



FORBY RETURPROVISJONER

Returprovisjoner leder fondsleverandører og rådgivere inn i fristelse. Fondsbransjens etablerte honorarstruktur fører til interessekonflikter og dyrere sparing, uavhengig av hvor mye forbrukerne opplyses

28.03.2019



Innhold

Innhold¹	3
1 Beskytt forbrukere – forby returprovisjoner	5
2 Bakgrunn	6
2.1 Nasjonalt spillerom	6
2.2 Minimum er ikke nok	6
3 Hvorfor har ikke Norge allerede forbudt returprovisjoner?	8
3.1 Vent-og-se-utvalget.....	8
3.2 Vellykkede forbud i Storbritannia og Nederland	9
3.3 Tilsidesatte forbrukerinteresser.....	10
4 Tidligere nasjonale inngrep mot interessekonflikter	13
5 Hva sier bransjen selv om returprovisjoner?	15
5.1 Tillit og kundens interesser?	15
5.2 Returprovisjoner bidrar ikke til reell priskonkurranse	16
5.3 Kryss-subsidiering?.....	17
5.4 Tvungent koblingssalg?	19
6 Internasjonale erfaringer med forbud mot returprovisjon	21
6.1 Ubegrunnet frykt for distribusjonstørke	21
7 Overveldende bevismengde	23
7.1 Billige råd er dyre	23
7.2 Selvbetjent er velbetjent.....	23
7.3 Looking out for number one	27
8 Gratis eller inkludert?	29
8.1 Returprovisjoner fører ikke til lavere priser.....	29
8.2 Sannhetens øyeblikk	30
9 Uopplysende opplysningsplikt	32
9.1 Feilslått forbrukerbeskyttelse	32
9.2 Reisen til returprovisjonen.....	34
9.3 Gjennomsiktighet til etterfølgelse	35
10 Den inngrodde interessekonflikten	37
10.1 Vedvarende brudd på regelverket	37
10.2 Interessekonflikter trumfer kompetanse.....	38
10.3 Villedende rådgivning styres fra toppen	38
11 Fastlåst forretningsmodell og melkeku for bransjen	41
11.1 Forretningsmodell til gjensidig berikelse	41
11.2 Hva kan erstatte returprovisjoner?	43
11.3 DNB bryter bransjeidyllen	44
12 Redningsroboter?	47

¹ Forsideillustrasjon: © Finance Watch, www.finance-watch.org



12.1	Robot vs. menneske	47
12.2	Roboter med personlighet	49
12.3	Norske roboter	50
12.4	Hopper ikke etter Wirkola.....	53
13	Konklusjon	53



1 **Beskytt forbrukere – forby returprovisjoner**

Den internasjonale fondsbransjen bygger på en inntektsmodell som aktivt frister finansrådgivere og deres arbeidsgivere til å gi forbrukerne dyre og dårlige råd. Innføringen av et nytt regelverk for verdipapirhandel (MiFID II) gir norske myndigheter en mulighet til å sette en stopper for den inngrodde honorarstrukturen som i en mannsalder har ledet bransjen inn i fristelse.

Når et verdipapirforetak mottar vederlag fra andre enn kunden (returprovisjon eller kickback), får foretaket en økonomisk interesse i at kunden investerer i et bestemt produkt fremfor andre som enten gir lavere eller ingen vederlag. Denne interessekonflikten har bidratt til at kunder i stor grad har fått råd om å velge dyrere spareprodukter, enn de ville fått fra nøytrale investeringsrådgivere.

Sentrale røster i fondsbransjen er sterkt imot et forbud mot returprovisjoner, men det er trolig for mye forlangt at bransjen selv skal sage over den gullforgylte grenen den sitter på. Det må derfor være myndighetenes oppgave å sørge for å redusere virkningen av interessekonflikten.

Det nåværende regelverket har i praksis gjort det mulig for aktørene å opprettholde en bransjestruktur med tvungent koblingssalg som et sentralt og konkurransehemmende virkemiddel i distribusjonsleddet.

Myndighetene bør ikke bidra til å opprettholde et regelverk som tillater en usunn og forbrukerfiendtlig honorarstruktur. Forbrukerrådet anmoder derfor Finansdepartementet om å forby vederlag til andre enn kunden ved kjøp og salg av finansielle produkter i henhold til verdipapirfondloven.²

² Verdipapirfondloven § 10-12 omhandler vederlag fra eller til andre enn kunden. I paragrafens punkt 5 står det at «Departementet kan fastsette forskrift med bestemmelser som i særlige tilfeller forbyr eller stiller ytterligere krav til mottak av vederlag fra, eller yting av vederlag til, andre enn kunden. Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.»



2 Bakgrunn

Formålet med innføringen av MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) i 2007 var å styrke investorbeskyttelsen gjennom blant annet strengere krav til informasjon, rådgivning, gjennomsiktighet og fjerning av konkurransehindre mellom EUs medlemsstater.

Revisjonen (MiFID II) i 2018 medførte en skjerping av regelverket, som vil påvirke alle aktører som er involvert i verdipapirhandel. En av de mest omdiskuterte delene er håndteringen av vederlag fra andre enn kunden (også kalt returprovisjoner eller kickbacks) ved kjøp og salg av verdipapirfond.

2.1 Nasjonalt spillerom

MiFID II gir myndighetene valget mellom å innføre minimumsregler for returprovisjoner, eller å innføre strengere regler dersom ekstraordinære nasjonale forhold tilsier det.³

Member States may, in exceptional cases, impose additional requirements on investment firms in respect of the matters covered by this Article. Such requirements must be objectively justified and proportionate so as to address specific risks to investor protection or to market integrity which are of particular importance in the circumstances of the market structure of that Member State.

2.2 Minimum er ikke nok

Minimumsregelverket innebærer forbud mot at uavhengige investeringsrådgivere kan motta og beholde pengeytelser fra andre enn kunden i tilknytning til disse tjenestene. Det er imidlertid få ekte uavhengige investeringsrådgivere i Norge. Resten av de ikke-uavhengige (eller avhengige) rådgiverne kan fortsette å motta returprovisjoner under visse forutsetninger. Verdipapirforetaket kan bare motta vederlag fra andre enn kunden i forbindelse med investeringstjenester, hvis vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten og ikke svekker kundens interesser.⁴

Den norske fondsbransjen mener det skjerpede regelverket er tilstrekkelig til å motvirke uheldige interessekonflikter.

Det nye regelverket hever terskelen for rådgivere, men den underliggende interessekonflikten består, og kundene blir fortsatt ledet til å velge unødvendig dyre investeringsprodukter. I tillegg legger returprovisjoner en kraftig demper på fremveksten av en effektiv priskonkurranse innenfor fondsdistribusjon. I

³ [MiFID II, artikkel 24.12](#)

⁴ [MiFID II, artikkel 24.9](#)



denne rapporten vil Forbrukerrådet dokumentere nødvendigheten av et totalt forbud mot returprovisjoner.



3 **Hvorfor har ikke Norge allerede forbudt returprovisjoner?**

I 2015 oppnevnte Regjeringen Verdipapirlovutvalget. Det la i 2017 frem utredningen om *Markeder for finansielle instrumenter og gjennomføringen av EU direktivene MiFID II og MiFIR* (NOU 2017:1)⁵. Spørsmålet om et generelt forbud mot returprovisjoner var en liten, men viktig, del av det 338 sider lange dokumentet.

3.1 Vent-og-se-utvalget

Utvalget observerte at returprovisjoner innebærer at kostnaden ved rådgivning normalt er inkludert i produktet. Dette medfører at kunden må betale for rådgivning, selv om kunden hverken ønsker eller mottar rådgiving. Det mente derfor at et forbud kunne føre til billigere produkter for kunder som klarer seg selv. En mer transparent prismodell kunne også føre til økt konkurranse mellom selvbetjente plattformer og dermed lavere priser for kundene.

Utvalget var samstemt i at det kunne «*stilles spørsmål ved om det er mulig å motta returprovisjoner og samtidig overholde kravene til å ivareta kundens interesser på best mulig måte.*» Interessekonfliktene kunne reduseres gjennom gode rutiner og kontroll. I praksis mente imidlertid utredningen at det er «*krevende for verdipapirforetakene å overholde reglene om håndtering av interessekonflikter når de mottar returprovisjoner.*» Et forbud kunne bidra til å redusere interessekonflikter og dermed styrke tilliten til markedet.

Denne argumentasjonsrekken mot returprovisjoner var likevel ikke tilstrekkelig tungtveiende for utvalgets flertall. Det viste til at det norske markedet for distribusjon av fond var dominert av de store bankene. De har egen fondsforvaltning i sine konsernstrukturer, og for disse aktørene ville «*neppe et forbud mot returprovisjon redusere mulige interessekonflikter.*» Utredningen antok, i det som ikke kan karakteriseres som et tillitsvotum for bankenes rådgivere, at de ville anbefale egne produkter uavhengig av returprovisjon «*ettersom den samlede fortjeneste ville tilfalle samme konsern.*» På den andre siden pekte utvalget på at et forbud for andre produkter enn verdipapirfond, herunder CFD-er og unoterte derivater, ville hindre interessekonflikter i større grad enn for fond.

For øvrig mente et enstemmig utvalg at det ville være hensiktsmessig å evaluere effekten av de nye MiFID II reglene først, og vente med et eventuelt forbud til innføringen av nye regler for forsikringsbaserte produkter (kommer senest i 2019).

Flertallet mente likeledes at det burde tilstrebes likeartede regler med de øvrige nordiske landene fordi norske aktører først og fremst konkurrerer mot

⁵ NOU 2017:1 fra side 173: [Markeder for finansielle Instrumenter](#)



selskaper i Norden. Utredningen ønsket derfor ikke å innføre strengere regler i Norge enn i de øvrige nordiske land.

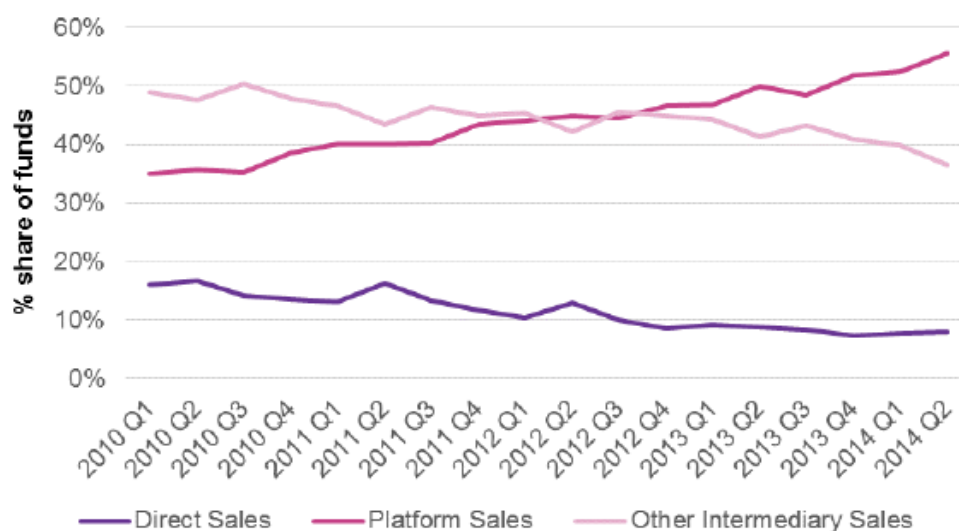
Flertallet tok ikke stilling til om det forelå særskilte forhold i Norge som kunne begrunne strengere regler enn minimumskravene i MiFID II.

