



Velge aktive aksjefond eller indeksfond? – 20 års analyse

Fondskategoriene Global, Norge, Norden og Europa

13.02.2018

Innhold

Innhold	2
1 Begrepene	3
2 Oppsummering	4
3 Bakgrunn for undersøkelsen	6
5 Metode	10
5.1 Måling av differanseavkastning	10
5.1.1 To forkastede målemetoder for differanseavkastning	11
5.2 Kriterier for data-uttrekk	12
5.3 Utfyllende om enkelte av kriteriene for data-uttrekk	13
5.3.1 Survival bias.....	13
5.3.2 «Birth» bias	14
5.3.3 Ingen fond registrert i Irland og Luxembourg	14
5.3.4 Hele kalenderår	15
5.4 Mer om referanseindekser	15
5.5 Forvalterrisiko i aktive aksjefond	16
6 Resultat	18
6.1 Om sammenligningen mot referanseindeks.....	18
6.2 Resultatene av undersøkelsen	19
6.2.1 Resultat globale aksjefond	21
6.2.2 Resultat Norge-aksjefond.....	21
6.2.3 Resultat Europa-aksjefond og Norden-aksjefond	21
6.2.4 Norge versus globalt	22
6.3 Gjentar fortiden seg?	22
6.4 Er det mulig å plukke ut enkeltfond som slår indeksfondene?.....	23
6.5 Målt mot annen forskning	25
7 Sensitivetsanalyse – beregningenes robusthet	27
7.1 Resultatene av sensibilitetsanalysen	27
7.1.1 Sensitivitetstest av sluttperioden	28
8 Konsensus om globale aksjefond	29
Referanser	31
Kontakt	31



1 Begrepene

Referanseindeks: Børsindeksen som fondet måler avkastningen mot. En børsindeks er en sammensetning av aksjeselskapene på børsen.

Differanseavkastning: Fondets avkastning fratrukket børsens avkastning, der børsens avkastning måles ved fondets oppgitte referanseindeks. Avkastningen er alltid målt etter gebyrene. Årlig avkastning er det vanlige.

Meravkastning: Positiv differanseavkastning. Fondet har gitt høyere avkastning enn referanseindeksen. Mindreavkastning er det motsatte.

Slå indeksen: Folkelig begrep på meravkastning.

Aksjefond: Et verdipapirfond som inneholder flere forskjellige aksjeselskap. Når vi i denne rapporten også bruker begrepet fond, mener vi aksjefond.

Indeksfond: Et aksjefond som forsøker å kopiere børsens avkastning ved at aksjesammensetningen er likest mulig fondets referanseindeks. Slike fond har lave forvaltningsgebyrer. Også kalt passive fond.

Aktivt aksjefond: Et aksjefond som etterstreber å gi høyere avkastning enn sin referanseindeks. Fondet forvaltes derfor aktivt av et forvalterteam som analyserer selskaper og markedsforhold. Aktive aksjefond har et forvaltningsgebyr som i gjennomsnitt er seks ganger høyere enn indeksfond.

Faktorfond: Er en hybrid av aktivt aksjefond og indeksfond. Forvaltningen er automatisert, basert på fastsatte kriterier. Gebyrene ligger nærmere indeksfond enn aktive fond.

Forvaltningsgebyr: Prisen på et fond. Belastes som en årlig prosent. I 2018 prises aktive norske fond i intervallet 1,5- 2,0. prosent, mens globale indeksfond i gjennomsnitt koster 0,25 %. Kjøps- og salgsgebyr kan forekomme, men er i ferd med å fases helt ut.

Personkunde-fond: Fond rettet mot personkunde-markedet.

Institusjonelle fond: Fond som selges til storkunder. Har normalt minsteinnskudd på flere millioner. Fondene har betydelig lavere forvaltningsgebyr enn personkunde- fond og derfor større sannsynlighet for å slå indeksen.

Sensitivitetsanalyse: En analyse av hvor sårbar resultatene er for endringer i de metodiske forutsetningene. Den viser om resultatet er robust.

Systematisk risiko: Risikoen som er felles for et bestemt marked eller egenskap ved investeringene. Den mest kjente systematiske risikoen er konjunktursvingningene.

Usystematisk risiko: Den spesifikke risikoen relatert til det enkelte selskapet eller region, eller risikoen knyttet til hvordan ett spesifikt marked utvikler seg i forhold til et større og overordnet marked. Denne risikoen kan fjernes dersom investeringen sprer seg bredt nok og da uten at det reduserer forventet avkastning.

Faktoreksponering: Måler fondets eksponering mot risikofaktorer som selskapsstørrelse, likviditet, etc.

Morningstar Direct: Fondsdatabasen til det uavhengige fondsanalyseselskapet Morningstar Inc. lokalisert i Chicago, USA.



2 Oppsummering

Forbrukerrådet har avdekket mangel på relevante undersøkelser av aksjefond som markedsføres mot norske forbrukere. Vi har derfor utført en undersøkelse for å bedre forbrukernes beslutningsgrunnlag ved kjøp av aksjefond.

Forbrukerne har to typer aksjefond å velge mellom: Billigvarianten – såkalt indeksfond – eller et såkalt aktivt aksjefond, som i snitt har seks ganger høyere forvaltningsgebyr enn indeksfondet.

Den store prisforskjellen gjør det høyst relevant for forbrukerne å etterspørre dokumentasjon på effekten av *aktiv forvaltning*. Gir denne bedre avkastning enn indeksfondene etter at gebyrene er trukket fra?

Bankene har gjennomgående anbefalt¹ kundene å kjøpe de aktive fondene. Underforstått har bankene ment at kundene kan forvente bedre avkastning av aktive aksjefond enn indeksfond. Forbrukerne lytter til banken. Hele 54 prosent² av aksjefondskundene har valgt aksjefond etter samtale med rådgiver i banken. Bankenes juridiske rådgivningsansvar forplikter å sette kundens interesse foran arbeidsgivers interesser. Tatt i betraktning dette kravet, mener Forbrukerrådet det er spesielt at dokumentasjon av påstanden om at aktive aksjefond gir bedre avkastning enn indeksfond, er fraværende.

Resultatene bør sees i lys av den gjengse oppfatning av hvilke fondskategorier det er mest hensiktsmessig å investere i. Det er konsensus i academia og blant bankenes forbrukerøkonomer om at globale fond er å foretrekke på grunn av den store risikospredningen, og det er til dels enighet om at forbrukerne kan vurdere et innslag av norsk fond. Derfor er resultatet for disse to kategoriene mest relevant for forbrukerne, og da særlig globale fond. Globale aksjefond omtales gjerne som «skal du bare eie ett aksjefond, velg globalt.»

Tabellen nedenfor viser resultatet i Forbrukerrådets undersøkelse. Prosenten viser gjennomsnittlig årlig avkastning i forhold til børsen, det vil si målt mot det enkeltes fonds referanseindeks. Et negativt tall betyr at fondene i kategorien har gitt svakere avkastning enn børsen, mens positivt tall angir høyere avkastning enn børsen.

Kategori	Differanse-avkastning
Globale fond	-0,89 %
Europa fond	-1,08 %
Norden fond	-3,48 %
Norge fond	0,86 %

Tabell 1 Årlig gjennomsnittlig avkastning i forhold til fondenes referanseindekser: Målingen gjelder perioden 1.1.1998-31.12.2017. Inputdata fra Morningstar.

¹ VFF-tall viser at om lag 94 prosent av personkundernes aksjefond står i dag i aktive aksjefond. Alle kategorier medregnet (global, Norge, Norden, etc.)

² Undersøkelse blant privatpersoner som eier eller har eid aksjefond, gjennomført av Norstat for Forbrukerrådet, 2016.



Resultatet for de aktive globale fondene i undersøkelsen er nedslående. Differanseavkastningen er negativ med god margin (-0,89 prosent) for de globale fondene målt som gruppe. De aktive globale fondene taper årlig 0,89 prosent målt mot børsen (fondenes referanseindeks). Fondene taper også mot indeksfondene. Alle tall er etter kostnader og gebyrer. En sensitivitetsanalyse viser dessuten at resultatet er robust. Riktignok er det enkelte globale fond i gruppen som har gitt høyere avkastning enn referanseindeksen. Det leder oss videre til spørsmålet om disse enkeltstående fondene kan forventes å gi tilsvarende bedre avkastning også i fremtiden. Men undersøkelser konkluderer med at det vanskelig lar seg gjøre å plukke ut et vinnerfond blant gruppen av fond som i sum taper mot indeksen. Også i denne rapporten viser vi tall som støtter dette.

Derfor er forbrukerne mest sannsynlig tjent med å velge globale indeksfond. Basert på historikken kan forbrukerne forvente å komme dårligere ut ved å velge aktive globale aksjefond fremfor globale indeksfond.

De aktive Norge-fondene (norske aksjefond) kommer derimot bra ut. Som gruppe har fondene gitt forbrukerne 0,86 prosent i positiv differanseavkastning. Når forbrukerne vurderer et Norge-fond, kan de derfor velge et aktivt fond. Likevel bør forbruker vektlegge prisen på aktive Norge-fond mer enn historisk avkastning. Det er nemlig lite som understøtter at et spesifikt aktivt aksjefond med høyere historisk avkastning enn de øvrige i fondskategorien også gir høyere avkastning i neste periode.

Fortsatt vil gebyrene være den eneste sikre faktoren som innvirker på fremtidig avkastningen. At lave gebyrer spiser mindre av avkastningen enn høye gebyrer er et ubestridt faktum. Om forvaltere av Norge-fond også i fremtiden klarer å gi meravkastning som overgår gebyrene i aktive fond, er forbundet med en viss usikkerhet. Avkastning utover børsens er tross alt et null-sum-spill. Usikkerheten undergraver ikke konklusjonen om aktive Norge-fond. Men den understøtter at valg av indeksfond for Norge-fond ikke nødvendigvis bør sees på som et feil valg.

