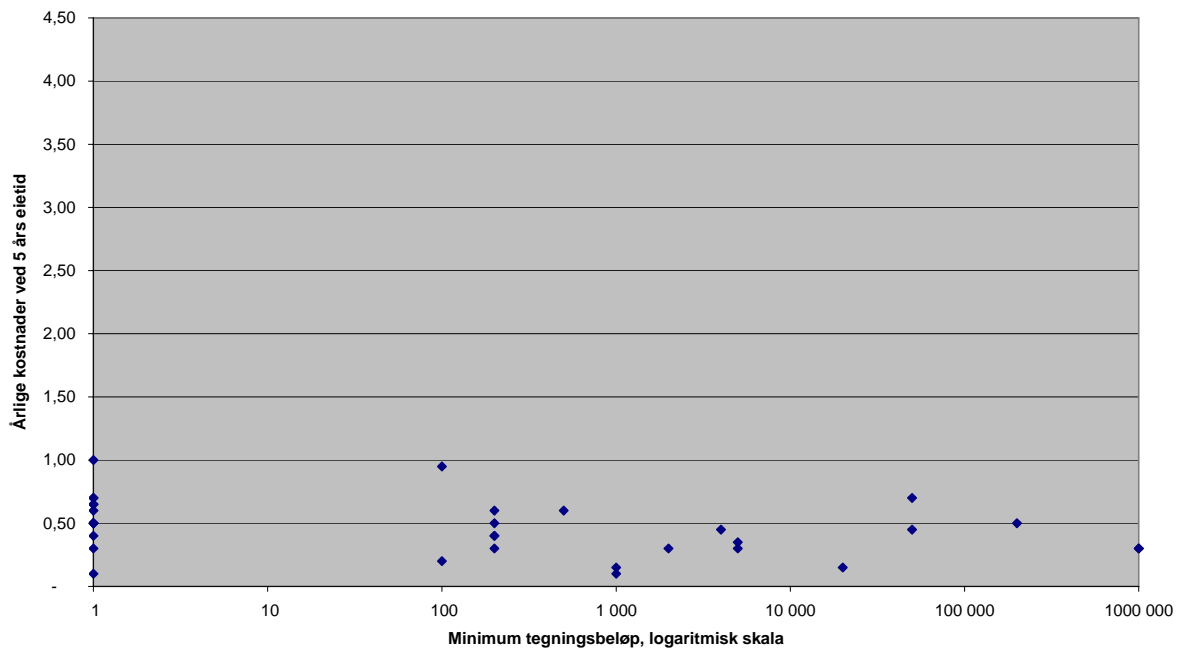


## Pengemarkedsfond

Norske pengemarkedsfond