3.2 Vellykkede forbud i Storbritannia og Nederland

Forbrukerrådet er enig med utvalget i at det er naturlig å anta at distributørens finansrådgivere blir motivert til å sette konsernets interesser foran kundenes. Utvalgets forbudsmotstand forutsetter imidlertid en statisk bransjestruktur som vil forbli upåvirket av et forbud. Denne implisitte antakelsen ignorerer både utredningens egne forventninger om billigere produkter og økt konkurranse mellom selvbetjente plattformer, og erfaringene fra Storbritannia og Nederland, som innførte forbud for flere år siden.

I Storbritannia førte forbudet til en formidabel volumvekst i uavhengige og selvbetjente fondssupermarkeder⁶, på bekostning av både direkte salgskanaler og returprovisjonsmotiverte mellomledd.

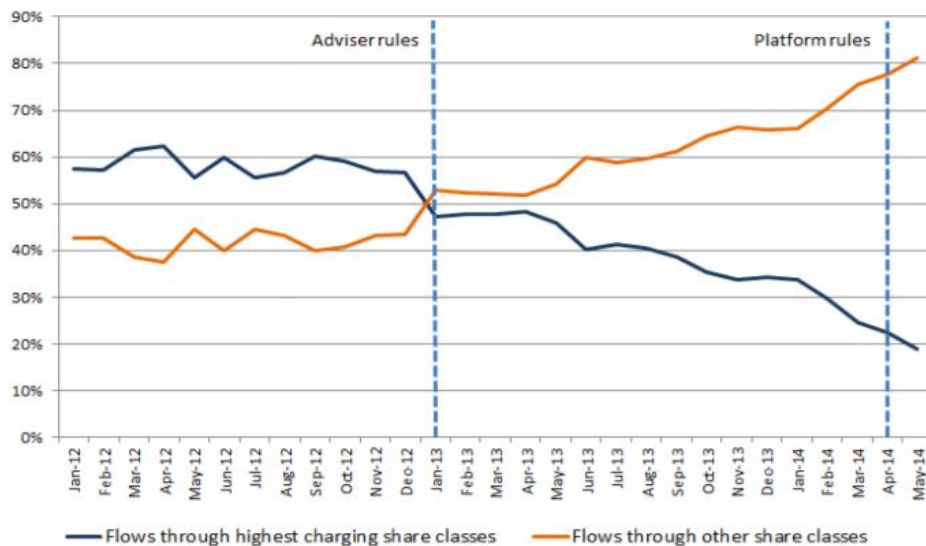
Figure 6.1: Share of gross retail sales by distribution channel of UK domiciled funds



⁶ Europe Economics 16.12.2014, side 69: [Retail Distribution Review Post Implementation Review](#)

Tallenes tale er like klar når man ser på utviklingen i pengestrømmen mellom de dyreste og de øvrige fondsklassene.⁷ I januar 2012 representerte de dyreste fondene nesten 60 prosent av tilstrømmingen. Snaue to og et halvt år senere var denne andelen redusert til rundt 20 prosent.

Figure 6.2: Gross retail flows through highest-charging class shares and other shares



Nederland innførte i 2013 forbud mot returprovisjoner i salg av finansielle produkter. I 2018 konkluderte regjeringen⁸ at forbudet hadde vært vellykket. Den tidligere produktstyrte rådgivningskulturen hadde veket plass til fordel for rådgivning som tar bedre hensyn til kundenes interesser. Forbudet hadde bred støtte i finansbransjen, selv om et lite mindretall fremdeles var sterk motstander. Kundene hadde heller ikke vanskelig for å finne finansielle rådgivere eller spesielle motforestillinger mot å betale, forutsatt at rådgiverne klarte å forklare sin merverdi. I den grad kundene har klart å få oversikt over rådgivningskostnader tenderer de til å velge de rimeligste rådgivningsalternativene.

3.3 Tilsidesatte forbrukerinteresser

Det var kun forbrukernes stemme i Verdipapirutvalget, Morten Grandal ved Forbrukerombudet (nå Forbrukertilsynet), som argumenterte for lovfestet forbud mot returprovisjoner. Han representerte i tillegg Forbrukerrådet og Aksjonærforeningen. Grandal tvilte på om de skjerpede reglene i praksis ville være tilstrekkelig til å redusere den iboende interessekonflikten. Det var særlig

⁷ Europe Economics 16.12.2014, side 74: [Retail Distribution Review Post Implementation Review](#)

⁸ [Brev av 23.01.2018](#) fra Nederlands finansminister til parlamentet som oppsummerte regjeringens evaluering av forbud mot returprovisjoner



tre argumenter som talte for et forbud⁹: «*behovet for å redusere interessekonflikter, øke tilliten til markedet i Norge og legge til rette for et mer transparent marked med enklere og klarere prising.*»

Grandal viste til erfaringene fra Storbritannia som viste at forbudet førte til nedgang i salg av produkter med høy returprovisjon, enklere sammenligning mellom priser på ulike investeringsplattformer og lavere priser.

Forbrukertilsynets mann tapte slaget om forbud, men fikk større gehør for sin plan B om å senke terskelen for å innføre et forbud i fremtiden. Hvis et forbud ikke ble innført nå, foreslo Grandal å gi enten Finansdepartementet eller Finanstilsynet en forskriftshjemmel til å innføre forbud mot returprovisjoner, dersom det skulle vise seg at «*MiFID II ikke i tilstrekkelig grad løser utfordringene med interessekonflikt.*»¹⁰ Dette forslaget ble støttet av både Finansdepartementets og Finanstilsynets representanter i utvalget. Flertallet, i hovedsak representert ved bransjens interesseorganisasjoner som Finans Norge, NHO, Verdipapirforetakenes Forening og Finansanalytikerforeningen, sa nei.

Den endrede verdipapirhandelloven som ble vedtatt av Stortinget i juni 2018, innførte ikke forbud mot returprovisjoner. Grandal fikk imidlertid gjennomslag for forslaget om å overlate beslutningen om et eventuelt fremtidig forbud til Finansdepartementet.¹¹

Det tilsvarende verdipapirlovutvalget¹² i Sverige gikk enstemmig inn for å forby returprovisjoner. Det samme gjorde det svenske finanstilsynet. Tilsynets generaldirektør, Martin Andersson, etterlot liten tvil om hva han mente om returprovisjoner ved finansiell rådgivning.¹³

”Informerad rådgivning är bra, tyvärr är en väldigt liten andel av rådgivningen informerad. Till exempel rekommenderas nästan alltid aktivt förvaltrade fonder med dyra avgifter, när en passiv indexfond ofta passar kunderna bättre. Det är försäljning, inte rådgivning.”

Dessverre for Andersson var Sveriges daværende finansmarkeds- og konsumentminister, Per Bolund, mer avventende til det svenske utvalgets anbefaling. Hans håp var å komme frem til en løsning som både styrket

⁹ NOU 2017:1 side 179: [Markeder for finansielle instrumenter](#)

¹⁰ NOU 2017:1 fra side 173: [Markeder for finansielle instrumenter](#)

¹¹ ¹¹ Verdipapirfondloven § 10-12 omhandler vederlag fra eller til andre enn kunden. I paragrafens punkt 5 står det at «*Departementet kan fastsette forskrift med bestemmelser som i særlige tilfeller forbyr eller stiller ytterligere krav til mottak av vederlag fra, eller yting av vederlag til, andre enn kunden. Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.*»

¹² SOU 2015:2: [Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR](#)

¹³ Dagens Industri, 4.2.2015: [«En tickande bomb»](#)



forbrukerbeskyttelsen og som bransjen var fornøyd med.¹⁴ I mai 2016 gjorde finansmarkedsministeren Fondbolagens förening svært fornøyd ved å gå imot de klare anbefalingene fra det svenske verdipapirlovutvalget og finanstillstyret¹⁵.

Forbrukerrådets svenske søsterorganisasjon, Sveriges Konsumenter, var skuffet og kalte forslaget et slag i luften¹⁶. Organisasjonens generalsekretær, Jan Bertoft, kommenterte at så lenge returprovisjonsdrevet rådgivning var tillatt i Sverige, så ville den slå beina under uavhengig rådgivning. Det var vanskelig å konkurrere mot noe som tilsynelatende er «gratis» rådgivning¹⁷. Spareøkonom i Nordnet Sverige, Joakim Bornold, etterlyste et regelverk uten incitament for rådgiveren til å foreslå investeringer som gir høyere provisjon til seg selv.¹⁸ Nordnets spareøkonom mente den svenske regjeringens forslag bar større preg av å være utformet av en finansmarkedsminister enn en konsumentminister.

Forbrukerrådet er enig i at det vil være fornuftig å ha samme regler for returprovisjoner for verdipapirfond og forsikringsbaserte produkter. Det kan derfor være fornuftig å vente til det nye regelverket for forsikringsbaserte produkter er innført.

Det bør derimot være unødvendig å vente på at resten av Norden innfører et forbud som beviselig vil føre til økt konkurranse, lavere distribusjonskostnader og en kraftig reduksjon av interessekonflikter. Innstillingen bør snarere være at et norsk forbud sannsynligvis vil tvinge de øvrige nordiske landene til å følge etter for å møte den skjerpede konkurransen fra det norske markedet.

¹⁴ Dagens Industri, 4.2.2015: [«En tickande bomb»](#)

¹⁵ ¹⁵ Fondbolagens förening, 23.5.2016: [Glädjande besked om provisioner och rådgivning](#)

¹⁶ Sveriges Konsumenter: [Replik: «Bolund borde varit mycket tuffare»](#)

¹⁷ Svenska Dagbladet, innlegg av Jan Bertoft i Sveriges Konsumenter, 25.5.2016: ["Bolund borde ha varit mycket tuffare"](#)

¹⁸ Nordnetbloggen 20.6.2016: [Bornolds budord #3 Provisionsförbud – vi vill se mer](#)



4 Tidligere nasjonale inngrep mot interessekonflikter

Kampen mot interessekonflikter i finansbransjen er ikke av ny dato. I 2000 satte Finanstilsynet for eksempel stopp for at verdipapirforetak som drev aktiv forvaltning for enkeltkunder, fikk motta en andel av den kurtasjen som ble belastet kunden.¹⁹ Tilsynet observerte at:

«...avtaler om kurtasjedeling øker den aktive forvalters inntekt med antall transaksjoner. Avtaler om kurtasjedeling gir dermed den aktive forvalter incentiv til en høyere omløpshastighet i porteføljen enn det som er i kundens interesse.»

Denne praksisen ga den aktive forvalteren og megleren en felles interesse av at kunden betalte høy kurtasje, handlet hyppig og holdt seg til den megleren som ga høyest returprovisjon. Distributører av verdipapirfond fikk imidlertid fortsette å motta *kickbacks* som før.

I 2010 strammet Regjeringen og Finanstilsynet inn på adgangen til salgsbasert avlønning av investeringsrådgivere og vederlag fra andre enn kunden.²⁰ Myndighetene fastslo at et avlønningssystem for investeringsrådgivere med en direkte kobling mellom lønn og kundens investeringer, var i strid med verdipapirhandelloven. Innstramningen møtte liten motstand, blant annet fordi partene i arbeidslivet så det hensiktsmessige med forutsigbare lønnsforhold.