Europa-fondene og Norden-fondene viser negativ differanseavkastning. Men disse to kategoriene faller utenfor det rådende synet på hvilke fond som gir best risikospredning. Resultatene er derfor mindre relevante for den gjengse sparer.



3 Bakgrunnen for undersøkelsen

Denne rapporten er første steg fra Forbrukerrådet for å gi forbrukerne en nøytral faktabasert beslutningsstøtte ved kjøp av aksjefond. Finansbransjen anbefaler aktiv forvaltning. Virker produktet?

Spørsmålene forbrukerne bør kreve svar på:

1. Slår de aktive aksjefondene referanseindeksen som gruppe?
2. Slår de aktive aksjefondene indeksfondene som gruppe?
3. Uavhengig av overstående, er det mulig å plukke ut enkeltfond som forventes å slå indeksfondene?

Punkt 1 og 2 forsøkes besvart grundig i denne rapporten. Punkt 3 gjennomgås også, men uten samme dybde. Men supplert med henvising til eksterne analyser.

Undersøkelsen er initiert, gjennomført og finansiert av Forbrukerrådet. Seniorrådgiver Geir Ormseth står bak undersøkelsen. Bakgrunnen for Forbrukerrådets initiativ er forbrukernes behov for «bevis» for hva som er det mest gunstige valget mellom de to aksjefondstypene: Aktivt fond eller indeksfond. Prisforskjellen mellom de to fondstypene er betydelig og forsterker behovet ytterligere for dokumentasjon på om dyrt virkelig er bedre enn billig.

Basisproduktet for en forbruker som ønsker sparemidlene eksponert for aksjemarkedet, er å kjøpe tilgang til børsens utvikling. *Indeksfond* er således å anse som basisproduktet da fondet nærmest helautomatisk følger børsens referanseindeks til en lav pris. Forbruker får da aksjemarkedets utvikling fratrukket et årlig gebyr. Forbruker kan vurdere å betale mer – i gjennomsnitt seks³ ganger mer – for å skaffe seg en viss mulighet til avkastning som er høyere enn børsens indeks. Fond med denne iboende tilleggsten heter *aktivt forvaltet aksjefond*. Forvalter tar da egne investeringsvalg som fraviker børsens aksjesammensetning i et forsøk på å gi avkastning høyere enn børsens referanseindeks. Slike fond markedsfører et mål om å «slå børsen». Imidlertid er det mer relevant å vite om det aktive fondet «slår» indeksfondene, og i så fall om avkastningen er så pass mye bedre at den kan forsvare den noe høyere risikoen i aktive aksjefond sammenlignet med indeksfond – den såkalte forvalterrisikoen.

«En forbruker som blir stilt overfor to prislapper - en på 34.300 og den andre på 205.700 - har legitim grunn til å få vite om den høyeste prisen er verdt å betale.»

Som i de fleste bransjer står forbrukerne overfor valget – det billige basisproduktet eller det dyrere produktet med tilleggsegenskaper eller påstått høyere kvalitet? Dette er gjenkjennbart fra øvrige forbrukerarenaer, for eksempel kjøp av forsikringsprodukt eller kjøleskap. I fondsbransjen er dette valget spesielt viktig da det knapt i noen andre bransjer er eksempler på at er prisen for tilleggsten er mer fordyrende enn for aksjefond.

³ Forbrukerrådets gjennomsnittsberegning basert på aksjefondene i Finansportalen.no



Tilleggstjenesten *aktiv forvaltning* er hele seks ganger dyrere enn basisproduktet, det tilsvarer 500 prosent høyere pris ved å velge fond med tilleggstjenesten *aktiv forvaltning*. En plassering på 250.000 kroner i 25 år gir følgende gjennomsnittlige pris (forvaltningsgebyr): Indeksfond = 34.300 kr. Aktivt forvaltet aksjefond = 205.700 kr⁴. En forbruker som blir stilt overfor to prislapper - en på 34.300 og den andre på 205.700 - har legitim grunn til å få vite om den høyeste prisen er verdt å betale.

Den store prisforskjellen gjør det høyst relevant for forbrukerne å etterspørre dokumentasjon på effekten av tilleggstjenesten *aktiv forvaltning*. Gir den bedre avkastning enn indeksfondene etter at gebyrene er trukket fra? Det er avgjørende for å kunne ta et velfundert valg, men burde også være nødvendig kunnskap for banken for å kunne gi et velfundert råd til kundene – sett i lys av bankenes rådgivningsansvar.

I denne rapporten gjennomgås de fire største aksjefondskategoriene: Norge, Norden, Global og Europa. Et Norge-fond investerer på Oslo Børs, et Norden-fond investerer på børsene i Norden, osv.

Det er forsket lite på fondene som selges i Norge. NHH har publisert en undersøkelse av Qvigstad Sørensen⁵ begrenset til Norge-aksjefond i 2008. Pengenytt publiserte en undersøkelse⁶ av globale aksjefond i 2017. Det er forsket mye på aktive aksjefond internasjonalt, særlig i USA. Men vi kan ikke vite med sikkerhet om resultatene er overførbare til norske forhold.

Også finansbransjen har publisert enkelte analyser av meravkastning i aktive aksjefond. Men å forske på seg selv har åpenbare utfordringer med partiskhet. Finansbransjen har et økonomisk motiv i favør aktive aksjefond. Gebyrinntektene fra aktive aksjefond er tross alt 500 prosent høyere enn fra indeksfond. Stort salg av indeksfond kan i verste fall resultere i nedleggelse, da konkurransedyktige gebyrer i indeksfond krever stordriftsfordeler⁷. Dessuten er det dokumentert⁸ at bankene først og fremst anbefaler de aktive fondene med salgbar avkastningshistorikk og i liten grad vektlegger fond med lave gebyrer. Det er grunn til å tro at det samme gjelder rendyrkede fondsforvaltere, da de stort sett bare har aktive aksjefond i sortimentet.

Forbrukerrådet bør være forsiktig med å spekulere i om partsinteressen gir konsekvenser for bransjens undersøkelser. Vi vil likevel påpeke at analysene publisert av finansbransjen i 2017 og 2016 har påfallende metodiske svakheter i favør av de aktive aksjefondene:

- Analysen inkluderer både institusjonelle fond og privatkunde-fond. Institusjonelle fond har betydelig lavere gebyrer enn fond rettet mot privatmarkedet. Det gjør det enklere å slå indeksen.

⁴ Forbrukerrådets beregning. Forutsetter 6 prosent avkastning i begge fondene – etter gebyr.

⁵ Lars Qvigstad Sørensen (2008). Konkluderte med at norske aksjefond samlet ikke har levert meravkastning. Analyse av norske aksjefond mellom 1982 og 2008.

⁶ Pengenytt, undersøkelse av globale aksjefond: <http://www.pengenytt.no/globale-aksjefond-sliter-med-a-levre-god-avkastning-sjekk-ut-hvordan-ditt-fond-har-prestert/>

⁷ Morningstar: <http://www.morningstar.no/no/news/160603/makten-konsentreres-i-indeksfondsverdenen.aspx>

⁸ Norstat: <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/unnlater-a-fortelle-om-gebyr>



- Analysen inkluderer ikke nedlagte aksjefond, men bare fond som fortsatt eksisterer. Dermed blir det enklere å slå indeksen. Fond som nedlegges har gjennomgående svakere prestasjoner⁹ enn fond som fortsatt er i salg.
- Analysen begrenser seg til bare én kategori aksjefond, og ikke en gang den kategorien det er konsensus i bransjen og akademia om å anbefale, det vil si globale fond. I stedet er det Norge-fondene som trekkes frem. Det er påfallende at bransjen konsekvent trekker frem tall fra Norge-fond, som er eneste kategori i Forbrukerrådets undersøkelse med positiv differanseavkastning.
- Bransjens tall er publisert uten tilhørende rapport hvor metodikk åpent kan etterprøves. Forbrukerrådet har aktivt måttet ta kontakt for å få kjennskap til metodikken. Svakheterne og konsekvensene av de metodiske grepene er heller ikke forsøkt forklart.

I mediene går banker langt i sine påstander om aktiv forvaltning tross mangel på tilgjengelig dokumentasjon. For eksempel har Nordea¹⁰ i en årrekke fremhevet aktive aksjefond på bekostning av indeksfond i mediene med argumentet «vi har tro på aktiv forvaltning».

Forbrukerne bør ha krav på et mer faktabasert beslutningsgrunnlag enn tro når de vurderer å betale betydelig mer for en tjeneste eller et produkt. At en tjeneste kan selges uten dokumentasjon på påstått forventet effekt, og sågar basert på tro, er noe som vanligvis er forbeholdt mindre vitenskapelig forankrede bransjer. Forbrukerne bør forvente mer av en sektor som har et lovpålagt rådgivningsansvar.

Selgerne av fond har dessuten tilgang til alt av tallmateriale for slike analyser. Fondsprodukter er betydelig mer matematisk innrettet enn mange andre tjenester og produkter, og det finnes anerkjente og godt utprøvde metodeverktøy for å forske på temaet. Likevel har Forbrukerrådet per dags dato ikke observert en eneste åpen tilgjengelig undersøkelse av meravkastning i aktive fond fra bankene eller fondsforvalterne.

I mediene understøtter ofte bankene sin anbefaling av aktive fond ved å peke på et avgrenset utdrag av datamaterialet. Slik selektiv bruk av statistikk og undersøkelser kalles cherry-picking. Nordea¹⁰ kan også her tjene som et tilfeldig valgt eksempel, hvor banken i mediene peker på én bestemt kategori aksjefond hvor bankens fond har slått indeksen, og med en måleperiode på bare ett år. Bankene kan også fremheve enkelte fond som historisk har slått indeksen, selv om disse utgjør en liten del av hele bildet. Senere i denne rapporten underbygges det at historisk differanseavkastning ikke har noen statistisk sammenheng med fremtidig differanseavkastning. Å trekke frem noen vellykkede fond fremstår da som ikke annet enn anekdotiske bevis.