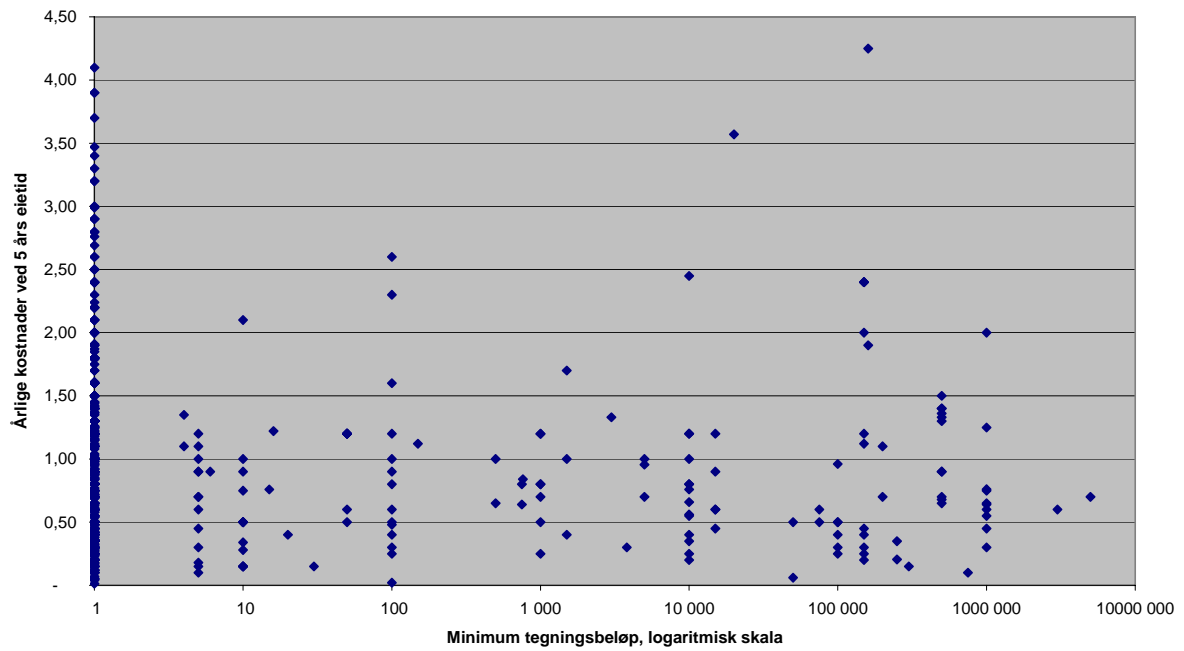


Svenske pengemarkedsfond

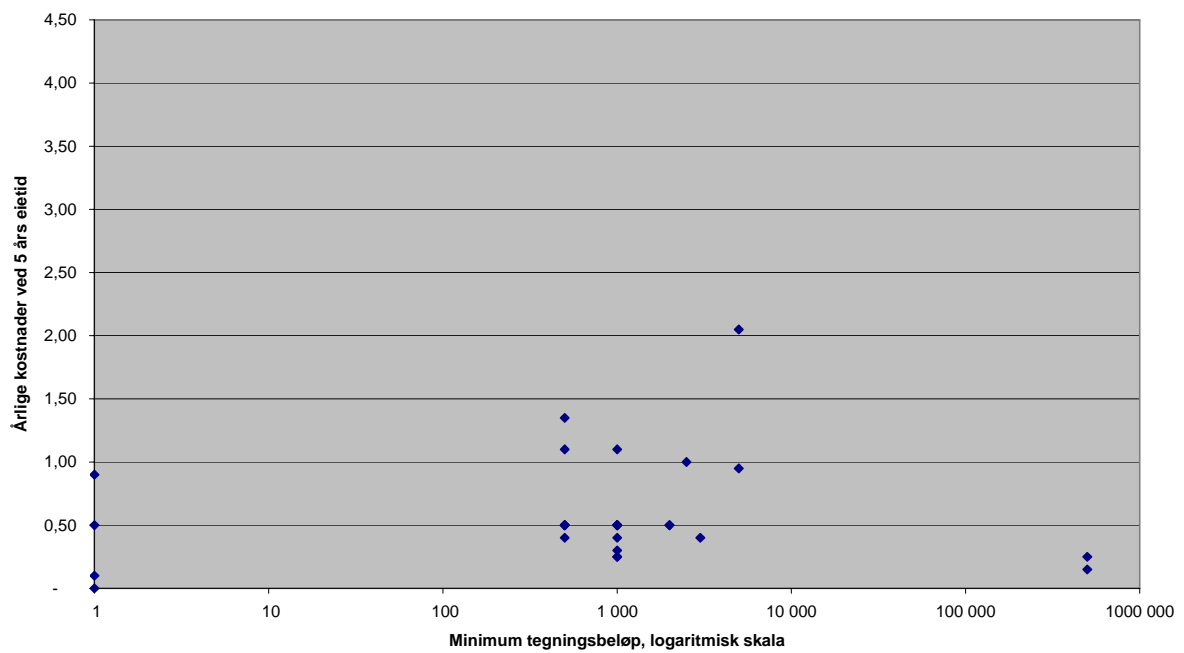