Forbrukerrådet mener at forbudet mot provisjonsbasert lønn var et skritt i riktig retning, men det fjerner ikke den fundamentale interessekonflikten mellom rådgiverens arbeidsgiver og kunden. En arbeidsgiver har mange andre måter å styre kundene mot de dyreste fondene på enn gjennom provisjonsbasert lønn:

- Begrense utvalget slik at det kun inneholder de mest kostbare fondene.
- Retningslinjer og opplæring av ansatte.
- Medarbeidersamtaler.
- Høyere fastlønn til de mest lønnsomme ansatte og omplassering eller oppsigelse av de som anbefaler de minst lønnsomme fondene.
- Fremtredende plassering og anbefaling av dyre fond på hjemmesiden.

I rundskrivet påpekte Finanstilsynet at verdipapirforetak som hovedregel ikke kan motta vederlag fra andre enn kunden. Det var imidlertid en unntaksregel i verdipapirforskriften som gjaldt hvis følgende tre vilkår var oppfylt:

¹⁹ Finanstilsynet rundskriv 4/2000: [Aktiv forvaltning og avtaler om kurtasjedeling](#)

²⁰ Finanstilsynet rundskriv 17/2010: [Verdipapirforetakenes avlønningssystemer og vederlag fra andre enn kunden](#)



- Kunden skal gis skriftlig informasjon om vederlagets art og verdi før tjenesten ytes.
- Vederlaget skal være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten.
- Vederlaget skal ikke svekke foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på best mulig måte.

Etter Forbrukerrådets syn er dessverre unntaket blitt hovedregelen, mens hovedregelen er et sjeldent observert unntak.



5 Hva sier bransjen selv om returprovisjoner?

5.1 Tillit og kundens interesser?

De norske bransjeorganisasjonene er i tale og skrift opptatt av å motvirke interessekonflikter mellom rådgivere og kunder. Finans Norge uttrykte det i 2018 slik på sin hjemmeside:

«Finansnæringen lever av tillit. For næringen er det avgjørende at kundene kan stole på at de rådene man får om finansielle spørsmål gis med integritet og uten egeninteresse²¹.»

Finansnæringens autorisasjonsordninger (Finaut) er et av bransjens viktigste virkemidler for å sikre kvalitet i salg og rådgivning. Organisasjonen eies av Finans Norge og Verdipapirfondenes forening. En av Finauts hovedoppgaver er forvaltningen av bransjestandarden, God Skikk.²² Blant de ti reglene finner vi blant annet et punkt om interessekonflikter:

*«Kundens interesse skal gå foran bedriftens og ansattes interesser. Interessekonflikter skal identifiseres og motvirkes. Dersom dette ikke er **mulig**, skal kunden informeres tydelig om interessekonflikten før avtalen inngås.»*

Forbrukerrådet anser dagens system for returprovisjoner som fondsbransjens største kilde til interessekonflikter. Innføringen av et forbud mot returprovisjoner er i høyeste grad **mulig**, og vil effektivt motvirke denne konflikten. Forbrukerrådet opplever imidlertid ikke at Finauts eiere deler dette synet.

Deler av den norske finansnæringen scorer høyt på kundetilfredshet. EU-kommisjonen utgir årlig en resultattavle (Consumer Markets Scoreboard²³) som måler forbrukernes vurderinger av hvor bra ulike markeder fungerer. Undersøkelsen måler 1) hvor lett det er å sammenligne tilbud, 2) tilliten til at leverandørene etterlever forbrukerregelverket, 3) andelen forbrukere som fikk problemer eller tapte penger, 4) om markedet lever opp til kundenes forventninger og 5) om tilfredshet med antall markedsaktører. De norske markedene for både bankkontoer og boliglån scorer høyt både i forhold til Europa og andre tjenesteytende sektorer i Norge. Denne høye

²¹ [www.finansnorge.no: Forbrukerspørsmål](http://www.finansnorge.no/Forbrukerspørsmål) (<https://www.finansnorge.no/politikk/finans-norge-mener/forbrukersporsmal/>) – dokument fjernet fra hjemmeside.

²² www.finaut.no: God skikk (<https://www.finaut.no/god-skikk/>)

²³ EU Kommisjonen: [Consumer Markets Scoreboard 2018](#)



kundetilfredsheten innen finansielle tjenester har imidlertid ikke smittet over på markedet for investeringsprodukter. Dette segmentet plasserte seg helt i bunnsjiktet med bare TV og internettjenester under seg på tabellen og godt under bruktbiler, som var den lavest scorende sektoren innen varehandelen.

5.2 Returprovisjoner bidrar ikke til reell priskonkurranse

I Finans Norges høringsuttalelse til gjennomføringen av MiFID II i 2017²⁴, mente bransjeorganisasjonen at returprovisjoner i «den såkalte ikke uavhengige rådgivningen» bidrar til at det blir mange distributører av verdipapirfond. Disse «vil sikre en reell konkurranse som virker disiplinerende. På den måten vil man sikre at det alminnelige publikum, småsparere eller småinvestorer, får tilgang til finansiell rådgivning, uten å betale direkte for denne».

Forbrukerrådet kan ikke se at det er dekning for å hevde at returprovisjoner bidrar til at det blir mange distributører av verdipapirfond. Faktum er heller at denne forretningsmodellen har ført til at det har vært få rendyrkede fondssupermarkeder på det norske markedet. Før innføringen av aksjesparekontoer foregikk distribusjon av fond stort sett gjennom eksklusive salgskanaler der DNB-filialer solgte DNB-fond, Sparebank 1 solgte Odin-fond, Eika-gruppen solgte Eika-fond og Nordea solgte Nordea-fond.

Noen kanaler som Nordnet, SBanken og Netfonds har tilbudt et bredt fondsutvalg. På grunn av returprovisjonsmodellen har imidlertid muligheten til å utfordre bransjens egne merkevareutsalg med lavere priser vært begrenset. Det har ikke vært i fondsleverandørenes interesse å tillate en konkurransevillig distributør å undergrave prisen de selv tar fra direktekjøpende kunder. Det kan også stilles spørsmål ved hvor økonomisk interessant det har vært for distributørene å bidra til et priskappløp som ville gitt en kraftig reduksjon i bransjens lønnsomhet.

Det er først i de senere årene at bankenes egne merkevarebutikker har begynt å selge rimelige indeksfond. Innføringen av aksjesparekontoer (ASK) har i tillegg skapt en ny konkurransedynamikk som har ført til at de fleste distributører har åpnet opp butikkhyllene for eksterne fond. Forbrukerrådet antar at fondskundene foretrekker å oppbevare alle sine aksjeinvesteringer på samme konto hos en distributør med bredt utvalg. Når innføringen av ASK har gjort det mulig å flytte og bytte fond uten skattemessig realisering, er det lite som hindrer kunden fra å ta med seg forvaltningskapitalen fra den lokale landhandelen til det store nasjonale fondstorget. Hvis en kundes forvaltningskapital forsvinner til en konkurrent, kan lønnskontoen, boliglånet og forsikringen følge etter. Derfor har bredt fondsutvalg fortrenget de smale utsalgene for egne merkevarer og blitt den nye normalen i bransjen.

Denne utviklingen har vært gunstig for forbrukerne, men den underliggende kilden til interessekonflikter ligger fremdeles og ulmer under overflaten. Når

²⁴ www.regjeringen.no: Høringssvar fra Finans Norge til NOU 2017:1



man kommer inn i nettbutikken, er det sannsynligvis fond med gode salgsmarginer som ligger utstilt. Hvis kunden bruker den automatiske fondsveilederen, er det trolig en hjemmelaget og aktivt forvaltet fondspakke som blir foreslått. Det er imidlertid først og fremst kunder med aksjesparekontoer som nyter godt av et bredt vareutvalg. I spareprodukter med høyere flyttebarrierer som fondskonto, innskuddspensjon, IPS og fripoliser med investeringsvalg, er utvalget fremdeles i stor grad begrenset til «kortreiste» fond.

5.3 Kryss-subsidiering?

Finans Norge mener at det er logisk at returprovisjoner ikke tillates ved uavhengig investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. Bransjeorganisasjonen advarer imidlertid mot forbud for ikke-uavhengige rådgivere og mener det er *«grunn til å tro at betalingsviljen kan være liten for denne type rådgivning blant folk flest uten høye inntekter eller formue»*²⁵.

Finans Norges formål med returprovisjoner er å *«sikre at det alminnelige publikum, småsparere eller småinvestorer, får tilgang til finansiell rådgivning, uten å betale direkte for denne»*.²⁶

Verdipapirfondenes forening (VFF) ser like mørkt på kundenes muligheter til å få rådgivning i et returprovisjonsfritt Norge.²⁷

«Dersom det skulle innføres et totalforbud mot returprovisjon vil distribusjon av fond gjennom eksterne distributører trolig bli begrenset til velstående kunder med evne og vilje til å betale separat for all rådgivning.»

Forbrukerrådet mener at det Finans Norge i realiteten argumenterer for, er kryss-subsidiering, eller i ytterste konsekvens tvungent koblingssalg.²⁸ Kundene må betale for en rådgivningskomponent enten de vil eller ei. Også kunder som kjøper fond på selvbetjente plattformer, skal tvinges til å betale for bransjens salgskorps. Det er i tillegg mye som tyder på at bransjeorganisasjonene både overvurderer kundenes etterspørsel etter inkludert rådgivning, og bransjens egen evne til å levere det den lover.

I Forbrukerrådets undersøkelse om fond fra august 2018²⁹ var det bare 23 prosent som oppga at de tok kontakt med rådgiver i bank eller fondsforvalter

²⁵ www.regjeringen.no: Høringssvar fra Finans Norge til NOU 2017:1

²⁶ www.regjeringen.no: Høringssvar fra Finans Norge til NOU 2017:1

²⁷ www.regjeringen.no: VFF: Høring – Markeder for finansielle instrumenter:

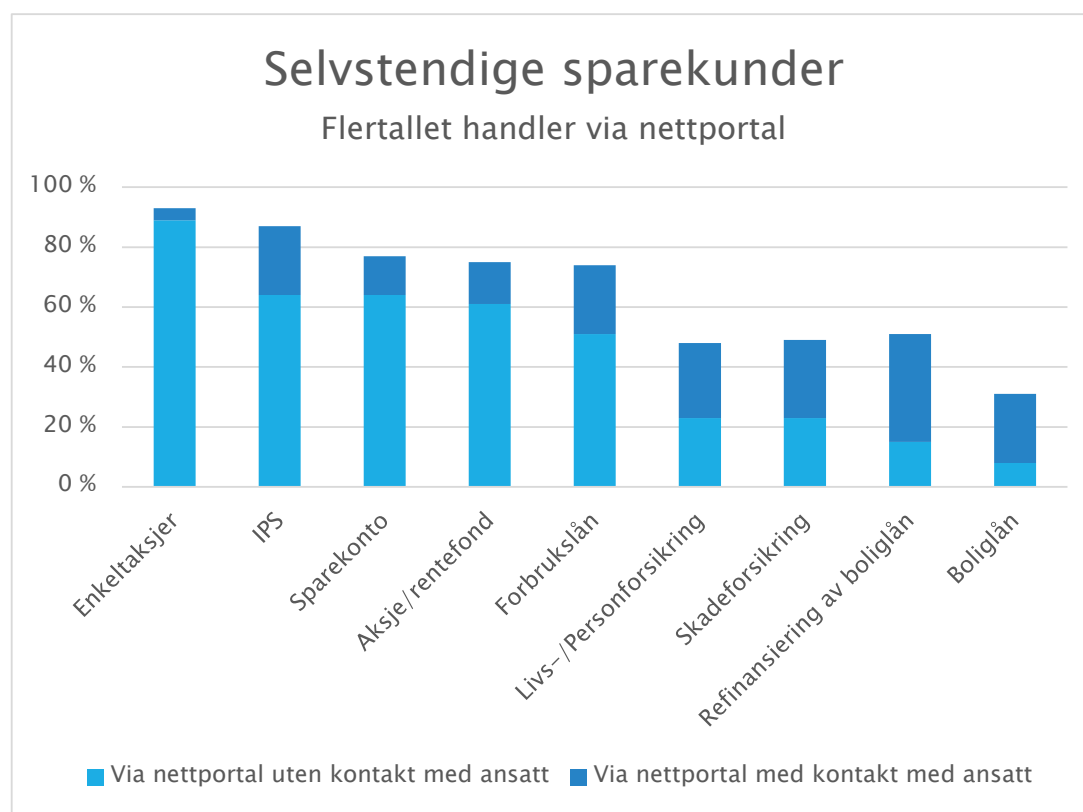
²⁸ Tvungent koblingssalg oppstår når en forbruker må velge mellom å kjøpe to (eller flere) produkter/tjenester eller ingen.