I markedsføringen gir bankene riktignok ingen løfter om at deres aktive fond skal slå indeksfondene. Men bankene markedsfører seg som rådgiver – altså skal de i tråd med regulering gi råd til kundens beste. Da er det underforstått at de er forpliktet til å skaffe faktagrunnlag som gir dekning for rådet, og at

⁹ Forbrukerrådet: <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/forleder-kundene-til-a-kjope-dyre-fond/>

¹⁰ NRK.no: <https://www.nrk.no/norge/mener-bankene-selger-for-dyre-fond-til-kundene-1.13510745>



dette bør formidles til kundene. Metodikken bør også være åpent tilgjengelig for å kunne etterprøves, og bør helst være kvalitetssikret av en uavhengig tredjepart for at bankene unngår å forske på seg selv.



5 Metode

Undersøkelsen omfatter følgende aksjefondskategorier: Norge, Norden, Europa og Globalt. Dette er kategoriene med flest antall aksjefond. Globale fond er kategorien med desidert flest kunder, og det er også her forbrukerne har mest penger plassert. Norge-fond følger deretter.

Til sammen er 157 aksjefond undersøkt med totalt 2084 observasjoner av årlig avkastning. Måleperioden er siste 20 kalenderår, fra og med 1998 til og med 2017. Kun hele kalenderår med differanseavkastning teller med.

Grunnlagsdataene er hentet fra Morningstar Direct. Alle data er bearbeidet og analysert av Forbrukerrådet.

5.1 Måling av differanseavkastning

Differanseavkastning kan måles på flere måter. Utfordringen er å måle differanseavkastningen for aksjefondene som gruppe – over en lengre periode. Differanseavkastningen for et enkelt år for et enkelt fond har vi valgt å måle på følgende måte: Fondets prosentvise avkastning for ett år, dividert på referanseindeksens prosentvise avkastning for samme år. Deretter beregnes den naturlige logaritmen. Metoden beregner en kontinuerlig forrentning:

$\ln [(1 + \text{fondets prosentvise avkastning}) / (1 + \text{referanseindeksens prosentvise avkastning})]$

Fondets avkastning målt ved endring i NAV¹¹. Fondets vedtatte referanseindeks benyttes.

Eksempel:

La oss tenke at fondets avkastning i et kalenderår er 50%. Referanseindeksen steg samme år med 30%.

$$(1+0,50) / (1+0,30) = 1,154 = 15,4\%$$

Med \ln blir svaret: $\ln (1,154) = 0,143 = 14,3\%$

\ln og \lg er begge logaritmer, men der \ln er logaritmen med tallet e som base. Tallet e er det naturlige tallet 2,718 (med uendelig antall desimaler). Tallet $\ln x$ utgjør tallet du må opphøye e i for å få x .

For regnestykket over blir beregningen slik:

Den naturlige logaritmen til 1,154 er lik 0,143 fordi: $e^{0,143} = 1,154$.
Dvs $2,718^{0,143} = 1,154$

\ln benyttes for å muliggjøre beregning av gjennomsnittet eller summen av tallrekken. Gjennomsnittet av alle de logaritmiske differanseavkastningene beregnes ved å dividere på antall observasjoner. Formelen blir da slik for den enkelte fondskategorien (Global, Norge, Europa og Norden):

¹¹ NAV = Net Asset Value. Dette er fondets registrerte verdi per andel. Alle gebyrer og kostnader som reduserer kundens verdi er trukket ut. Utbytte tilskrives fondet.



$$\text{Differanseavkastning, samlet} = \sum_i^n \ln\left(\frac{1+x_i}{1+y_i}\right) / n$$

x = Aksjefondets avkastnings i ett kalenderår

y = Referanseindeksens avkastning i ett kalenderår, i hundredeler

i = Observasjon i

n = Observasjon n

Antall observasjoner fra i...til n.

5.1.1 To forkastede målemetoder for differanseavkastning

Metode 1: Den vanligste metoden for å vise årlig differanseavkastning er å trekke referanseindeksen avkastning fra fondets avkastning. Metoden har store svakheter og bør ikke benyttes til analyse av differanseavkastning. Metoden fremstår mer som en praktisk og pedagogisk metode enn som matematisk korrekt.

Differanseavkastning = Avkastning fond – Avkastning referanseindeks

Fordi denne metoden i stor utstrekning benyttes mot kundene bruker vi litt plass på å forklare hvorfor denne metoden ikke anvendes av Forbrukerrådet.

La oss tenke at fondet avkastning i et kalenderår er 50 prosent.

Referanseindeksen steg samme år med 30 prosent. Det er ganske utbredt å hevde at differanseavkastning er $50 - 30 = 20$ prosent. Men det blir feil.

Investor har ikke fått 20 prosent. La oss forklare dette med kjente deflaterende størrelser som inflasjon. Vi bruker store tall for å illustrere:

Anta at sparepengene på bankkontoen har steget 50 prosent over en periode og at inflasjonen har vært 30 prosent. Om du satte 100 kroner i banken ved inngangen til perioden, sitter du igjen med 20 kroner utover inflasjonen når perioden er over. Overført til fond er det altså dette tallet som i all hovedsak benyttes i presentasjoner. Men på grunn av inflasjonen har de 20 kronene lavere verdi ved utgangen av perioden enn ved periodens begynnelse. 20 kroner ved utgangen av perioden tilsvarer ganske nøyaktig $20/1,3 = 15,4$ kroner ved inngangen til perioden. Alternativet til en aktiv aksjefondsplassering er ikke å plassere penger i banken, det er referanseindeksen (eller et indeksfond som følger indeksen fratrukket gebyrene). Dersom et aktivt fond skaper 50 prosent avkastning i en periode hvor inflasjonen er 30 prosent, er ikke meravkastningen 20 prosent, men 15,4 prosent.

Metoden viser ikke hva investor sitter igjen med om alternativet er referanseavkastningen. Og det er den avkastningen skal måles mot.

Metode 2: Avkastningene presenteres som vekstfaktor (avkastning i prosent + 1) og deretter beregnes geometrisk snitt. Metoden beregner diskret forrentning.

Differanseavkastning = $(1 + \text{Avkastning fond}) / (1 + \text{Avkastning referanseindeks})$

Metode 2 må anees som en anerkjent metode. I likhet med ln-metoden subtraheres ikke avkastningene mot hverandre. Resultatet vil skille seg lite fra ln-metodikken som benyttes i denne rapporten, men da ln-metodikken er



velbrukt ved kontinuerlig forrentning, og er mye benyttet i akademisk, har vi valgt å bruke denne.

Det er ikke tatt hensyn til fondenes størrelse. Det er forvalters prestasjon som måles, uavhengig av antall kunder eller forvaltningskapital. Utgangspunktet er en forbruker som skal velge et av fondene i markedet. Dersom målet med denne rapporten i stedet var å måle avkastningen på kundenes penger i aksjefond, ville en vekting være nødvendig.

Vi måler ikke kunden avkastning i kroner, men fondets (forvalters) prestasjon over en rekke år. Vi tester fondenes markedsføringshypotese.

5.2 Kriterier for data-uttrekk

Nedenstående kriterier gjelder for alle fire fondskategorier.

- Aksjefond markedsført mot privatpersoner. Institusjonelle fond er lukket ut.
- Minsteinnskudd inntil 500.000 kr.
- Fondets «Oldest shareclass» er benyttet. Fond kan ha flere andelsklasser og da gjelder altså eldste andelsklasse.
- Country available for sale = Norway
- Såkalt «survival bias» er hensyntatt. Det betyr at nedlagte aksjefond er med i undersøkelsen (avviklet eller innfusjonert i andre fond).
- Domicile = Norge, Sverige, Danmark eller Finland. Kriteriet fanger opp aksjefond som selges i Norge fra store aktører med hovedsete i disse landene. Dette gjelder typisk Nordea, Danske Bank, Swedbank, SEB, Handelsbanken og Carnegie som er registrert i Sverige eller Danmark, samt enkelte andre fond fra disse landene. Aksjefond hjemmehørende i Luxembourg og Irland er utelukket (se påfølgende utdypende kapittel).
- Fond-i-fond som omfatter to nær identiske fond teller kun en gang. Vi velger fondet med lavest minsteinnskudd da dette har størst omsetning mot forbrukere.
- Fondets oppgitte referanseindeks er benyttet for de aller fleste fondene. Enkelte fonds oppgitte referanseindeks mangler i Morningstar Direct, og da er referanseindeksen som flest fond i kategorien benytter, anvendt. Referanseindeksene er utbyttejustert. For enkelte av fondene som investerer i utlandet, har vi rettet referanseindeksen fra brutto til netto for å hensynta skatt fondet betaler til utlandet. Se kapittel 5.4.
- All avkastning, samt referanseindeksene, er omregnet til norske kroner.
- Avkastningen måles ved Morningstars «Total return». Den tar utgangspunkt i NAV-verdiene (Net Asset Value), hvor alt som spiser av fondskapitalen kommer til fratrukk: forvaltningsgebyr, transaksjonskostnader, samt skatt i utlandet. Utbetalt utbytte tillegges kapitalen som avkastning. Også såkalte utbyttefond, med kontantutbetaling av utbytte til andelseierne, har alt av utbytte inkludert i totalavkastningen i Morningstar Direct.
- Indeksfondene er trukket ut av datagrunnlaget.



- Dersom data mangler, er forvalter kontaktet. Forvalters data er da benyttet. Dette gjelder fem fond.
- Ingen minstekrav til fondets levetid. Kun avkastning for hele kalenderår er med. I prinsippet vil et fond med levetid som fyller kun ett kalenderår, være med i undersøkelsen.
- Faktorfond er i utgangspunktet definert som indeksfond basert på Morningstars definisjoner. Storebrands faktorfond er likevel tatt med da dette fondet avviker fra Morningstar krav om at faktorfond må følge en referanseindeks som veies annerledes enn tradisjonell markedsverdi.