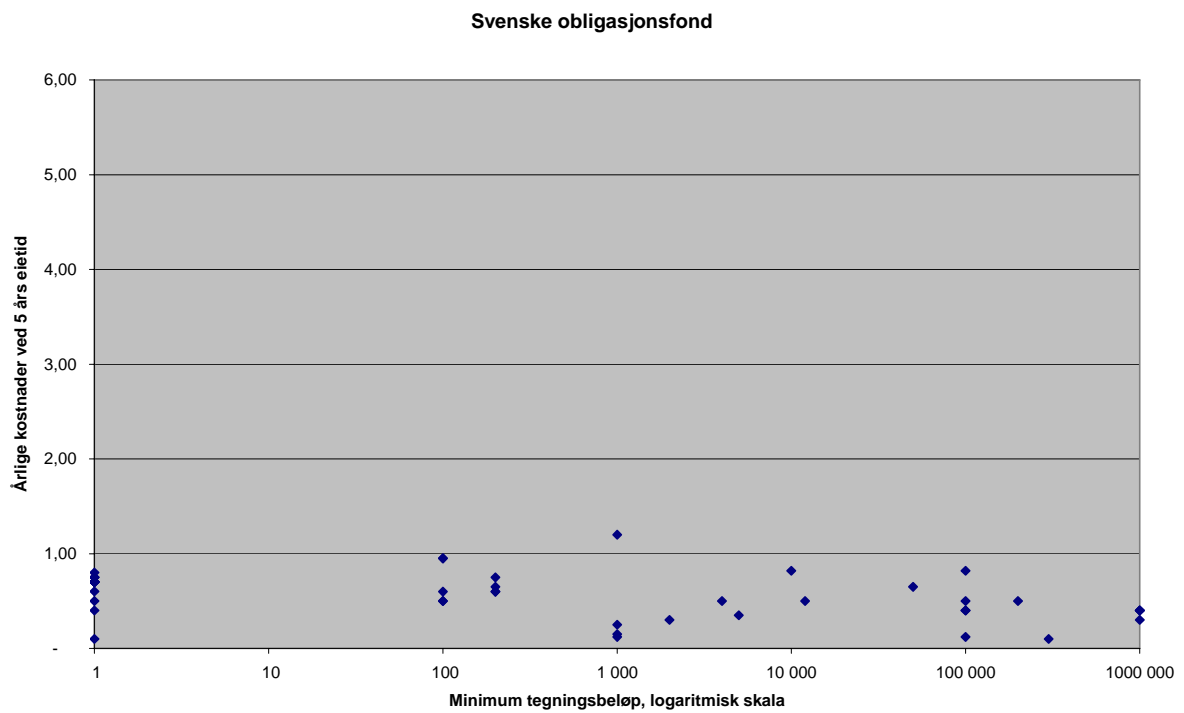
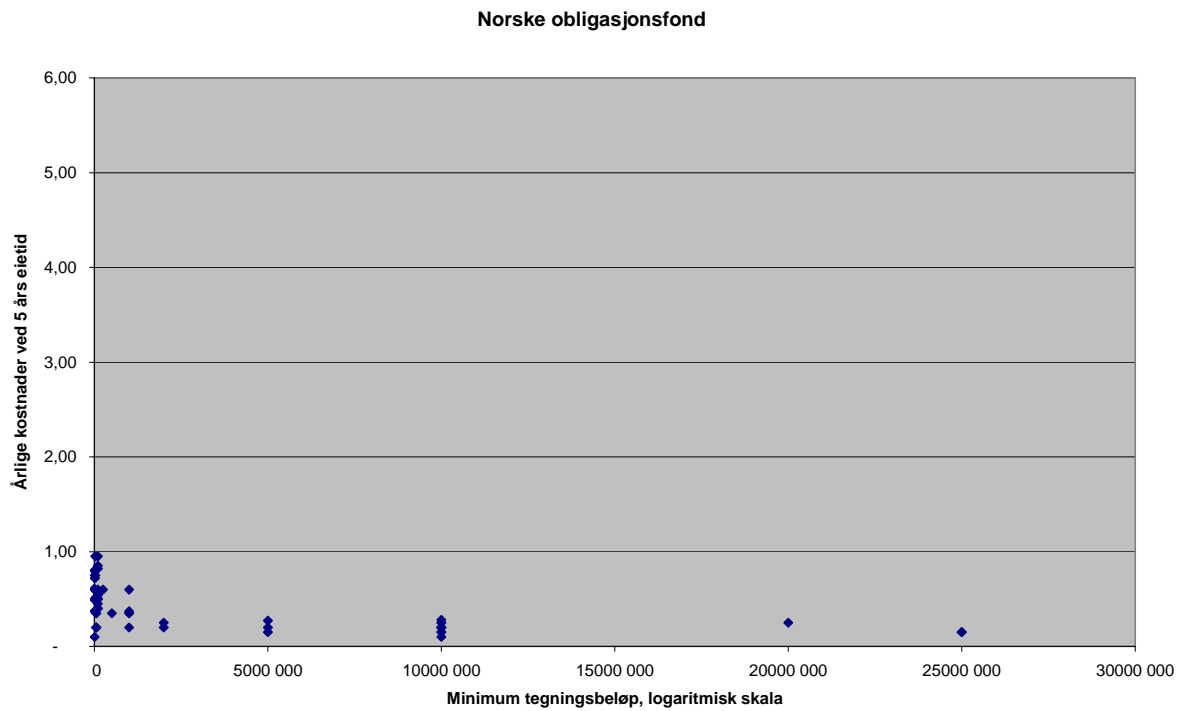
Franske pengemarkedsfond