²⁹ Forbrukerrådet August 2018: [Forbrukerundersøkelse om fond](#)



siste gang de plasserte penger i fond. Åtte prosent oppga at de ble kontaktet av rådgiver.

Bransjeorganisasjonenes egen markedsundersøkelse³⁰ fra 2018 tegner et lignende bilde. 61 prosent handlet fond via nettportal uten å ha kontakt med en ansatt mot 53 prosent året før. Ytterligere 14 prosent håndterte kjøpet via nettportalen, men hadde menneskelig kontakt via chat, telefon eller videomøte i løpet av kjøpet. Kun 23 prosent av fondskundene gjennomførte i hovedsak kjøpet gjennom dialog med en ansatt.



Kilde: Finaut - Forbruker- og finanstrender 2018

Denne utviklingen har ikke gått upåaktet hen hos lederen for personmarkedet i DNB³¹:

Rådgiverrollen har endret seg mye. Det er ikke så mange henvendelser til personlige rådgivere lenger.

Ingjerd Blekeli Spiten til DN.no, 28.1.2019

Det å være i kontakt med en ansatt betyr heller ikke automatisk at kunden mottar fullverdig rådgivning. Det kan like gjerne dreie seg om ren

³⁰ Finaut.no 2018: [Forbruker- og finanstrender 2018](#)

³¹ DN.no, 28.1.2019: [Spareroboter erstatter bankrådgivere](#)



ordreformidling eller at rådgiveren tar snarveier i kunde- og produktvurderingene. To stedlige tilsyn fra Finanstilsynet i 2017³² avdekket for eksempel at både DNBs og Nordeas egne rådgivningsverktøy ikke krevde innhenting av opplysninger om kundens finansielle stilling. Forbrukerrådet har ikke nøyaktig oversikt over hvor mange fondskunder som faktisk mottar fullverdig investeringsrådgivning. En «mystery calling»-undersøkelse fra 2018 indikerer imidlertid at selv en kunde med 400.000 kroner i investerbar kapital, må være forberedt på ufullstendig rådgivning.³³ Over førti prosent av kundene ble ikke spurt om de hadde boliglån. Kun en tredjedel ble spurt om inntekt. Bare 30 prosent av rådgiverne anbefalte uoppfordret kunden til å investere hele eller deler av kapitalen i indeksfond.

Det som synes klart er at et stort flertall kunder i praksis subsidierer interessekonflikt-motivert rådgivning for et lite mindretall. Forbrukerrådet klarer ikke å se hvordan dette systemet setter kundens interesse først.

5.4 Tvungent koblingssalg?

Verdipapirlovutvalgets utredning kaller ikke eksplisitt bransjens praksis for tvungent koblingssalg. Derimot beskriver utvalget honorarmodellen på en måte som vanskelig kan tolkes som noe annet enn nettopp tvungent koblingssalg:³⁴

Returprovisjoner innebærer at kostnaden ved rådgivning normalt er inkludert i produktet. Dette fører til at kunden må betale (indirekte) for rådgivning selv om kunden hverken ønsker rådgivning eller mottar rådgivning. Dersom returprovisjoner forbys kan kunden velge om vedkommende vil betale for rådgivning eller ikke. Et forbud vil dermed kunne føre til billigere produkter for de kundene som handler finansielle instrumenter uten forutgående rådgivning.

Den meste omtalte saken om tvungent koblingssalg i Norge, skriver seg fra 2013 da RiksTV klaget inn Get og Canal Digital Kabel til det daværende Forbrukerombudet (nå Forbrukertilsynet). RiksTV mente at konkurrentene brøt markedsføringslovens paragraf 22, som sier:

³² Brev fra Finanstilsynet 13.4.2018: [Merknader etter stedlig tilsyn hos DNB Bank ASA Personmarked](#) & Brev fra Finanstilsynet 9.4.2018: [Merknader etter stedlig tilsyn hos Nordea Bank AB \(publ\) filial i Norge](#)

³³ Forbrukerrådets mystery calling undersøkelse, 14.3.2018: [Bankens råd kan fort bli dyre](#)

³⁴ NOU 2017:1 side 177: [Markeder for finansielle Instrumenter](#)



Vilkår som nyttes eller tilsiktes nyttet i næringsvirksomhet overfor forbrukere kan forbys når de finnes urimelige overfor forbrukerne, og det finnes at forbud tilsies av allmenne hensyn.

RiksTV mente det var urimelig at konkurrentene tvangskoblet bredbåndtjenester og TV-abonnement. På den måten hindret de kunder fra å velge andre TV-leverandører eller helt å velge bort kabel-TV.

Daværende forbrukerombud, Gry Nergård, uttalte i 2014 at «*det er urimelig at forbrukerne ikke kan velge bort ekstrakostnaden for TV-signalene.*»³⁵

³⁵ E24 13.11.2014: [Forbrukerombudet mener Canal Digital og Get bryter loven](#)



6 Internasjonale erfaringer med forbud mot returprovisjon

Fondsbransjens interesseorganisasjoner frykter at et totalforbud vil føre til at ekstern fondsdistribusjon begrenses til velstående kunder. Denne frykten finner liten støtte i erfaringene fra Nederland og Storbritannia, som innførte forbud mot returprovisjoner i henholdsvis 2012 og 2014. Forbudene har derimot ført til en fremvekst av selvbetjente fondssupermarkeder, robot-rådgivere og lavere honorarer.

Forbudet ledet, ifølge en relativt fersk studie fra EU-kommisjonen³⁶, til store endringer i det nasjonale investeringslandskapet. Kundene valgte bort bransjens ikke-uavhengige rådgivere, og valgte enten å ta egne valg på selvbetjente plattformer, eller å søke råd hos uavhengige investeringsrådgivere. EU-kommisjonen konkluderer med at investorene i Nederland og Storbritannia generelt sett har blitt mer kostnadsbevisste og bedre informert om investeringsprodukter. Samtidig kan kundene i forbudslandene glede seg over de laveste prisene på aksjefond i Europa.³⁷

6.1 Ubegrunnet frykt for distribusjonstørke

Erfaringene fra forbudslandene viser at VFFs udokumenterte frykt for distribusjonstørke er ubegrunnet. Det er derimot forståelig hvis bransjeorganisasjonen frykter inntektstapet som oppstår når kundene selv får velge mellom dyre råd fra produktstyrte rådgivere og lav kostnad med selvbetjening.

Returprovisjonsmotiverte fondsrådgivere befinner seg trolig på samme sted som aksjemeglere og reisebyråer for 15-20 år siden. Det er usannsynlig at mange ønsker å vende tilbake til den personlige samtalen med aksjemegleren og kurtasjen på 0,5 prosent. Når kunden selv fikk muligheten til å velge, var veien kort til selvbetjent aksjehandel og kurtasje på 0,05 prosent.

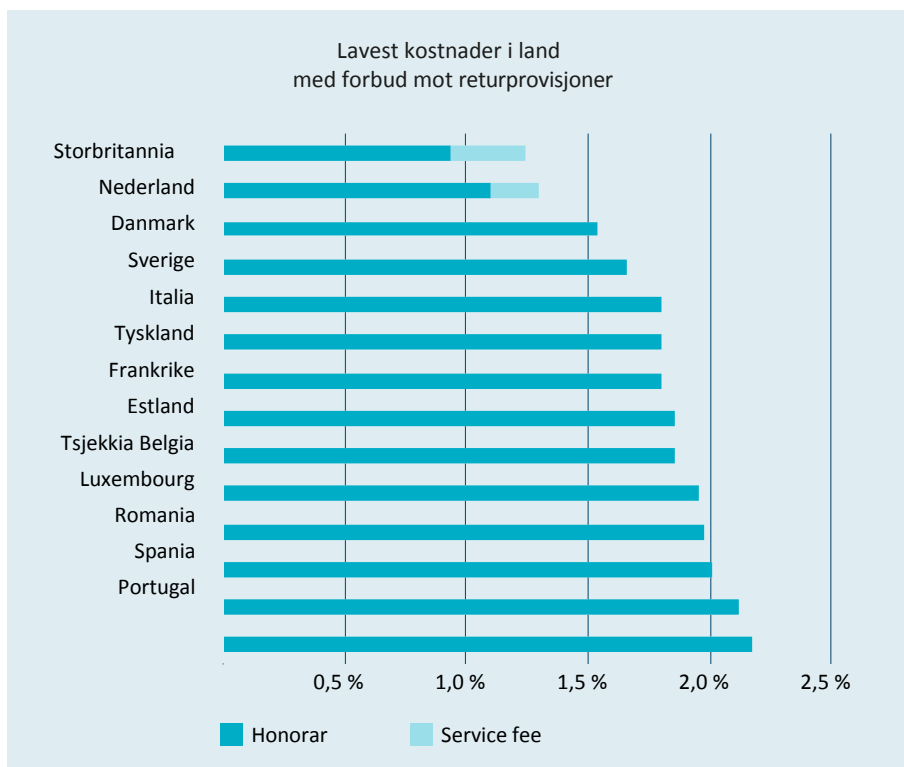
Forbrukerrådet mener at fondsbransjens prismodell er en overlevning fra forrige årtusen, da kjøp av fond gjerne var foranlediget av et møte med kundens personlige bankrådgiver. Siden den gang er fondshandel digitalisert og bankenes filialnettverk kraftig redusert. De store besparelsene i distribusjonsleddet har i stor grad tilfalt distributørene. De siste årene har det vært en viss nedgang i forvaltningshonorarene, men trolig ikke i samme grad som distributørenes kostnadsreduksjoner.

³⁶ European Commission 24.04.2018: [Distribution systems of retail investment products across the European Union](#)

³⁷ European Commission 24.04.2018: [Distribution systems of retail investment products across the European Union](#)



Forbrukerrådet ser ingen tungtveiende grunner til at fondsbransjen skal ha krav på en statsregulert beskyttelse mot kunder med lav betalingsvilje.



Tall i prosent. Kilde: EU-Kommisjonen

7 Overveldende bevismengde

Finans Norge hevder at returprovisjoner bidrar til lavere priser for sluttkundene.³⁸ Denne påstanden finner ingen støtte i uavhengig forskning, som tvert imot dokumenterer det motsatte.