Oppsummert om data-input fra databasen Morningstar Direct:

Kategori	Antall observasjoner	Antall aktivt forvaltede fond
Globale fond	697	58
Europa fond	327	27
Norden fond	327	25
Norge fond	733	47
Sum	2 084	157

Tabell 2 Antall observasjoner: Tabellen viser antall aktive aksjefond og antall år med avkastning som inngår i undersøkelsens 20-års måleperiode.

5.3 Utfyllende om enkelte av kriteriene for data-uttrekk

Dette kapitlet beskriver noen konsekvensene av de valgene som er gjort for uttrekk av data i Morningstar Direct.

5.3.1 Survival bias

Aksjefond som er nedlagt i måleperioden må med i undersøkelsen for å unngå skjevheter i utvalget. Svært forenklet kan man si at fiaskofondene legges ned, mens suksessfondene lever videre. Utelater man de nedlagte fondene gjøres hele målingen på suksessfondene.

Morningstars database for Norge er bygget opp fra 2000 og 2001 da selskapet etablerte seg i Norge. Alle beregninger etter dette har med sikkerhet tatt hensyn til survival bias. Før dette tidspunktet er avkastningshistorikken for nedlagte fond rekonstruert, og det er derfor enkelte mangler med survival bias. Sagt på en annen måte: Den reelle avkastningshistorikken før 2000 eller 2001 kan tenkes å være litt svakere enn det denne analysen legger til grunn.

Med unntak av Norden-fondene viser grunnlagsdataene en god del bedre differanseavkastning før 2001 enn etter. Men det er usikkert om årsaken er



mangelfull justering av survival bias. Det kan tenkes at markedsforholdene gjorde det enklere å slå børsen tidligere.

5.3.2 «Birth» bias

Det hender at fond med salgshistorikk i et land introduseres for salg i et nytt land. I en analyse av meravkastning er det viktig å påse at fond som tar med seg sin gamle avkastningshistorikk over grensen, ikke forstyrrer målingene. Det er nemlig nærliggende å anta at fond gjerne flyttes over grensen når de har god og salgbar avkastningshistorikk – positiv differanseavkastning. Dersom fondene med god avkastning er overrepresentert blant fondene som flytter mellom grensene vil den historiske avkastning i samtlige involverte land blir høyere enn gjennomsnittet for landene som helhet, hvilket er en åpenbar feil. Dette ser ikke ut til å være tilfelle for kategoriene i denne undersøkelsen, men faren er åpenbar og derfor er dette kontrollert.

Vi tar med fond med domisil lik Norge, Sverige, Danmark eller Finland, gitt at fondene oppfyller de øvrige kriteriene. Kriteriet fanger opp aksjefond som selges i Norge fra store aktører med hovedsete i disse landene. Dette gjelder typisk Nordea, Danske Bank, Swedbank, SEB, Handelsbanken og Carnegie. I utgangspunktet er det problematisk å ha med disse fondene da de har tatt med seg sin gamle avkastningshistorikk over grensen. En gjennomgang av differanseavkastningen med og uten disse utenlandsregistrerte fondene viser derimot så godt som ingen forskjell i resultatet. Disse fondene har – kanskje noe overraskende - ikke overrepresentasjon av suksessfond. De er gjennomsnittlige.

Morningstar følger tilsvarende policy som europeiske organisasjoner når det gjelder avkastningshistorikk. I Morningstar Direct tar fond med utenlands ISIN-kode og domisil med seg avkastningshistorikken ved introduksjon i Norge. Fond fra utlandet som tildeles en norsk ISIN-kode og domisil opparbeider avkastningshistorikk fra da av.

5.3.3 Ingen fond registrert i Irland og Luxembourg

Fond registrert i Irland eller Luxembourg selges i Norge, dog i begrenset omfang til privatpersoner. Svært mange av disse fondene er registrert for salg i Norge uten at de er i aktivt salg. Dersom disse var med, kan det tenkes at de ville forskjøvet resultatet ytterligere litt i disfavør aktive fond fordi fond registrert i Luxembourg og Irland i snitt har 0,63 prosent høyere årlige gebyr¹² enn norskregistrerte aksjefond.

¹² Morningstar om Luxembourg-registrerte aksjefond:
<http://www.morningstar.no/no/news/148810/luxemburgs-fondindustri.aspx>



5.3.4 Hele kalenderår

Kun avkastning for hele kalenderår er med. I prinsippet vil et fond med levetid som fyller kun ett kalenderår, være med i undersøkelsen. Det er ikke uvanlig med undersøkelser som begrenser seg til fond med for eksempel fem års historikk. Å begrense utvalget til kun fond med en gitt minste levetid, for eksempel fem år, vurderer vi som en ulempe da det kan gi en survival bias-effekt da det kan tenkes at fond som flopper i større grad legges ned etter kort tid. Ved kun å ta med hele år mister vi i de fleste tilfeller fondets siste måneder med avkastning. Det kan tenkes å gi en ørliten survival bias-effekt, dvs at avkastningshistorikken i vår analyse blir ørlite for høye.

5.4 Mer om referanseindekser

I samtlige lignende undersøkelser Forbrukerrådet har observert, er en *felles* referanseindeks valgt for fondene i undersøkelsen. Dette til tross for at fondene i virkeligheten har ulike referanseindekser. Konsekvensen er en viss feilmargin, men hvor utfallsrommet antagelig er symmetrisk over tid, og dette kan slå begge veier. Men megatrender kan likevel gi skjevheter. Også fond med composit-indekser, som investerer i to markeder, risikerer skjevheter i måleperioden. For å eliminere overnevnte feilmargin har Forbrukerrådet tatt mål av seg å benytte hvert enkelt fonds oppgitte referanseindeks. Det har vært tidkrevende, og vi har også vært tvunget til å komponere composit-indekser (custom benchmark i Morningstar.) Dette gjelder fond som investerer både i Norge og utlandet.

Det er et noe begrenset utvalg av referanseindekser i Morningstar Direct. Om lag 3/4 av fondene har fått tildelt sin oppgitte referanseindeks.

Fond som er registrert som aksjefond hos Morningstar, men som inkluderer obligasjonsfond i sin referanseindeks, er ekskludert. Det gjelder ytterst få fond.

Utenlandske fond berøres av skatt til utlandet. I Morningstars database benyttes to ulike indekser for de globale fondene. Brutto-indeks (Gross return eller Total return, forkortet GR og TR), som ikke trekker fra skatt til utlandet, og netto-indeks (net return, forkortet NR), som trekker fra skatt til utlandet. Netto-indeksene synes som den mest relevante referanseindeksen, da skatt tross alt kommer til fratrukk i NAV-verdiene som er grunnlaget for beregnet differanseavkastning. På den andre side har netto-indeksene et teoretisk innslag. Slike indekser trekker nemlig fra fondets maksimale teoretisk mulige skatt til utlandet. I virkeligheten betaler en del fond lavere skatt enn hva som er teoretisk maksimalt mulig. Det betyr at netto-indeksen er litt «snill» mot de aktive aksjefondene og kan gi noen av dem litt «gratis» meravkastning.

Forbrukerrådets beregninger har påvist at netto-indeksene ligger tettest på indeksfond rensert for årlige gebyr, og er derfor mest rettferdig å benytte for utenlandsfondene. Likevel måler noen av utenlandsfondene seg mot bruttoindeks. Såpass merkelig har vi opplevd dette at vi har kontaktet flere av



forvalterne. Og det har i flere tilfeller vist seg at fondene er oppgitt med feil referanseindeks. Vi har derfor byttet ut samtlige TR-indekser med NR-indekser for utenlandske fond og på den måten valgt å behandle fondene mindre strengt. Dette gjelder særlig Norden-fond.

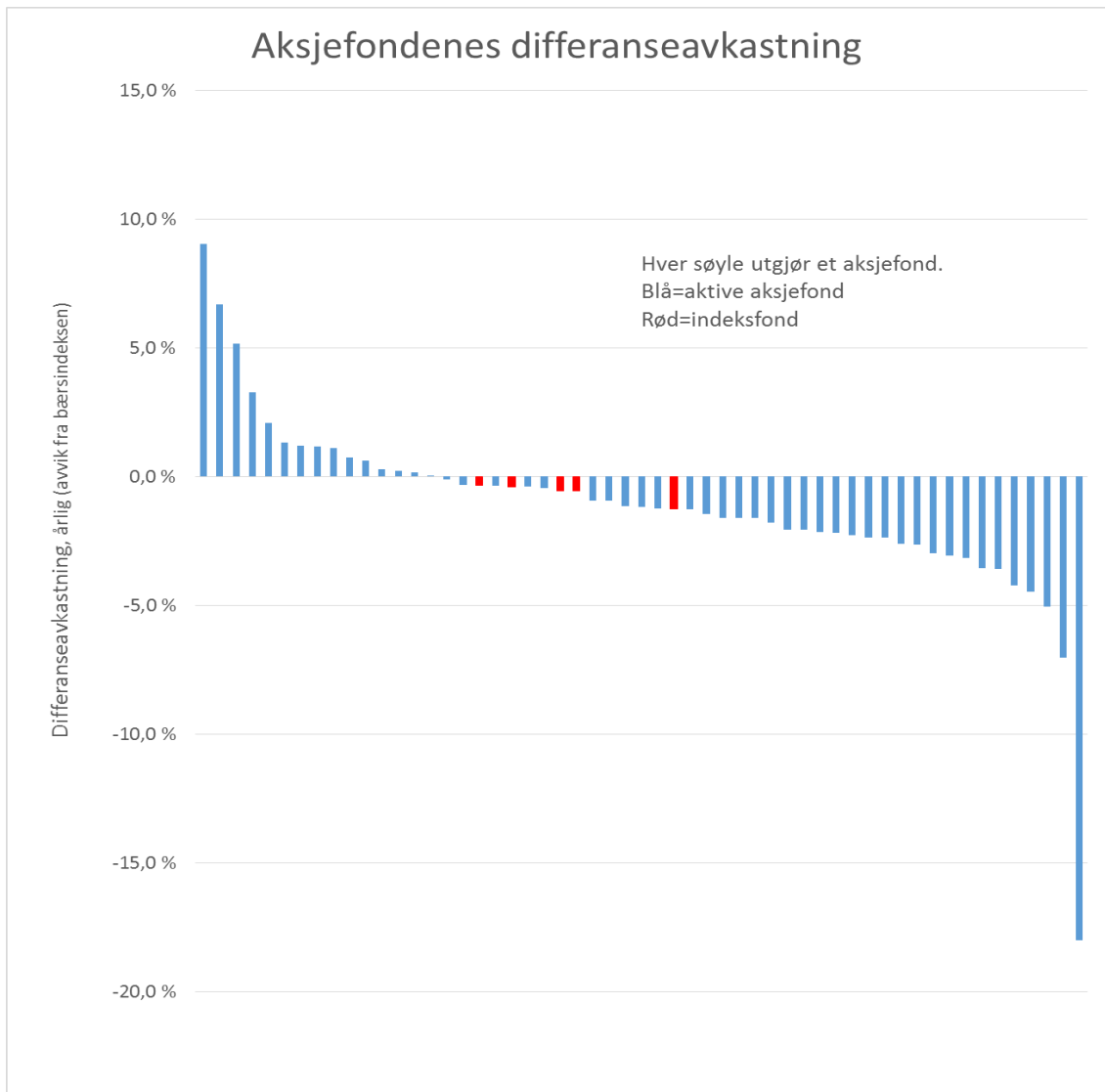
For Norden-aksjefond er tilgjengeligheten av referanseindekser noe begrenset. VINX Benchmark Cap NR NOK benyttes for samtlige fond for 2001-2017, med følgende unntak: Småbedriftsfond tildeles MSCI Nordic Countries Small Cap NR USD. Fondene som har oppgitt MSCI Nordic Countries NR USD som referanseindeks benytter denne. VINX før 2001 er ikke tilgjengelig. MSCI Nordic NR USD omregnet til NOK er derfor benyttet for samtlige fond for årene 1998-2000, med unntak av småbedriftsfondene. Indeksen er ikke cappet. Cap er et uttrykk for at vekten til en aksje blir begrenset oppad, vanligvis til 10 %, for å etterleve UCITS-regelverket. Dette tilfører dataene for Norden-fondene usikkerhet. Men valget er ikke mer faglig usikkert enn at også Morningstar benytter MSCI Nordic Countries NR EUR som referanseindeks for nordiske aksjefond.