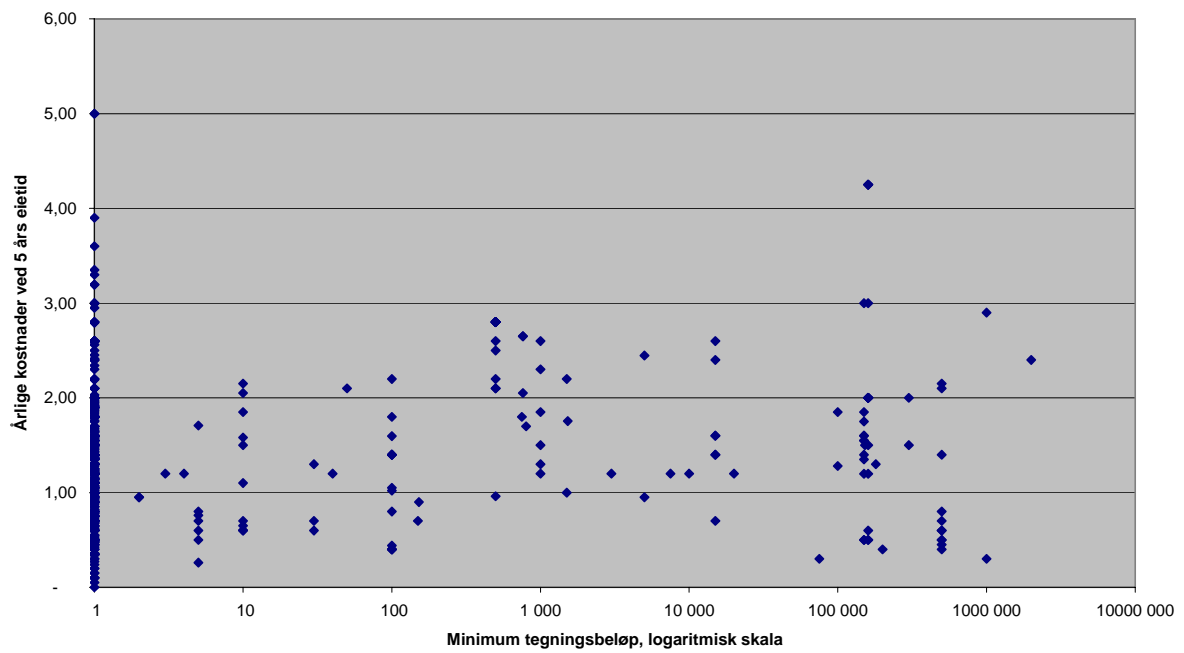
Engelske pengemarkedsfond



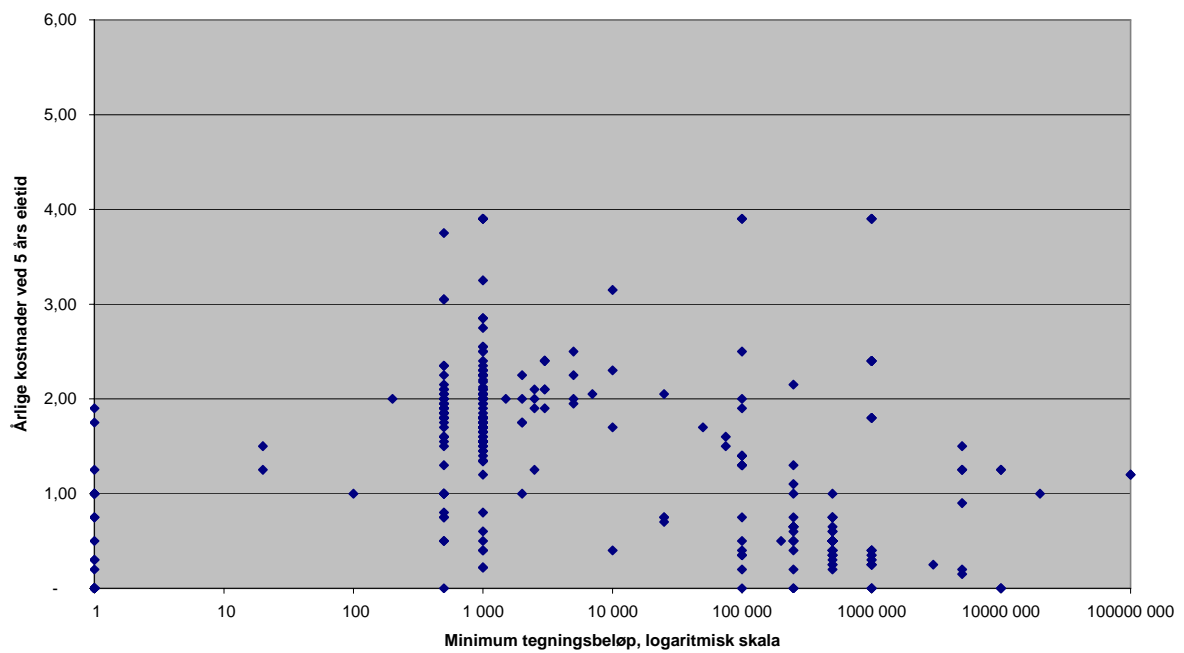