7.1 Billige råd er dyre

En studie i Journal of Finance³⁹ konstaterte at kickbacks fører til høyere honorarer og tilsvarende velferdstap for investorene. I tillegg førte returprovisjoner til økt etterspørsel etter rådgivningstjenester fordi kundene får inntrykk av at rådene er kostnadsfrie. Studien avdekket at fond med negativ meravkastning stort sett bare ble solgt indirekte gjennom kickback-motiverte rådgivere. Aktive fond med historisk meravkastning ble imidlertid både solgt direkte og indirekte.

I 2015 publiserte president Barack Obama's Council of Economic advisors rapporten: *The effect of conflicted investment advice on retirement savings*⁴⁰. Den anslo at amerikanske pensjonssparere årlig taper 17 milliarder dollar på rådgivning med innebygde interessekonflikter. Rapporten bygger på uavhengige forskningsrapporter, og slo fast at kunder som blir utsatt for denne typen rådgivning i gjennomsnitt får én prosent lavere årlig avkastning enn de ellers ville fått.

7.2 Selvbetjent er velbetjent

En rapport fra det svenske Konsumentverket⁴¹ kom frem til at forbrukere som ble satt i ulike rådgivningssituasjoner, tok de smarteste valgene når de ble tvunget til å gjøre selvstendige vurderinger.

Slutligen är det synnerligen tankeväckande att den åtgärd under vilken kunderna gör bland de bästa valen är fallet helt utan rådgivare. Experimentet kan inte förklara vad som driver detta. En möjlig tänkbar förklaring är att kunderna är kapabla att göra bra val om de bara tvingas tänka igenom dessa ordentligt själva. Rådgivning skulle – givet denna förklaring – medföra att kunderna

³⁸ Høringssvar fra Finans Norge side 6, 6. juni 2018: [Høring - Norsk gjennomføring av forsikringsdistributionsdirektivet \(IDD\)](#)

³⁹ Journal of Finance 23.5.2011: [Intermediated Investment Management \(NEAL M. STOUGHTON YOUCHANG WU JOSEF ZECHNER\)](#)

⁴⁰ Det hvite hus februar 2015: [THE EFFECTS OF CONFLICTED INVESTMENT ADVICE ON RETIREMENT SAVINGS](#)

⁴¹ Konsumentverket Rapport 2014:14 side 91: [Långsiktiga finansiella spartjänster till konsument](#)

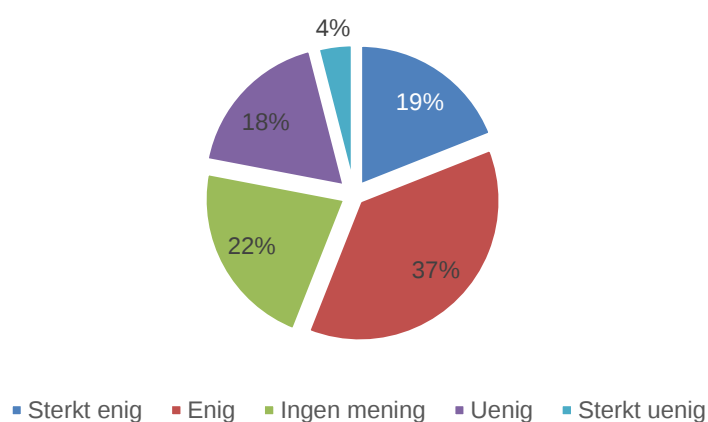


överlåter en del av ansvaret att tänka igenom sina val på en annan part och därmed faktiskt får det sämre.

Den globale medlemsorganisasjonen for autoriserte finansanalytikere, CFA Institute, med over 140.000 medlemmer, spurte hva lederne i investeringsbransjen mente om profesjonens fremtid. Hele 56 prosent av de spurte var enten sterkt enig i eller enig i at bransjen ofte solgte upassende finansielle produkter til kunder⁴².

Det selges ofte upassende finansielle produkter til kundene

(kilde: CFA Institute - spørreundersøkelse med 1.145 ledere i investeringsbransjen)



En anekdotisk, men likevel illustrerende, sammenligning fra det norske fondsmarkedet indikerer det samme. Vi har sammenlignet de ti største aksjefondene på Nordnets selvbetjente handelsplattform med markedsstatistikken til Verdipapirfondenes forening (VFF). Nordnet mottar returprovisjoner fra fondsleverandørene, men gir ikke råd om enkeltinvesteringer.

⁴² CFA Institute rapport april 2017, side 69: [Future state of the investment profession](#)



Oversikten viser at fem av Nordnet-kundenes ti største fondsplasseringer er i passive fond med lave forvaltningshonorarer. I tillegg inneholder listen et faktorfond som også er relativt rimelig i forhold til aktivt forvaltede fond. Den høye andelen passive investeringer blant Nordnets selvbetjente kunder er helt i henhold til anbefalinger fra uavhengige finansakademikere.

Nordnets topp 10 aksjefond (mai 2018)

Plass	Forvaltningskapital	Type fond	Markeds andel	Morningstar rating	Årlig honorar
1	Nordnet Superfondet Norge	Passiv	10,6 %	Ikke ratet	0,0 %
2	DNB Nordic Technology	Aktiv	9,2 %	*****	1,5 %
3	Alfred Berg Gambak	Aktiv	4,4 %	*****	2,0 %
4	Delphi Nordic	Aktiv	3,2 %	*****	2,0 %
5	KLP Aksje Global Indeks	Passiv	2,8 %	Ikke ratet	0,3 %
6	KLP Aksje Norge Indeks	Passiv	2,3 %	**	0,2 %
7	Storebrand Global Multifaktor	Faktor	2,3 %	*****	0,75 %
8	KLP fremvoksende markeder	Passiv	2,1 %	****	0,3 %
9	KLP Aksje Global Indeks	Passiv	1,9 %	****	0,2 %
10	Delphi Europe	Aktiv	1,8 %	****	2,0 %
Topp 10			40,6 %		

Kilde: Nordnet

I landsstatistikken til VFF er det mindre å glede seg over for forskningsstanden. I listen til VFF er det bare ett passivt fond på listen over de ti største fondene. Det finnes naturligvis flere årsaker til at en overvekt av norske fondssparere har plassert kapitalen sin i unødvendig dyre fond. En del har for eksempel, på selvstendig grunnlag, valgt fond basert på historisk avkastning og har av skattemessige eller bedagelige grunner valgt å bli værende tross dårlige resultater. Det er imidlertid sannsynlig at en stor andel har blitt geleidet inn i dyre investeringer via finansrådgivere med egeninteresse i å løse kunder inn i dyrekjøpte fond.



Norge topp ti aksjefond (mai 2018)

Plass	Forvaltningskapital	Type fond	Markeds andel	Morningstar rating	Årlig honorar
1	DNB Norge	Aktiv	6,0 %	**	1,4 %
2	SKAGEN Global	Aktiv	5,9 %	**	1,0 %*
3	ODIN Norden	Aktiv	5,7 %	**	2,0 %
4	SKAGEN Kon-Tiki	Aktiv	5,4 %	***	2,0%*
5	DNB Nordic Technology	Aktiv	4,6 %	*****	1,5 %
6	SKAGEN Vekst	Aktiv	4,3 %	**	1,0 %*
7	ODIN Norge	Aktiv	3,4 %	**	1,5 %
8	DNB Global Indeks	Passiv	2,9 %	****	0.3%
9	DNB Global	Aktiv	2,7 %	****	1,4 %
10	DNB Aktiv 100	Aktiv	2,6 %	***	1,4 %
Topp 10			43,6 %		

Kilde: Verdipapirfondenes forening



7.3 Looking out for number one

Det er dessverre urealistisk å tro at en gjennomsnittlig finansiell rådgiver vil være upåvirket av returprovisjonens størrelse i sin rådgivning. Nedenstående eksempel illustrerer den iboende interessekonflikten (valget av Storebrand som eksempel er tilfeldig):

Hvilket råd er mest lønnsomt for rådgiver?		
	Aktivt	Passivt
	Storebrand	Storebrand
	Verdi	Indeks - Alle markeder
Investering (kr.)	100 000	100 000
Forvaltningshonorar	1,10 %	0,16 %
Returprovisjon*	0,90 %	0,14 %
Totalkostnad	2,00 %	0,30 %
Årlig honorar (kr.)	2 000	300
Andel til forvalter	1 100	160
Andel til rådgiver	900	140

* Nordnets oversikt over returprovisjoner

I valget mellom 900 og 140 kroner i årlig returprovisjon blir det i overkant fristende å velge det dyreste alternativet. En rådgiver som konsekvent anbefaler det rimeligste og sannsynligvis mest rasjonelle valget for kunden, vil over tid neppe generere nok inntekter til å forsvare egen lønn. Det er ei heller vanskelig å lede kunden inn på et unødvendig dyrt spor. Finauts kommentarutgave for God Skikk ved rådgivning gjør samme observasjon⁴³.

I kontakten med kunden i det daglige vet vi at det kommunikasjonsmessig ofte er enkelt å få kunden til å velge en løsning som for ham/henne er brukbar og kanskje til og med god, mens løsningen for bedriften er veldig god. Dersom kunden egentlig er tjent med et annet alternativ, f.eks. et annet fond, skal dette anbefales.

Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere innprenter at kundens interesser skal gå foran bedriftens og ansattes interesser. Det er imidlertid en ting å lære et ideal i et klasserom, men noe annet å etterleve det i det daglige

⁴³ Finauts hjemmeside 28.1.2019: [God Skikk ved rådgivning og annen kundebehandling – Regel 6 Interessekonflikt](#)



når honorarmodellen synes spesialkonstruert for å lede rådgiveren inn i fristelse.



FORBRUKERRÅDET MENER:

Et forbud mot returprovisjoner vil lede kundene over på transparente og kostnadseffektive selvbetjeningsplattformer. Eller til ekte uavhengige rådgivere. Forbrukerrådet mener derfor det er naturlig å se på bortfall av salg i rådgivningsklær som en fordel snarere enn en ulempe for kundene.

8 Gratis eller inkludert?

8.1 Returprovisjoner fører ikke til lavere priser

Finans Norge mener betalingsviljen for finansiell rådgivning kan være lav blant folk flest. Det bruker interesseorganisasjonen som et argument for å opprettholde returprovisjoner. I tillegg hevder Finans Norge at returprovisjoner fyller en viktig funksjon i gjeldende distribusjonsmodeller, og blant annet bidrar til lavere priser for sluttkundene.⁴⁴

Forbrukerrådet finner ingen holdepunkter for at returprovisjoner bidrar til lavere priser. Det er derimot mye som tyder på det motsatte. Når salgsleddet motiveres av en høyest mulig returprovisjon i møtet med mindre kunnskapsrike kunder, dreies konkurransen vekk fra lave priser til høye provisjoner. Effekten blir derfor kunstig inflaterte salgskostnader.⁴⁵

Finanstilsynet har heller ikke lagt merke til at returprovisjoner bidrar til lavere priser for sluttkundene. Tilsynet foretok i 2014 en kartlegging av returprovisjoner i Norge og kunne ikke se at konkurransen i markedet fører til at returprovisjonssatsene utjevner seg eller blir lavere.⁴⁶

⁴⁴ Finans Norge, 06.06.2018, side 6: [Høring - Norsk gjennomføring av forsikringsdistribusjonsdirektivet \(IDD\)](#).