Grunnet mangelfulle data, er tall for differanseavkastning mottatt fra forvalter for 4 av de 18 nordiske fondene. Disse fondene utgjør likevel over 60 prosent av observasjonene i måleperioden 1997-2000 som er drøftet ovenfor.

5.5 Forvalterrisiko i aktive aksjefond

Aktive aksjefond har i gjennomsnitt litt høyere risiko enn indeksfond målt ved standardavviket og EUs risikoklassifisering. Høyere risiko bør i utgangspunktet bety at investor krever høyere avkastning, selv om forvalterrisikoen er såkalt usystematisk risiko hvor man ikke kan forvente å bli kompensert.





Figur 1 AKTIVE AKSJEFOND HAR HØYERE RISIKO: Grafen viser differanseavkastningen til de globale fondene i undersøkelsen. Røde søyler er indeksfond, blå søyler er aktive fond. Minus betyr lavere avkastning enn fondets referanseindeks. Gjelder 20-årsperioden 1998-2017. Inputdata fra Morningstar. Indeksfondene gir en svak negativ differanseavkastning svært lik gebyrene. De aktive fondene har derimot store avvik fra referanseindeksen.

Forvalterrisikoen kommer på toppen av aksjemarkedets risiko for aktive aksjefond. Som overstående graf viser, er utfallsrommet større for aktive fond enn for indeksfond. Et aktivt fond kan gi høyere eller lavere avkastning enn børsen. Mens indeksfondet gir om lag børsens avkastning fratrukket gebyrene.

Dersom et indeksfond og et aktivt fond ga lik avkastning, ville normalt indeksfondet oppnådd avkastningen til en lavere risiko enn det aktive fondet. Risikojustert avkastning tar hensyn til risikoen som ligger bak avkastningen. Forbrukerrådet har ikke tatt stilling til om – og i så fall hvor mye – meravkastning et aktivt fond bør gi for å kunne forsvare forvalterrisikoen.



6 Resultat

Ved undersøkelse av meravkastning ligger det en antagelse om at historikken har predikative egenskaper for fremtiden. Og at disse egenskapene gjelder for fondskategorien som helhet og/eller for det enkelte fond. Uten den forutsetningen er ikke aktive fond et reelt alternativ da det ikke kan regnes som rasjonelt å velge et produkt som er seks ganger dyrere uten å vite noe om dets egenskaper for fremtidig meravkastning.

Forbrukerrådet har valgt ut de fire største aksjefondskategoriene Global, Europa, Norden og Norge. Norske/internasjonale aksjefond er inkludert i «global». De fire fondsgruppene utgjør 69 prosent av norske personkunders¹³ frie plassering i aksjefond og 71 prosent av kundeforholdene.

6.1 Om sammenligningen mot referanseindeks

Det er i teorien to tilnærminger til måling av et aktivt fonds kvalitet. Enten følge fondets avkastning, eller følge forvalteren – det er tross alt forvalterens hode som gjør jobben. Å følge forvalteren er nær en umulighet. Systematiske talldata er ikke å oppdrive. Dessuten forvaltes ofte fondet av et team hvor deler av staben kan bli skiftet ut. Men kanskje viktigst: Det er fondets resultater som markedsføres, ikke forvalterens resultater. I denne undersøkelsen kartlegges aksjefondenes meravkastning – det vil si om en eventuell meravkastning overgår gebyrene for aktiv forvaltning.

Alternativet til aktive aksjefond er riktignok ikke en gratis børsindeks. Tilgang til børsens avkastning gjennom indeksfond koster noe. Derfor sammenligner vi resultatene fra de aktive fondene med gebyrene til indeksfondene. På den måten tar vi med gebyrene i både indeksfond og aktive fond i sammenligningen.

Det er noe høyere risiko i aktive fond enn indeksfond – den såkalte forvalterrisikoen (se kapittel 5.5). Den aktive forvalteren kan bomme både over og under børsindeksen. Det er allment kjent at investor har høyere avkastningskrav til høyere risiko. Men forvalterrisikoen er såkalt usystematisk risiko. Dette er risiko som investor kan diversifisere bort, for eksempel ved å gjennom å velge flere fond. Men det er tvilsomt om mange tar bryet med å eie 4-5 fond innenfor samme kategori for å redusere forvalterrisikoen. En rasjonell investor som står overfor lik avkastning i to mulige investeringer, men der den ene har høyere risiko, ville ansett alternativet med lavest risiko som mest attraktivt. En naturlig konsekvens er derfor å kreve litt mer avkastning av de aktive aksjefondene enn indeksfondene. Den øvelsen har ikke Forbrukerrådet forsøkt seg på. Vi måler absolutt avkastning mot referanseindeksen.

Vi har heller ikke kartlagt i hvilken grad meravkastningen skyldes høy systematisk risiko – såkalt markedsrisiko. Fordi børsene over tid stiger mer enn de faller, vil et fond med høyere systematisk risiko enn børsindeksen, tendere til høyere avkastning enn børsen. Fondets forsterker altså svingningene. Meravkastning som skyldes dette, elimineres normalt ved beregning av såkalt risikojustert avkastning. Det er først ved kartlegging av den risikojusterte

¹³ Verdipapirfondenes Forening, tall per 1. kvartal 2017.



avkastningen man kan fastslå om en forvalter har prestert bedre enn fondets referanseindeks. Mangelen på dette er en svakhet med Forbrukerrådets analyse.

Heller ikke faktor-eksponering er forsøkt testet. Det redegjøres mer utfyllende i kapittel 6.5.

6.2 Resultatene av undersøkelsen

Globale aksjefond vurderes som den grunnleggende fondskategorien, altså av typen «skal du bare ha ett aksjefond, velg globalt». Begrunnelsen er at globale aksjefond sprer seg over flere bransjer og regioner, i motsetning til fond rettet mot ett enkelt land. Den store spredningen jevner ut noe av svingningene. Forventet avkastning er upåvirket av om man investerer i et land enkeltvis eller bunter landene sammen i et globalt fond. Konsekvensen er at den forventede risikjusterte avkastning er høyere i et globalt aksjefond enn i et fond som kun investerer i et enkelt land. Noe forenklet kan man si at investor får samme avkastning til lavere risiko.

Det er velkjent at investorer ofte foretrekker sitt hjemmemarked. For nordmenn gjelder dette Norge-fond. Det gir en overeksponering mot landets eget næringsliv som kalles «home bias».

Eventuell valutarisiko kan velges bort gjennom valutasikret globalt aksjefond. Om valutarisikoen er entydig negativt er ikke åpenbart. Det kan argumenteres for at valutarisikoen kan virke motsyklisk for en norsk privatøkonomi, og på den måten reduserer den samlede risikoen for en norsk husstand.

Forbrukerrådet legger derfor til grunn at globale aksjefond burde være i forbrukernes basisprodukt. Forbrukerrådet forsøker ikke med dette å gi et markedssyn, men henviser til den uavhengige ekspertisen og bankene selv.

Aktive aksjefond, årlig differanseavkastning:

Kategori	Differanse-avkastning
Globale fond	-0,89 %
Europa fond	-1,08 %
Norden fond	-3,48 %
Norge fond	0,86 %

Tabell 3 Årlig gjennomsnittlig avkastning i forhold til fondenes referanseindekser:

Målingen gjelder perioden 1.1.1998-31.12.2017. Tallene er ikke vektet med forvaltningskapitalen. Hvert aksjefonds hele kalenderår med avkastning teller likt. For eksempel vil et fond med fire års avkastning telle dobbelt så mye som et fond med to års avkastning. Inputdata fra Morningstar.