## Obligasjonsfond



Franske obligasjonsfond

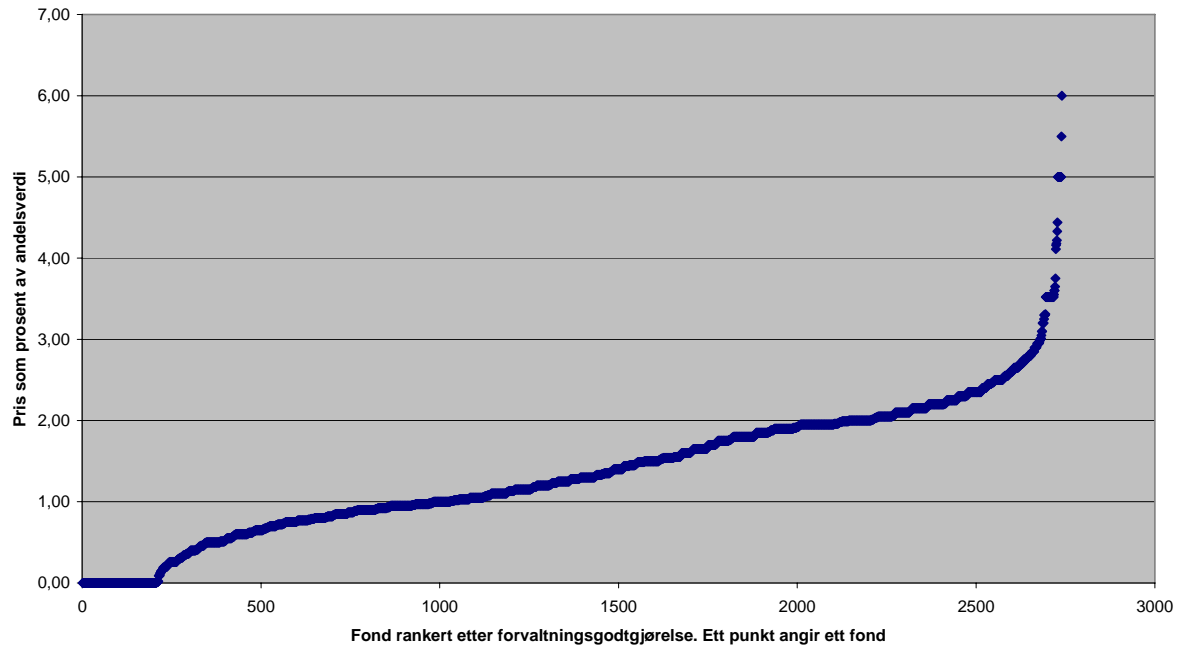


Engelske obligasjonsfond