I dette høringssvaret bruker for øvrig Finans Norge Finanstilsynet som sannhetsvitne for sin påstand om at returprovisjoner bidrar til lavere priser for sluttkundene:

«Samtidig er det viktig å minne om – som Finanstilsynet også erkjenner i sin drøftelse av et evt. provisjonsforbud i høringsnotatet på side 42-43 – at returprovisjoner fyller en viktig funksjon i gjeldende distribusjonsmodeller og bl.a. bidrar til lavere priser for sluttkundene.»

Dette er en svært selektiv tolkning av Finanstilsynets [høringsnotat](#). Referansen som Finans Norge tar til inntekt for sitt eget syn lyder:

«Det kan ikke utelukkes at bortfall av returprovisjoner kan føre til at en større andel av kostnader til distribusjon må dekkes av kunden gjennom økt pris for administrasjon eller forvaltning av pensjonskapitalen.»

For det første **erkjenner** ikke Finanstilsynet at returprovisjoner bidrar til lavere priser. Tilsynet skriver derimot at det **ikke kan utelukkes**. For det andre er det naturlig å anta at et bortfall av returprovisjoner vil føre til en økning i andre gebyrer. Det relevante spørsmålet er imidlertid om økningen i de øvrige gebyrene blir høyere enn bortfallet av returprovisjoner. Det tar ikke Finanstilsynet stilling til i sitt høringsnotat.

Erfaringer fra Storbritannia og Nederland tyder på at prisen til selvbetjente sluttkunder blir lavere etter innføring av forbud mot returprovisjoner.

⁴⁵ Mark Armstrong, Department of Economics, University of Oxford, November 2011: [Economic models of consumer protection policies](#).

⁴⁶ Finanstilsynet 15.12.2014: [Kartlegging - returprovisjoner](#)



8.2 Sannhetens øyeblikk

Holdbarheten i bransjens forsvar for koblingssalg er blitt virkelighetstestet i et annet område av MiFID II som har snudd opp ned på kurtasjemodellen til banker og meglerhus. Det nye regelverket forbyr nemlig koblingssalg innen aksjehandel, og krever at ulike kostnadstyper skal betales hver for seg og ikke følge med på kjøpet i kurtasjen. Det betyr at meglerhus og banker må ta seg betalt direkte for analyser og rådgivning som tidligere «fulgte med på kjøpet» i form av høyere kurtasje. Det hersket derfor et inntrykk av at analysetjenestene var gratis, når inkludert i prisen nok var en mer dekkende betegnelse.

*Hittil har analysene vært et **gratis** tilbud for alle kunder, og kundene betaler bare for aksjehandelen.⁴⁷*

Jacob Trumpy i Dagens Næringsliv (25.07.2017)

*Minsker ikke transaksjonskostnadene vil de totale kostnadene for oss forvaltere øke ettersom denne analysen tidligere var **gratis**.⁴⁸*

Maria Granlund i Alfred Berg Kapitalforvaltning (DN-leserbrev 18.01.2017)

Etter denne myndighetspålagte utkoblingen falt den europeiske bransjens kurtasjeinntekter med hele 30 prosent i første kvartal 2018 sammenlignet med samme periode i 2017.⁴⁹ Dette tapet er ikke blitt kompensert av tilsvarende økte inntekter fra salg av analysetjenester. Før MiFID II satte stopp for koblingen mellom aksjehandel og analysetjenester ble regningen sendt videre til fondskundene i form av høyere kurtasje ved kjøp og salg av verdipapirer i fondene. Etterspørselen etter tredjepartsanalyser har falt dramatisk når disse kostnadene ikke lenger kan veltes over på forbrukerne i det skjulte.

Forbudet mot koblingssalg i verdipapirtransaksjoner har satt søkelyset på den enorme overproduksjon av finansielle analyser.⁵⁰ Ifølge en artikkel i The Financial Times, blir det ukentlig sendt flere enn 40.000 meldinger med investeringsanalyser fra banker og meglerhus. Artikkelen refererte til at enkelte bransjeinnsidere anslo at bare mellom to til fem prosent av analysene faktisk ble lest, og at det stilles spørsmålsteget ved kvaliteten til mye av det som blir produsert. Banker og meglerhus har også en egeninteresse av å skrive positivt om selskaper som de enten gjør investeringsoppdrag for, eller håper å lande i fremtiden. Når analysene ikke lenger er «gratis» eller betalt av noen andre, har det ført til både mer kvalitets- og kostnadsbevisst etterspørsel.

Forbrukerrådet mener de foreløpige erfaringene fra forbudet mot koblingssalg i kurtasjen demonstrerer hvordan slike inntektsmodeller skaper velferdstap,

⁴⁷ Dn.no 25.7.2017: [Meglertopp tror store fond vil halvere antall analyser](#)

⁴⁸ Leserinnlegg i dn.no 18.9.2017 av Maria Granlund: [Mer informasjon etterlyses](#)

⁴⁹ Financial Times 2.6.2018: [Banks and brokers suffer 'dramatic' fall in commissions](#)

⁵⁰ Financial Times 7.2.2017: [Final call for the research analyst?](#)



setter normale markedsmekanismer ut av spill, sender regningen til intetanende sluttkunder og etterlater et feilaktig inntrykk av å være gratis.

Finans Norge er heller ikke fremmed for å bruke G-ordet. I en kommentar til en kritisk rapport om australske banker fremhever Finans Norge den norske autorisasjonsordningen for norske rådgivere og hvordan den ble opprettet i 2009 som en reaksjon på råsalget av strukturerte spareprodukter i Norge.⁵¹

*Det er i dag gitt om lag 17 000 autorisasjoner etter beståtte eksamener i norske banker og forsikringsselskaper. Dette er ansatte som gir **gratis råd** over hele landet.*

Finansielle rådgivere er imidlertid ikke omreisende forkynnere som på frivillig basis reiser rundt i landet for å heve det finansielle kunnskapsnivået i befolkningen. I den grad rådene er gratis er det på samme måte som råd fra selgere av biler og hvitevarer er gratis. Formålet med disse tilsynelatende gratis tjenestene er å konvertere flest mulig av rådene til inntektsbringende salg for arbeidsgiveren.

Det som fremstår gratis, er som oftest ikke det.⁵²

Idar Kreutzer, administrerende direktør i Finans Norge

⁵¹ Finans Norge 5.2.2019: [Kraftig kritikk av australske banker](#)

⁵² Finans Norge 1.3.2016: [Finansnæringen er klar for fintech-revolusjonen](#)



9 Uopplysende opplysningsplikt

Fondsbransjens interesseorganisasjoner argumenterer for at tydelig informasjon om interessekonflikter er et akseptabelt alternativ til å eliminere det underliggende problemet. I God Skikk⁵³ for autoriserte finansrådgivere skal kundens interesse «gå foran bedriftens og ansattes interesser. Interessekonflikter skal identifiseres og motvirkes. Dersom dette ikke er mulig, skal kunden informeres tydelig om interessekonflikten før avtalen inngås».

I Sverige mener Fondbolagens förening at informasjon er en bedre medisin mot interessekonflikter enn forbud. VFFs svenske søsterorganisasjon reagerte med glede da Sveriges finansmarkedsminister i 2016 valgte å skrote Finansinspektionens anbefaling om totalforbud mot returprovisjoner.⁵⁴ Bransjeforeningen mente at det nye regelverket ville gi et sterkt kundevern ved både rådgivning og andre finansielle tjenester gjennom blant annet øket transparens om returprovisjoner. Foreningen minnet om at dette var et tiltak den selv hadde foreslått.

Før innføringen av MiFID II hadde verdipapirforetakene plikt til å opplyse kunden om mulige interessekonflikter.⁵⁵ I de nye reglene skal selskapene i tillegg også opplyse om «de tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen.»⁵⁶

Forbrukerrådet mener det er tvilsomt om denne forsterkede informasjonsplikten blir et effektivt virkemiddel mot returprovisjonenes skadevirkninger. Det er forståelig at fondsleverandører foretrekker strengere informasjonskrav, fremfor et forbud som sannsynligvis vil redusere lønnsomheten. I praksis har det imidlertid vist seg at strengere opplysningsplikt gir en svært begrenset effekt. I mange tilfeller kan den paradoksalt nok føre til svekket forbrukerbeskyttelse.⁵⁷ Dette gjelder ikke minst når skjerpet opplysningsplikt brukes som substitutt for eller avledningsmanøver mot mer virkningsfull regulering.

9.1 Feilslått forbrukerbeskyttelse

En amerikansk forskningsrapport, The Failure of Mandated Disclosure,⁵⁸ utforsker effektene av det den kaller den spektakulære utbredelsen av feilslått opplysningsplikt innenfor forbrukerbeskyttelse. Rapporten konkluderer med:

⁵³ [www.finaut.no](https://www.finaut.no/god-skikk/): God skikk (<https://www.finaut.no/god-skikk/>)

⁵⁴ Fondbolagens förening, 23.5.2016: [Glädjande besked om provisioner och rådgivning](#)

⁵⁵ Verdipapirhandelsloven §10-10)

⁵⁶ Verdipapirhandelloven: [Interessekonflikter §10-2.2](#)

⁵⁷ The White house Council of Economic Advisors, februar 2015, side 24: [THE EFFECTS OF CONFLICTED INVESTMENT ADVICE ON RETIREMENT SAVINGS](#)

⁵⁸ University of Pennsylvania Law Review, Omri Ben-Shahar & Carl E. Schneider 2011: [The Failure of Mandated Disclosure](#)



- Leverandørene følger ikke alltid opplysningsplikten eller sørger for at kundene mottar informasjonen.
- Kundene lar ofte være å lese informasjonen, har vanskeligheter med å forstå den når de leser den, og bruker den ikke selv om de forstår den.
- Erfaring viser at opplysningsplikten ikke forbedrer kundenes beslutninger.

Rapporten beskriver hvordan forbrukerne daglig overleses med det som er tenkt å være forbrukerbeskyttende informasjon. Få tar seg imidlertid bryet med å lese informasjonen, og enda færre forstår den.

Atferdsforskning kan endog tyde på at opplysningsplikt om interessekonflikter kan virke mot sin hensikt.⁵⁹ Det kan for eksempel føre til høyere tillit hvis informasjonen blir tolket som et tegn på ærlighet. Kunden kan også vegre seg for å avslå rådet i frykt for å insinuere at han eller hun tror interessekonflikten har korrumpert rådgiveren. Den kanskje største fallgruben, ifølge forskningsartikkelen, er at bransjer som pålegges å informere om interessekonflikter kan bruke det som moralsk lisens til å unnlate å gjøre noe med det underliggende problemet.

De tidligere omtalte rapportene fra Finanstilsynets stedlige tilsyn hos DNB, Nordea og Gjensidige i 2017, belyser at manglende evne eller vilje til å følge opplysningsplikten ikke bare er et amerikansk fenomen. I en masterrapport fra NHH i 2017, Utlånspraksis for forbrukslån,⁶⁰ svarte informantene i 10 av 11 banker enten «nei» eller «usikker» på spørsmålet om opplysningsplikten oppfyller sin hensikt. De fleste som har hørt eller sett et reklameinnslag for forbrukslån, har trolig lagt merke til en voldsom økning i lesehastigheten på tampen av innslaget når opplysningsplikten skal tilfredsstilles. Det illustrerer hvordan selskaper kan tilfredsstille lovmessige formkrav uten å oppfylle lovverkets intensjon.