Tabellen viser resultatet i Forbrukerrådets undersøkelse. Prosenten viser gjennomsnittlig årlig avkastning i forhold til børsen, det vil si målt mot det enkeltes fonds referanseindeks. Et negativt tall betyr at fondene i kategorien har gitt svakere avkastning enn børsen, mens positivt tall angir høyere avkastning enn børsen.

Som tabellen viser, gir de aktive aksjefondene negativ meravkastning for tre av kategoriene og positiv meravkastning for én kategori – Norge. Les mer om resultatet på de neste sidene.

Diskusjonen omkring aktive aksjefond er gjerne begrenset til om fondene slår børsen eller ikke. I praksis er det et altfor strengt krav til de aktive fondene – i alle fall før vurdering av eventuell meravkastning opp mot forvalterrisikoen. De aktive fondene bør måles mot indeksfondene. Utvalget¹⁴ av indeksfond med null i årlig forvaltningsgebyr er tross alt svært begrenset.

Riktignok markedsfører normalt fondene et mål om å slå indeksen og ikke et indeksfond. Eksempel: «Fondets langsiktige mål er å gi høyere avkastning enn det nordiske aksjemarkedet generelt» (Odin Norden C). Det er likevel mer rettferdig mot de aktive fondene å måle dem mot indeksfondene. Det er her forbrukerens valg står. Men det er påfallende at bankene i markedsføringer promoterer en målsetting om å slå børsen, men gjerne krever å bli målt mot indeksfondene når deres prestasjoner vurderes.

Nedenfor presenterer vi gjennomsnittlig årlig forvaltningsgebyr for indeksfondene som tilbys i det norske markedet. ETF-er¹⁵ er ikke med.

Indeksfond - årlige gebyr	
Fondskategori	Gebyr
Globale	0,26 %
Europa	0,28 %
Norden	0,20 %
Norge	0,27 %
Gjennomsnitt	0,25 %

Tabell 4 Gebyrene i indeksfond:

Kilde: Forbrukerrådet / Finansportalen.

Avkastningen for de aktive aksjefondene måles ved NAV (netto andelsverdi) og er derfor renset for alle kostnader og gebyr. Forbrukerrådet har målt meravkastningen for indeksfondene hvor referanseindeks er tilgjengelig. Avviket fra referanseindeksen utover gebyrene utgjør noen få hundredeler. Forbrukerrådet har ikke tilgang til flere av indeksfondenes referanseindekser i Morningstar Direct, noe som vanskeliggjør en direkte sammenligning.

¹⁴ Nordnet tilbyr enkelte indeksfond med null i forvaltningsgebyr.

¹⁵ ETF, exchange traded fund, er en form for indeksfond som er børsnotert og kan kun handles på en børs.



6.2.1 Resultat globale aksjefond

Resultatet fra Forbrukerrådets undersøkelse viser negativ meravkastning for de aktive globale aksjefondene. I gjennomsnitt 0,89 prosent svakere årlig avkastning enn børsen – målt mot fondenes referanseindekser. Også når vi trekker fra indeksfondenes gebyrer forblir tallene negative. Globale indeksfond tilbudt i Norge har i gjennomsnitt 0,26 prosent i årlig forvaltningsgebyr.

De gjennomsnittlige gebyrene i de aktive globale fondene er langt høyere enn 0,89 prosent. Det betyr at forvalterne som gruppe har prestert bedre enn fondenes referanseindekser, men at hele meravkastningen og mer til har tilfalt forvalterne, ikke kundene.

Som vi omtaler i metode-kapittelet er tallene robuste med tanke på valg av tidsperiode. Dessuten inngår hele 697 observerte årlige avkastningstall i analysen av de globale fondene.

6.2.2 Resultat Norge-aksjefond

Resultatet for de aktive Norge-aksjefond viser 0,86 prosent i årlig meravkastning. De slår altså børsen med god margin. Tallene er robuste med tanke på valg av tidsperiode. Dessuten inngår hele 733 observerte årlige avkastningstall i analysen av Norge-fondene. Resultatene underbygger at forvaltere av Norge-fond, som gruppe, har belegg for å påstå at de er dyktigere enn markedet som helhet.

På bakgrunn av resultatene er det grunnlag for å påstå følgende: Forbrukere kan - i tillegg til å plassere mesteparten i et globalt indeksfond - vurdere å supplere med et Norge-aksjefond, som da kan være et aktivt aksjefond.

Forbrukerrådet gjør ingen vurdering av om meravkastningen er høy nok til å forsvare den noe forhøyde risikoen i aktive aksjefond versus indeksfond – forvalterrisikoen. Forbrukerrådet tar heller ikke stilling til rettferdig prising, det vil si fordelingen av meravkastningen mellom kunde og forvalter.

Som nevnt er det større risiko i et Norge-fond enn i et globalt fond. Standardavviket i det globale aksjemarkedet er 17,4¹⁶ mens det er hele 26,8 for det norske aksjemarkedet. Standardavviket viser hva de maksimale svingningene på børsen normalt holder seg innenfor. Det er et argument for at andelen av aksjefondsplasseringen i Norge-fond bør begrenses.

6.2.3 Resultat Europa-aksjefond og Norden-aksjefond

Det er mulig at Europa-fondene faller mellom to stoler. Det er ikke globalt nok til å være et globalt fond, og det er langt fra norsk nok til å ligne et Norge-fond. Uansett, resultatene er nedslående for Europa-fondene. Differanseavkastning er negativ med god margin, men tallene er noe sårbare for valg av måleperiode.

Også Norden-fondene viser negativ differanseavkastning – hele 3,48 prosent. Det er Norden-fondene det knytter seg størst usikkerhet til når det gjelder de

¹⁶ Elroy Dimson, Paul Marsch, Mike Staunton, Triumph of the Optimists, Princeton University Press.



anvendte referanseindeksene. Usikkerheten gir kun utslag i *størrelsen* på den negative differanseavkastningen, ikke hvorvidt den er negativ eller positiv.

6.2.4 Norge versus globalt

Hvorfor slår Norge-fondene børsen, mens de globale fondene ikke klarer det samme? Forbrukerrådet har fanget opp en hypotese fra bransjeaktører: Globale aksjemarkeder, hvor særlig USA veier svært tungt, omfatter selskaper som i større grad er gjennomanalysert. Det finnes tross alt flere analytikere rundt omkring i verden som analyserer Coca Cola Company enn Schibsted-aksjen. Et norsk globalt aksjefond velger gjerne mange av de store selskapene, mens det er motsatt for Norge-fondene.

En undersøkelse¹⁷ fra børsanalyse-selskapet S&P Indices Versus Active Funds (SPIVA) av meravkastning for nasjonale, regionale og globale fond underbygger at globale fond utgjør det markedet hvor aksjefond i minst grad makter å slå børsen over en tiårsperiode. Det er de nasjonale aksjefondene i undersøkelsen som scorer best på meravkastning. Også gruppen Norden-fond kommer relativt bra ut, da «bare» 72,7 prosent av disse fondene taper mot referanseindeksen, hvilket er blant de laveste tallene i undersøkelsen.

6.3 Gjentar fortiden seg?

Det er ikke gitt at fondskategoriens historiske differanseavkastning også gjelder for fremtiden. Mange faktorer kan spille inn og forhindre historien i å gjenta seg. Men sammen med gebyrene, er historisk meravkastning eneste praktiske måleparameter for aktive fond. For indeksfondene er gebyrene viktigste måleparameter for fremtidig meravkastning.

Det kan være relevant å se etter trender i meravkastningen. Er den nedadgående eller oppadgående? Kanskje var markedet mindre effisient¹⁸ tidligere? Eller endrer markedet seg i sykluser?

Tallene i undersøkelsen viser at differanseavkastningen er stabil over tid for de globale fondene. Svingningene er riktignok store fra år til år, men ikke over tid. Les mer om dette i kapittel 7 om sensitivitetsanalysen.

En slik trend bør uansett kartlegges år for år, og ikke presenteres som et glidende gjennomsnitt, slik det har blitt fremstilt i media, da utslag i et enkelt år gir en illusjon om trender i tidligere og kommende år.

Fondstilbyderne har redusert gebyrene for noen av de aktive fondene i vår måleperiode. Isolert er dette et argument for at utsiktene til meravkastning er forbedret tilsvarende. På den annen side er realavkastningene i aksjemarkedet nedjustert i takt med lavere avkastning på rentepapirer. Nedjusteringen¹⁹ er gjengs i de fleste fagmiljøer, også Finans Norge. Dette trekker trolig i motsatt retning. Lavere avkastning gjør at gebyrbyrden som må overvinnes blir relativt sett større.

¹⁷ SPIVA, undersøkelse for nedlastning: <http://us.spindices.com/spiva/#/reports>

¹⁸ Effisient betyr at aksjekursene reflekterer all tilgjengelig og relevant informasjon. Det er altså ikke mulig å slå markedet ved ytterligere analyser.

¹⁹ Forventet avkastning, Finans Norge:

<https://www.finansnorge.no/contentassets/a4d3d1bfe2884be4bf57bd26bc4bf2b3/avtale-om-avkastningsprognoser-revidert-pr.-01.09.2017.pdf>



Om 10 år kan resultatet i en tilsvarende analyse være annerledes. Da må naturligvis rådet til forbrukerne endre seg tilsvarende.

6.4 Er det mulig å plukke ut enkeltfond som slår indeksfondene?

Hovedhensikten med denne undersøkelsen er å bidra til et bedre beslutningsgrunnlag for forbrukere som kjøper aksjefond - underforstått at resultatene for en kategori er gjeldende for alle fondene i kategorien. Med andre ord bør forbrukerne som investerer i globale aksjefond velge indeksfond, mens de som investerer i Norge-fond kan velge aktive fond. Men selv om kategorien som helhet har negativ differanseavkastning, vil normalt enkelte fond skille seg ut med positiv differanseavkastning. Derfor er det relevant å spørre seg om det likevel lar seg gjøre å velge ut et aksjefond som forventes å slå børsen basert på historisk positiv differanseavkastning for det enkelte fond.