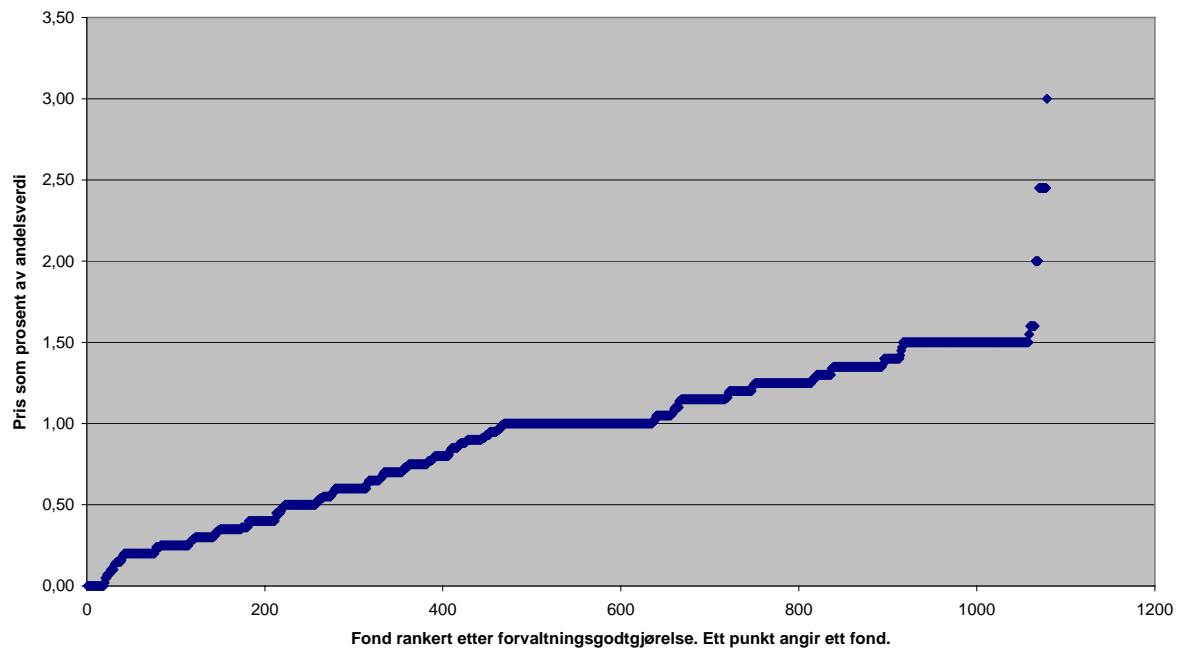


## Vedlegg 3: Prisspredning på forvaltning av aksjefond i utvalgte land