Fondsbransjens tyr i mindre grad til løpsk tale, men ikke alle aktører anstrenger seg like mye for å leve opp til regelverkets hensikt. I sin høringsuttalelse til MiFID II i mai 2017, mente Finans Norge at det var «*stor grad av transparens omkring forvaltningshonorarer, også returprovisjoner*». Etter Forbrukerrådets mening stemte ikke påstanden den gang, og den stemmer fremdeles ikke. Det er riktignok blitt mulig for kundene å finne informasjon om returprovisjoner, men tilgjengeligheten tyder på at mange aktører har lagt seg på et informasjonsmessig minimumsnivå. Forbrukerne på flere plattformer må navigere seg frem via ikke-intuitive lenker til lange nedlastbare PDF-dokumenter for å finne tabeller over de ulike fondenes returprovisjoner.

⁵⁹ American Economic Review, Loewenstein, Cain & Sah (2011): [The Limits of Transparency: Pitfalls and Potential of Disclosing Conflicts of Interest](#)

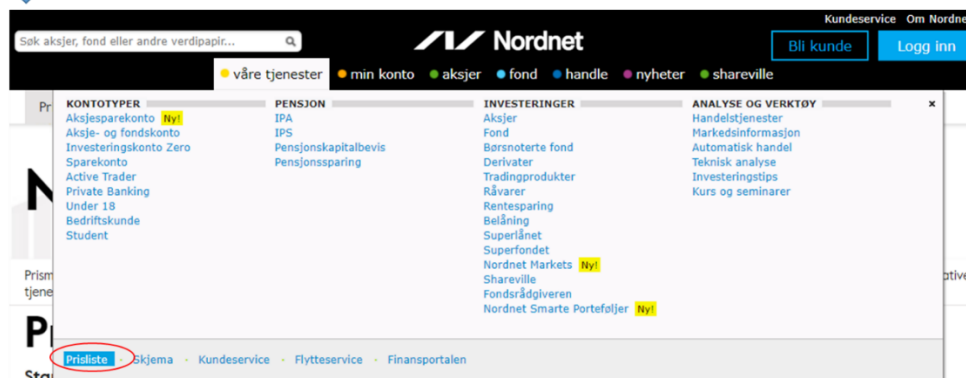
⁶⁰ Masteroppgave fra NHH i 2017 av Lena Strand og Mia Sveen (side 110/111): [Utlånspraksis for forbrukslån](#)



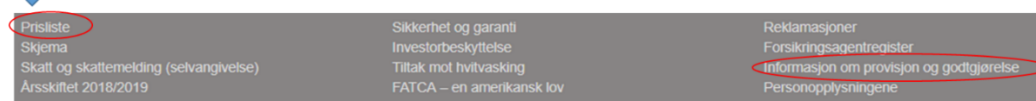
9.2 Reisen til returprovisjonen

Nedenstående skjermdumper er hentet fra Nordnets hjemmeside i januar 2019⁶¹, og kan tjene som en illustrasjon på hvor (lite) tilgjengelig slike oversikter ofte er på mange fondsforetaks hjemmesider.

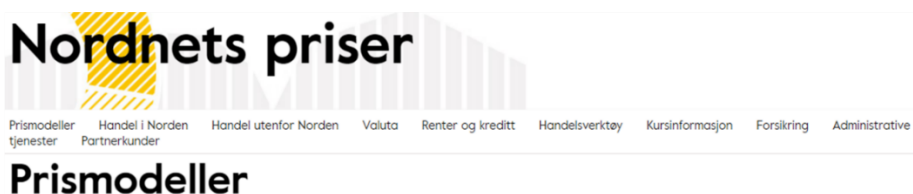
Steg 1: Finne prisliste i nedtrekksmeny på førstesiden



Steg 1: Eller på bunnfeltet på hjemmesiden



Steg 2: Kommer til oversikt over alle priser



Steg 3: Bla forbi tre prismodeller før man kommer til fond



Steg 4: Finne oversikten og bla deg gjennom pdf med nesten 700 fond

Nordnet

Sist oppdatert: 20.07.2018

Fond	ISIN-kode	Valuta	Forvaltnings-avgift i %	Returprovisjon til Nordnet i %
Aberdeen Global - Asia Pacific Equity Fund A Acc USD	LU0011963245	USD	1,75 %	0,88 %
Aberdeen Global - Asian Local Currency Short Term Bond Fund A Acc USD	LU0094548533	USD	1,50 %	0,75 %

⁶¹ Kilde: Nordnet, hjemmeside: <https://www.nordnet.no/tjenester/prisliste.html>



Foruten å være kronglete å finne, reflekterer ikke Nordnets liste prisendringer etter juli 2018. Den spesielt interesserte kunden kan derfor ikke være sikker på at opplysningene stemmer.

Det er lite som tyder på at Nordnet er en versting på informasjonsfronten. På SBankens hjemmesider finnes for eksempel ingen helhetlig oversikt over returprovisjoner. På selskapets chat visste ikke kundebehandleren hva returprovisjoner var da Forbrukerrådet tok kontakt. Etter å ha forhørt seg med bankens verdipapiravdeling, fortalte kundebehandleren at man kunne finne returprovisjonen hvis man først la fondet i handlekurven og deretter trykket på «kjøp fond.» Hvis man deretter trykket på «informasjon om kostnader», dukket fordelingen mellom forvalterhonorar og returprovisjoner opp i en informativ graf. Dersom kunden imidlertid kjøper flere enn ett fond samtidig, får han bare vite de totale provisjonene og ikke hvor mye det utgjør pr. fond. Forbrukerrådet mener det er i seneste laget å opplyse om returprovisjoner når kunden står med åpen lommebok ved kassa.



FORBRUKERRÅDET MENER:

Forbrukerrådet er uenig med Finans Norge om at det er stor transparens omkring returprovisjoner. Vi mener også at opplysningsplikt har en begrenset virkning på kundens atferd. Dette gjelder spesielt i de tilfellene der leverandørens hovedmål er å tilfredsstille regelverkets minimumskrav fremfor å gjøre et helhjertet forsøk på å opplyse kunden.

9.3 Gjennomsiktighet til etterfølgelse

Vanguard, verdens nest største fondsforvalter, kan stå som et eksempel til etterfølgelse for den norske bransjen. Den amerikanske forvaltningsgiganten og indeksfondpioneren har en prisstruktur som knapt overlater noen kostnadselementer til fantasien. Selskapet bruker ikke returprovisjoner, men beregner seg isteden en kontoavgift i form av et åpent påslag til kunden. I tillegg oppgir selskapet fondenes transaksjonskostnader som en egen post. Før innføringen av MiFID II ble ikke denne typen kostnader rapportert til kundene. MiFID II har satt søkelys på disse skjulte kostnadene som, i for eksempel Storbritannia, kan doble de årlige forvaltningskostnadene.⁶² Så sent som i 2016 mente imidlertid den britiske bransjeorganisasjonen for kapitalforvaltere, The Investment Association, at det var null bevis for skjulte avgifter og kostnader i fondsbransjen.⁶³ Samme år avdekket en undersøkelse fra Forbrukerrådet at

⁶² Financial Times 22.01.2018: [Large hidden fund charges revealed by MiFID II rules](#)

⁶³ Financial Times 09.08.2016: [Fund managers dismiss claims of hidden fees](#)



flere banker og fondsforvaltere unnlot å vise frem pris ved anbefaling av aksjefond på hjemmesiden.⁶⁴

Hvis den norske fondsbransjen er genuint opptatt av transparens, bør det være en forholdsvis smal sak å rapportere kostnader på samme måte som Vanguard.

Vanguards prisstruktur: et eksempel til etterfølgelse

Fond	Kjøps/ Salgs honorar	Løpende forvaltnings- honorar	Transaksjons- kostnader*	Suksess- honorar	Konto avgift**	Total investerings kostnad***
Vanguard FTSE 100 Index Unit Trust	0,00 %	0,06 %	0,00 %	0,00 %	0,15 %	0,21 %
Vanguard FTSE UK All share index Unit Trust	0,00 %	0,08 %	0,15 %	0,00 %	0,15 %	0,38 %
Vanguard LifeStrategy 100% Equity Fund	0,00 %	0,22 %	0,08 %	0,00 %	0,15 %	0,45 %

* Alle kostnader knyttet til kjøp og salg av de underliggende investeringene. Inkluderer meglerhonorarer, kjøp- og salgshonorarer, spread etc.

** Tilsvarende kostnadsart som en ekstern distributør vil beregne seg.

*** I prosent av forvaltningskapital

Forbrukerrådets egen forbrukerundersøkelse om fond (2018)⁶⁵ vitner om at kostnader ikke er et fremtredende tema for rådgiverne. På spørsmålet om hva bankens rådgiver la mest vekt på da du kjøpte fondet, svarte kun to prosent gebyrer.

⁶⁴ Forbrukerrådet 22.11.2016: [Sparebank1 og Nordea tåkelegger priser på fond](#)

⁶⁵ Forbrukerrådet August 2018: [Forbrukerundersøkelse om fond](#)



10 Den inngrodde interessekonflikten

- Vi lurer kundene våre hver dag, uttalte en anonym finansrådgiver til Nettavisen i 2015.⁶⁶ Han opplevde å få skarp kritikk av sjefene hvis han anbefalte rimelige fond.

«Noen av fondene gir så lavt som 0,5 til 0,6 prosent provisjon, mens andre ligger så høyt som 1,5 prosent. Dette opplyser ikke vi kundene om. Hvilket fond tror du vi pusher mest da? Svaret er vel innlysende.»

Anonym finansrådgiver til Nettavisen

10.1 Vedvarende brudd på regelverket

En uttalelse fra en enslig rådgiver er naturligvis ikke beskrivende for alle. Den indikerer imidlertid at selvopptatt rådgivning ikke forsvant med innføringen av autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere i 2009. Selv så sent som i 2017, avdekket Finanstilsynet til dels alvorlige brudd på regelverket i tre stedlige tilsyn hos noen av landets største finansforetak.

- **DNBs** avdeling for personmarked fikk skarp kritikk på flere områder.⁶⁷ Det var blant annet mangelfull opplæring av rådgiverkorpset og utilstrekkelig innhenting av opplysninger om kundenes inntektsforhold og samlede finansielle forpliktelser. Tilsynet avdekket også at selskapets dominerende kanal for salg av verdipapirfond, forsikringsplattformen (89 prosent av nettotegning i 2017 frem til august), i hovedsak ledet kundene til å velge aktivt forvaltede fond fremfor rimeligere indeksfond. Dette var ikke tilfellet på selskapets fondsplattform der tilbudet av indeksfond var bedre og kundene i hovedsak valgte passive fond. Denne plattformen utgjorde imidlertid bare 11 prosent av nytegingen.
- **Nordea** kom heller ikke heldig ut av Finanstilsynets stedlige tilsyn.⁶⁸ Bankens rådgivningsverktøy krevde ikke at det ble innhentet nødvendige opplysninger om kundens finansielle situasjon. I tillegg solgte Nordea kompliserte fondsobligasjoner som Finanstilsynet tidligere har beskrevet som lite egnede investeringsprodukter for forbrukere. Finanstilsynet påpekte i tillegg at salget var i strid med Nordeas interne rutiner. Nordea fikk kritikk for å ha underkommunisert risiko og kostnader ved salg av kompliserte kredittbevis til kunder som heller ikke var egnet for å kjøpe produktene. Finanstilsynet konkluderte med at Nordeas praksis var i strid med verdipapirhandelloven.