Et argument som gjennomgående benyttes av fondstilbyderne er at «vi plukker ut de beste aksjefondene for deg» eller at «dette aksjefondet har slått markedet». Men Forbrukerrådet finner ingen dokumentasjon som kan understøtte en sammenheng mellom enkeltfonds historiske prestasjoner med fremtidige prestasjoner. Et fond som har gitt høy meravkastning en periode og som derfor fremstår som «et av de beste aksjefondene» kan like gjerne underprestere neste periode, viser vi senere i dette kapitlet. Et fond som skiller seg positivt ut innenfor sin kategori kan skyldes i stor grad flaks og ikke dyktighet, ifølge de analyser som Forbrukerrådet har klart å oppspore:

Lars Qvigstad Sørensen's doktoravhandling²⁰ av Norge-aksjefond viste ingen såkalt persistens. Persistens innebærer at det er de samme fondene som gjør det enten bra eller dårlig over flere perioder etter hverandre.

Ola Kvaløy, professor ved Universitet i Stavanger har forsket på 33 Norge-aksjefond (2008). «Det er ikke spor av at en forvalter som er flink i ett år, vil være det over tid. Det er som et terningkast», konkluderte han.

Samme konklusjon var resultatet i en masteroppgave²¹ fra NTNU. Kristoffer Gallefoss har skrevet artikkelen sammen med Helge Hoff Hansen og Eirik Solli Haukaas.

Også Forbrukerrådet har en tilsvarende undersøkelse som ferdigstilles i 2018. De foreløpige tallene samsvarer med resultatene ovenfor.

Enkeltfond som har gitt meravkastning over en lang periode, gjerne ti år, trekkes ofte frem som bevis for at det er mulig å være dyktig over tid. Det er tilsynelatende et tungtveiende argument. Men statistisk finner ikke Forbrukerrådet belegg for påstanden. Er antall fond i utvalget tilstrekkelig høyt, tilsier nemlig den matematiske spredningen at noen vil fremstå med positivt resultat.

²⁰ Publisert i Praktisk økonomi & finans 2 – 2010.

²¹ Masteroppgave publisert i USA, Kristoffer Gallefoss, Helge Hoff Hansen og Eirik Solli Haukaas: <http://hdl.handle.net/11250/266269>

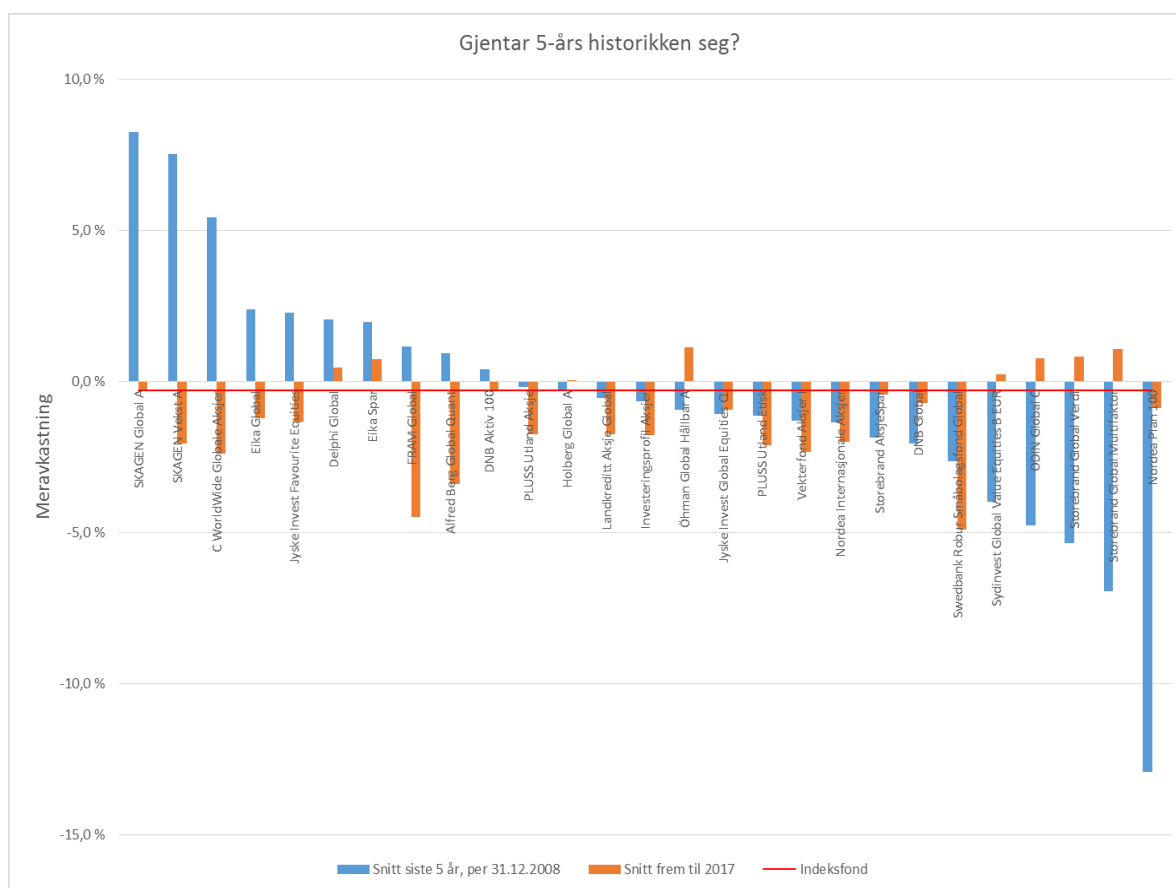


Det lar seg neppe gjøre å blinke ut fondet før fondets positive periode er over. Hvilke fond som skiller seg best ut ser man i ettertid, og etterpåkløskap er en lite lønnsom investeringsstrategi.

En banal og praktisk test på dette er å finne frem gamle fondsrangeringer fra langt tilbake, og dernest forsøke å velge det globale aksjefondet som skal overprestere de neste årene. Dette kan deretter jamføres med hvilke fond som faktisk presterte best i den neste perioden.

Man vil også oppdage at noen av topp-fondene er nedlagt, og selv dette gir støtte til overnevnte konklusjoner, siden de nedlagte fondene i snitt underpresterer²².

Forbrukerrådet har utført en enkelt test av om historien gjentar seg. Vi har tatt for oss globale fond (se diagram) med 10 års komplett historikk, slik at første femårs periode kan sammenlignes med neste femårs periode. Som grafen viser, er det ingen sammenheng mellom prestasjonen i første måleperiode og den påfølgende måleperioden. Faktisk er den statistiske sammenhengen svakt negativ, men avrundet lik 0 ved bruk av korrelasjon²³.



Figur 2: Blå søyle viser gjennomsnittlig årlig differanseavkastning første fem års periode for globale aksjefond solgt i Norge. De oransje søylene viser samme tall for den

²² Forbrukerrådet: <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/forleder-kundene-til-a-kjope-dyre-fond/>

²³ Korrelasjon måles ofte med en korrelasjonskoeffisient, som er et statistisk mål på hvor mye to størrelser henger sammen. Er tallet 1, er det perfekt positiv samvariasjon. Er tallet 0, er det ingen samvariasjon. Er tallet -1, er det perfekt negativ samvariasjon.



påfølgende fem års perioden. Dersom perfekt sammenheng mellom de to periodene, ville de være identiske.

6.5 Målt mot annen forskning

Svært lite forskning er tilgjengelig for aksjefond som markedsføres i det norske markedet. Noe er likevel offentliggjort:

En undersøkelse fra SPIVA²⁴ viser at etter 10 år gir 98 prosent av alle globale aksjefond lavere avkastning enn referanseindeksen.

Pengenytt undersøkte²⁵ i 2016 norske globale aksjefond over en tiårsperiode. Resultatet viste gjennomgående negativ differanseavkastning – i gjennomsnitt 1,0 prosent. Metodikken avviker fra Forbrukerrådets, men konklusjonen er den samme.

Lars Qvigstad Sørensen, tidligere forsker ved NHH, har publisert en studie²⁶ av Norge-aksjefond i perioden 1982 til 2008. Funnene ble presentert i Sørensens doktoravhandling ved NHH. Studien inneholdt også en måling for perioden 1996-2008 som sammenfaller delvis med Forbrukerrådets undersøkelse. Qvigstad Sørensens studie konkluderer med svak meravkastning før justering for faktoreksponering. Hensyntatt en slik justering konkluderer studien med at Norge-fondene som gruppe ikke klarte å slå børsen. Altså motsatt konklusjon av hva Forbrukerrådet kom frem til. Studien skiller seg fra Forbrukerrådets på minst tre måter: Årene 2009-2017 er ikke med. Fondene er likeveid i beregningene. Og avkastningstallene justeres for såkalt faktoreksponering.

Qvigstad Sørensen vektet alle aksjefondene likt. Forbrukerrådet har beregnet gjennomsnittet av alle fondenes årlige logaritmiske differanseavkastninger, slik at hvert år med avkastning teller som én prestasjon. Summen av alle fondenes årlige avkastninger er grunnlaget for et årlig gjennomsnitt for hele perioden. Denne metodiske forskjellen kan forklare noe av ulikheten i resultat.

Qvigstad Sørensen justerer for såkalt faktoreksponering. Metoden er ment å rense bort systematiske premier som forvaltere kan høste, som for eksempel størrelse, verdi og momentum, slik at man står igjen med alfa (forvaltereivner.) Også oljefondets meravkastning har vært gjenstand for diskusjon om faktorjustering. En målt meravkastning ble negativ etter faktorjustering²⁷.

Også masteroppgave²⁸ av Johansen og Strømberg ved NHH i 2015 konkluderer med at meravkastningen i Norge-aksjefond nær elimineres ved faktorjustering. For aktive norske aksjefond finner de at størrelsespremien og

²⁴ SPIVA-undersøkelse:

http://media.spglobal.com/documents/SPGlobal_Indices_Article_3+April+2017_Europe+SPIVA+Year+End+2016.pdf

²⁵ Pengenytt, undersøkelse av globale aksjefond: <http://www.pengenytt.no/globale-aksjefond-sliter-med-a-levere-god-avkastning-sjekk-ut-hvordan-ditt-fond-har-prestert/>

²⁶ Publisert i Praktisk økonomi & finans 2 – 2010.