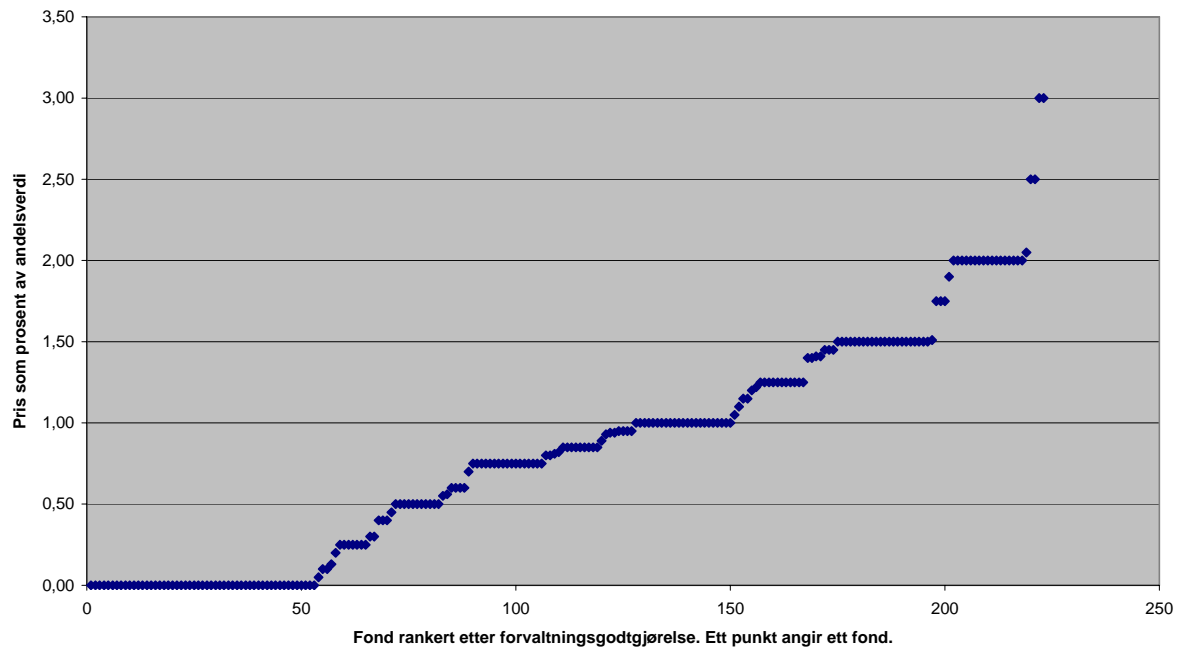
Aksjefond Australia



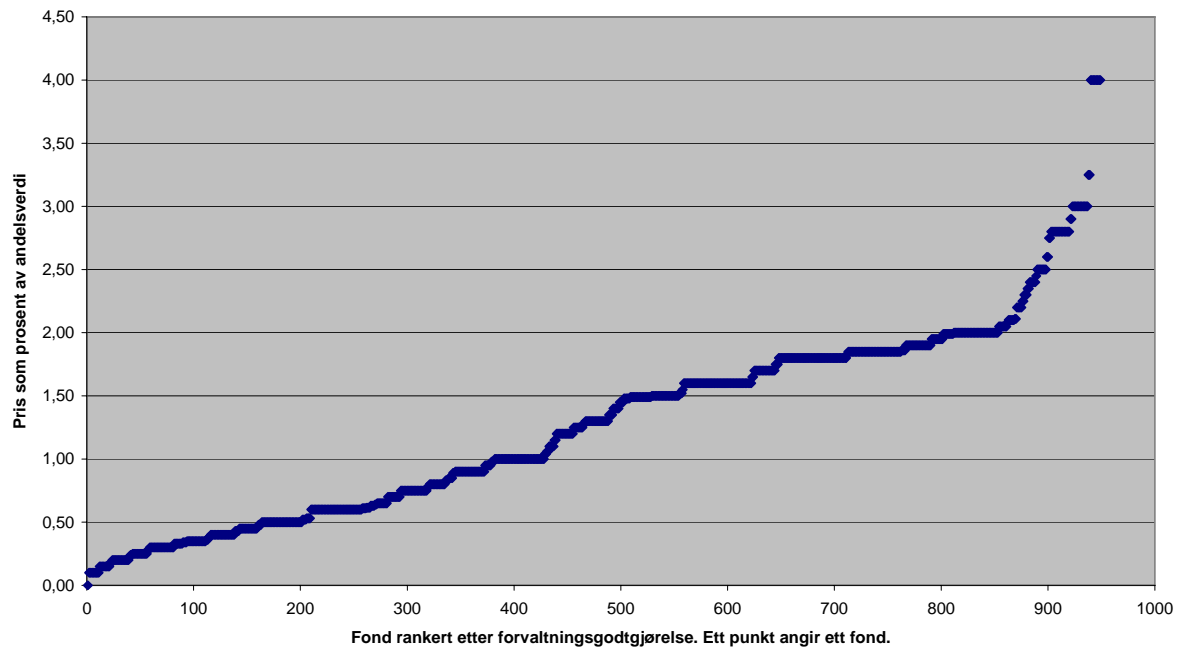
Aksjefond Belgia