²⁷ BI, Richard Priestley. <https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2015/06/spekulerer-bort-ni-oljemilliarder-arlig/>

²⁸ Masteroppgave, Johansen og Strømberg, NHH 2015
<https://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/2382814>



likviditetspremien i stor grad er med på å forklare avkastning. Norge-fondene hevder de i stor grad er eksponert mot små og likvide selskaper.

Burde Forbrukerrådet faktorjustert avkastningene? Det norske markedet er lite, og det er usikkert om det finnes noen etablerte og autoritative faktorer for det norske markedet. Forbrukerrådet tar derfor ikke stilling til om slik faktorjustering er hensiktsmessig utover at vi oppfatter at det ikke er konsensus knyttet til faktorjustering av meravkastningen for norske fond.

Vi har likevel testet meravkastningen mot faktoren selskapsstørrelse og finner tilnærmet null sammenheng mellom selskapsstørrelse og fondenes meravkastning.

Forbrukerrådet har heller ikke tatt hensyn til risikoen som ligger bak avkastningen. Dette er en svakhet med vår analyse.



7 Sensitivitetsanalyse – beregningenes robusthet

Sensitivitetsanalyse (følsomhetsanalyse) viser hvor sårbart resultatet er for endringer i faktorene som inngår i analysen. Metoden tillater å endre én forutsetning om gangen. Metoden kalles også hva-hvis-analyse.

Uten en sensitivitetsanalyse kan partsinteresser åpne for selektive valg av forutsetninger, typisk ved å presentere måleperioden som er gunstigst for ønsket resultat. Vi har valgt 20 års måleperiode. Tanken er at dette er mer enn langt nok for å oppnå et stort nok tallgrunnlag, men ikke for langt tilbake i tid slik at man risikerer utdaterte markedsforhold.

Den variabelen som fritt må velges på forhånd og som åpenbart kan påvirke resultatet, er måleperioden. I sensitivitetsanalysen skyver vi starten på måleperioden frem i tid, slik at den kun omfatter siste 15 år, samt forlenger den bakover slik at den omfatter siste 25 år. Altså +/- 5 år.

Resultatene:

Differanseavkastning ved ulike måleperioder			
	15 år	20 år	25 år
Globale fond	-0,99 %	-0,89 %	-0,88 %
Europa fond	-0,31 %	-1,08 %	-1,08 %
Norden fond	-1,36 %	-3,48 %	-3,27 %
Norge fond	0,81 %	0,86 %	1,13 %

Tabell 5 Ulike måleperioder: Denne rapporten baserer seg på 20 års historikk (farget kolonne). Men hva skjer med resultatene dersom måleperioden endres +/- 5 år?

Data fra lengre tilbake enn 20 år har større usikkerhet. Både fordi det er mer usikkert om daværende markedsforhold er overførbare til nåtiden, samt fordi vi har svakere kontroll på referanseindeksene.

7.1 Resultatene av sensibilitetsanalysen

Resultatene av sensitivitetsanalysen for både globale og norske fond synes robuste. Det er viktig med tanke på at det er kategoriene som er best egnet til langsiktig sparing, og da særlig globale fond. Konklusjonen om negativ differanseavkastning i globale fond svekkes ikke i noen av retningene. Det samme kan sies om Norge-fondene.

Resultatet for Europa-fond står seg om perioden utvides, men nærmer seg null i differanseavkastning hvis den reduseres til 15 år. Trekker man fra gjennomsnittlige gebyr i indeksfond på 0,28 prosent er resultatet 0,03 prosent i favør indeksfond for den korte perioden. Med tanke på den iboende usikkerheten i slike analyser, samt et mulig krav om en viss kompensasjon for forvalterrisikoen, er resultatet fortsatt i favør indeksfond.

Analysen av Norden-fondene er åpenbart følsom for endringer i forutsetningene. Kategorien endres fra solid negativ differanseavkastning til noe mindre negativ ved å korte ned perioden. Norden-fondene er dessuten



kategorien hvor vi har måttet endre mest på referanseindeksene, riktignok trolig i favør de aktive fondene, se kapittel 5.4. Antall Norden-fond i undersøkelsen er dessuten under halvparten så mange sammenlignet med kategoriene Norge og global. Alt dette øker usikkerheten ytterligere. Men den store negative differanseavkastningen taler likevel for en holdbar konklusjon.

7.1.1 Sensitivitetstest av sluttperioden

Det kan også tenkes at måleperioden er følsom for de siste årene. Vi har derfor utført en sensitivitetstest av sluttperioden ved å fjerne siste fem år i analysen, med følgende resultat:

- Global: Reduserer den negative differanseavkastningen med 0,26 prosentpoeng.
- Norge: Reduserer den positive differanseavkastningen med 0,35 prosentpoeng.
- Norden: Reduserer den negative differanseavkastningen med 0,09 prosentpoeng.
- Europa: Øker den negative differanseavkastningen med 0,11 prosentpoeng

Ser vi endringene opp mot tabellen ovenfor, endres ingen av konklusjonene i denne rapporten. Men vi ser at Norge-fondene viser seg som mest sårbare dersom man varierer sluttperioden, hvilket svekker konklusjonen litt. Deretter følger de globale fondene som nest mest sårbare.

De to overnevnte testene utgjør ingen uttømmende liste over robusthetstester. Akademisk forskning benytter ytterligere tester. Forbrukerrådet vurderer overnevnte tester til å være tilstrekkelig da denne rapporten ikke er å anse som en vitenskapelig forskningsrapport.



8 Konsensus om globale aksjefond

Det er lagt til grunn i denne rapporten at globale aksjefond er basis i aksjefondssparingen. Forbrukerrådet vil mene at påstanden ikke er omstridt og heller ikke kontroversiell. Både akademia og bankene argumenterer for at globale fond er å anbefale, dernest mener noen at den globale investeringen bør suppleres med en mindre andel i Norge-fond. Nedenfor viser vi resultatet av mediesøk²⁹ vi har utført. Vi har ikke funnet uttalelser som er motsatt av konsensus.

Uttalelser fra akademia og finansbransjen.

«Velg globalt aksjefond....Jeg vil si at det er altfor mye med 25 % av fondskapitalen i norske aksjer. Dersom man ikke har særkrav eller særlige forhold som krever det, så bør man anse det norske markedet som en liten kuriositet.»

Thomas Furuset, analytiker og redaktør Morningstar.no (2017)

«Gå bredt og velg et globalt indeksfond. Ideen er jo å sikre seg lave kostnader, samtidig som du fjerner topper og bunner. Med en verdensindeks får du begge deler.»

Thore Johnsen, professor i finans, NHH (2016).

«Aksjeeksponering globalt gir høyere risikjustert avkastning sammenlignet med Norge»

Thore Johnsen, professor i finans, NHH (2011).

«Norge kan vanskelig sammenlignes med det globale aksjemarkedet. I Norge er det voldsom volatilitet».

Odd Einar Lillebostad, forvalter av fondet DNB Norge.

«Hvis du kun skal eie ett fond bør det være et bredt globalt aksjefond.»

Bernt S. Zakariassen, direktør i Verdipapirfondenes Forening (2011)

«Velg et globalt indeksfond»

Trond Døskeland, førsteamanuensis finans, NHH (2017).

«Mange har nok en oppfatning av at den hjemlige børsen er tryggere enn fremmede utenlandske børser. Det korrekte svaret er at brede globale aksjefond er den minst risikable investeringen. Her blir pengene spredt på flere land og flere bransjer.»

Knut Dyre haug, Storebrand (2011).

«Spar i en bred global portefølje»

Christina Picard, forbrukerøkonom i Storebrand (2016).

²⁹ Medieovervåkingstjenesten M-Brain er benyttet, i tillegg til frie søk på internett.



«Velg globalt aksjefond»

Kent Øksnes, redaktør i Pengeytt.no (2017)

«Velg globalt aksjefond»

Dine Penger (2016).

«Velg et bredt aksjefond for redusering av risiko. Kombinasjonsfond bestående av både norske og globale aksjer kan være løsningen.»

Christine Warloe, forbrukerøkonom i Nordea (2012).

«Det er viktig at når du setter pengene i aksjefond så må du spre investeringene. Sett 70 prosent i et globalt fond, og 30 prosent i et norsk fond.»

Ellen Dokk Holm, forbrukerøkonom i DNB / Postbanken (2009)

«Norge er et lite land og har en børs overlesset med råvarer, særlig olje. Den svinger derfor mye. I et globalt aksjefond spres fondsmidlene dine over utallige bransjer og regioner. Et kraftig fall i en enkelt region eller bransje har begrenset innvirkning på den samlede avkastningen. Derfor faller et globalt aksjefond mindre enn et norsk aksjefond i nedgangstider. Avkastningen er derimot den samme - normalt. Velger du globalt aksjefond får du altså bedre betalt for risikoen. Og nettopp det er målet for enhver avkastning. Høyest mulig avkastning til en gitt risiko (..) Skal du bare ha ett aksjefond, velg et globalt»»

Rune Pedersen, ansvarlig redaktør Smarte Penger.

«Ha 50 % av kapitalen i aksjefond. Kvalitetsselskaper. 50-100% i globale aksjefond.»

Ronni Møller Pettersen, direktør i Sparebank1.

«Velg globalt aksjefond»

Hallgeir Kvadsheim, økonomisk rådgiver i Luksusfellen og tidligere Dagbladets privatøkonomi-ekspert (2016).

«Vi anbefaler aksjefond som investerer globalt for folk flest, fremfor fond som kun investerer her hjemme»

Christian Klerck Nilssen, analysesjef og redaktør i Morningstar i Norge (2005)



9 Referanser

Se løpende fotnoter nederst på sidene.

10 Kontakt

Forbrukerrådet
v/ Geir Ormseth
Geir.ormseth@forbrukerradet.no