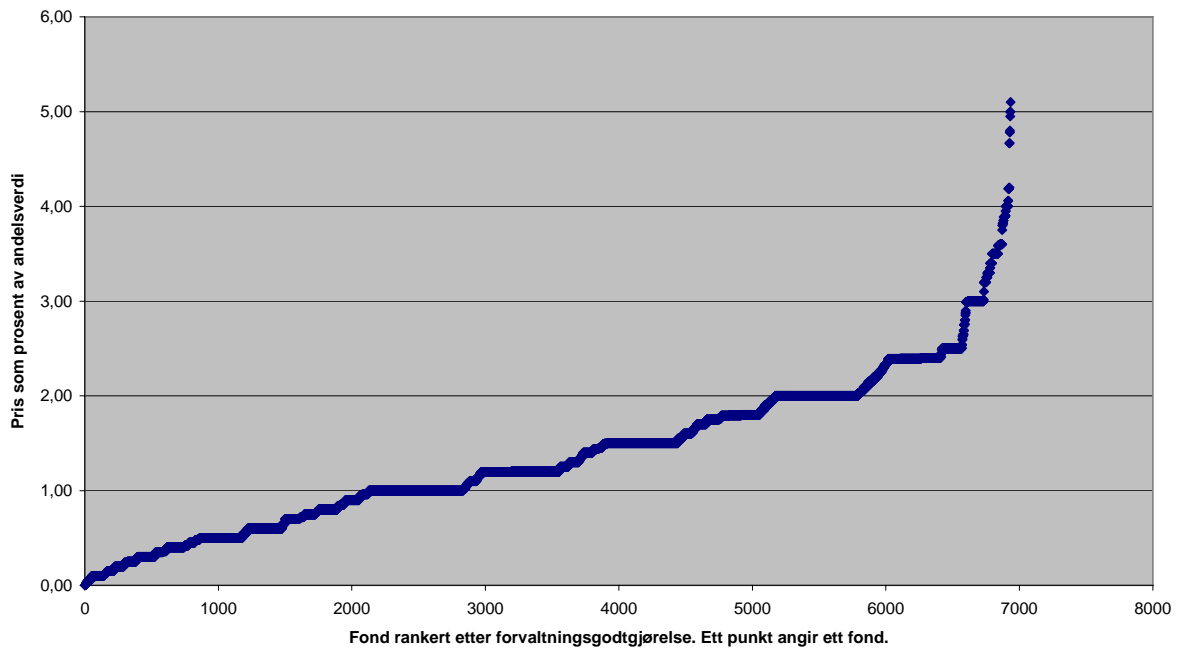
Aksjefond Danmark



Aksjefond Finland



Aksjefond Frankrike



Aksjefond Tyskland