⁶⁶ Nettavisen 25.06.2015: [- Vi lurer kundene våre hver dag](#)

⁶⁷ Brev fra Finanstilsynet 13.4.2018: [Merknader etter stedlig tilsyn hos DNB Bank ASA Personmarked.](#)

⁶⁸ Brev fra Finanstilsynet 9.4.2018: [Merknader etter stedlig tilsyn hos Nordea Bank AB \(publ\) filial i Norge.](#)



- **Gjensidige Banks** verdipapirvirksomhet og distribusjon av forsikrings spareprodukter fikk skarp kritikk av Finanstilsynet.⁶⁹ Det var manglende informasjon om returprovisjoner til flere kunder og overdrevne forventninger om fremtidig avkastning. Finanstilsynet avdekket at banken i et betydelig antall tilfeller hadde brutt god forretningsskikk ved å råde kunder til å si fra seg høye investeringsgarantier på sine individuelle pensjonsavtaler (IPA) for å konvertere til investeringsvalg uten garantier. Gjensidige hadde ei heller dokumentert sine anbefalinger og hadde gitt til dels motstridende opplysninger i sine tilsvarende. Tilsynet pekte på at bankens compliance ikke hadde vært i stand til å oppfylle sentrale oppgaver.

10.2 Interessekonflikter trumfer kompetanse

Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere ble etablert i 2009 etter finanskrisen og et meget stort antall eksempler på råsalg av uegnede finansielle spareprodukter. Kompetansehevingen, kombinert med strengere lovgivning og kontroll, ble raskt identifisert som to nødvendige tiltak for å sikre bedre fungerende markeder. Det er imidlertid grunn til å tro at interessekonflikter veier tyngre enn kompetanse. Finanstilsynets konklusjoner tyder også på at det, kompetansehevingen til tross, er vanskelig for mange aktører å følge regelverket på en betryggende måte.

Det er vanskelig å gi nøytrale råd i en forretningsmodell som systematisk leder både rådgivere og arbeidsgivere inn i fristelse. Den institusjonaliserte interessekonflikten kan føre til at rådgivere føler seg presset til enten å anbefale dyre fond eller risikere å miste jobben.

10.3 Villedende rådgivning styres fra toppen

Forbrukerrådet mener det er selskapenes ledelse som til syvende og sist er ansvarlig for salgskorpset, nettsidene og hvilke fond som tilbys. Det hjelper ikke å forby provisjonslønn hvis rådgiverne enten bare kan selge dyre aktive fond fra konsernets eget forvaltningsselskap, eller det forventes at de anbefaler dyre fond, og ledelsen i tillegg forfekter synspunkter som ville ført til stryk på det autoriserte finansanalytikerstudiet. Uttalelser fra fire kommunikasjonssjefer i Sparebank1-systemet til pengenytt.no i 2017, vitner om at korrekte og nøytrale investeringsråd må vike for hensynet til egne inntekter.⁷⁰

Alle de fire kommunikasjonssjefene mente at aktivt forvaltede fond over tid gir høyere avkastning enn indeksfond. Det betyr enten at de taler mot bedre vitende, eller at de ikke har fått med seg at for eksempel 99 prosent av alle

⁶⁹ Brev fra Finanstilsynet 31.5.2018: [Merknader etter stedlig tilsyn hos Gjensidige Bank ASA.](#)

⁷⁰ Pengenytt.no 26.5.2017: [Derfor vil ikke banker anbefale deg indeksfond](#)



globale aksjefond i Europa har levert lavere avkastning enn referanseindeksen over en tiårsperiode.⁷¹

Forbrukerrådets egen rapport fra 2018 over 20 års historikk for fond distribuert i Norge, peker mot den samme tendensen for globale, europeiske og nordiske fond.⁷² For Norgesfond viste imidlertid analysen at aktive fond hadde slått indeksen i perioden. For langsiktig aksjesparing med høy risikospredning anbefales imidlertid at brorparten av plasseringen forvaltes globalt, og der er det indeksfond som vinner.

I en studie med 9.400 fond i Europa fant Morningstar at aktive fond bare hadde klart å slå passive fond i to av 49 kategorier i en tiårsperiode fra juni 2008 til juni 2018.⁷³ En av disse kategoriene var Norgesfond, der 60 prosent av de aktive fondene gjorde det bedre enn de passive alternativene i perioden.

Vi formidler ikke indeksfond da vi er av den oppfatning at aktivt forvaltede fond over tid gir høyere avkastning enn indeksfond. Det viser også historikken. Etterspørselen etter indeksfond blant våre kunder er lav, og vi ser derfor ingen grunn til å endre på vår sammensetning av de fondsprodukter vi tilbyr våre kunder.

Thor-Christian Haugland (Pengennytt.no 26.05.2017)

Konserndirektør kommunikasjon i Sparebank 1 SR-Bank

To av kommunikasjonssjefene viste til at kundene kunne glede seg over at åtte av ti Odin-fond hadde slått indeks siden oppstart. Påstanden er imidlertid svært lite relevant for majoriteten av dagens Odin-kunder. Generelt er det slik at fond som leverer gode resultater i sine første leveår overlever, mens fond med en dårlig start gjerne blir lagt ned eller fusjonert inn i et annet fond for å slippe å drasse på dårlig historikk. Uansett er det svært få kunder som får nytte godt av en flyvende start, fordi antall kunder og forvaltningskapital er begrenset i fondets barndom. I teorien kan man lansere to fond samtidig med diametralt motsatt strategi. Etter tre år viderefører man det fondet som traff på veddemålet og legger ned det som bommet. Så reduserer man risikoen i forhold til referanseindeksen, flyter på den gode historikken og tiltrekker seg store mengder forvaltningskapital.

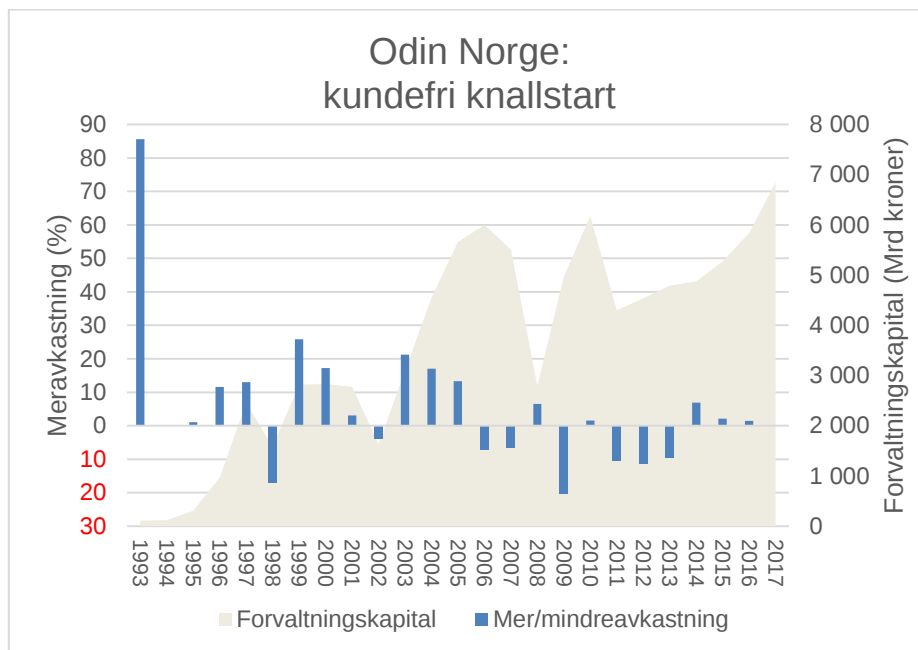
Odin Norge er et interessant eksempel på hvor lite relevant en flyvende start er for kundenes avkastning. I fondets første hele leveår, i 1993, leverte det 86 prosent meravkastning. I slutten av året var det imidlertid bare rundt 110 millioner kroner under forvaltning i fondet.

⁷¹ S&P Dow Jones Indices: [SPIVA Europe Scorecard 2017](#)

⁷² Forbrukerrådet 13.02.2018: [Velge aktive fond eller indeksfond? – 20 års analyse](#)

⁷³ Morningstar oktober 2018: [European Active/Passive Barometer](#)





Kilde: Morningstar & Forbrukerrådet

Fondsbransjen har fått merke at veien til toppen er blitt smalere siden 1990-tallet. Fra 1989 til 2017 økte for eksempel antallet amerikanske aksjefond fra rundt 1.000 til rundt 4.000.⁷⁴ I samme periode falt antall børsnoterte selskaper i USA fra rundt 7.000 til litt over 4.000. Det er med andre ord omtrent like mange amerikanske aksjefond som det er aksjer. Det gjør det naturligvis også langt vanskeligere for forvaltere å finne underanalyserte og undervurderte aksjer.

Salgsargumenter om avkastning siden oppstart kan høres overbevisende ut for kunder i møte med finansrådgivere med et informasjonsovertak, men «gammel avkastning» er ikke spesielt relevant for fremtidig avkastning.

Forbrukerrådet mener at selektive valg av investeringsperiode ikke er forenlig med god rådgivning, enten det kommer fra en autorisert rådgiver eller en kommunikasjonsdirektør.

Dagens returprovisjonsbaserte incentivstruktur har i flere tiår påvirket fondsbransjen til å la provisjonenes størrelse styre rådgivningen. Ledelsen er ansvarlig for den dårlige rådgivningen, men til syvende og sist er det bransjens inntektsmodell som er opphavet til interessekonfliktene.

⁷⁴ QUARZ 9. mai 2018: [There are now almost as many equity funds as there are stocks for them to invest in](#)



11 Fastlåst forretningsmodell og melkeku for bransjen

Erfaringene fra Storbritannia og Nederland forteller oss at endringer i bransjens honorarstruktur krever regulatoriske inngrep. Den nåværende modellen er så lukrativ og inngrodd at både fondsforvaltere og distribusjonsleddet har hatt egeninteresse av å opprettholde status quo.

11.1 Forretningsmodell til gjensidig berikelse

Nåværende konkurransedirektør i Konkurransetilsynet, Lars Sørgård, skrev i 2003 en lærebok i konkurransestrategi.⁷⁵ I generelle vendinger beskriver han det som kalles stilltiende eller implisitte karteller.⁷⁶ I denne typen karteller har bedriftene ikke inngått avtaler seg imellom, men de har felles interesse av å opprettholde høye priser. Det er en mildere form for kartellvirksomhet enn hemmelige karteller, hvor bedriftene har inngått muntlige eller skriftlige avtaler som skjules for utenforstående. I praksis blir ofte det konkurransemessige resultatet det samme, og det er vanskelig å bedømme om et kartell er hemmelig eller implisitt sett fra utsiden. Den norske fondsbransjen er ikke et kartell, men det er liten tvil om at bransjens distribusjonsmodell har bidratt til å opprettholde et kunstig høyt honorarnivå.

Høy lønnsomhet kan være et tegn på markedssvikt. Bransjens marginer vitner ikke om knivskarp priskonkurranse mellom aktørene. I løpet av ti år mellom 2006 og 2016 hadde den britiske kapitalforvaltningsbransjen den nest høyeste driftsmarginen i landet.⁷⁷

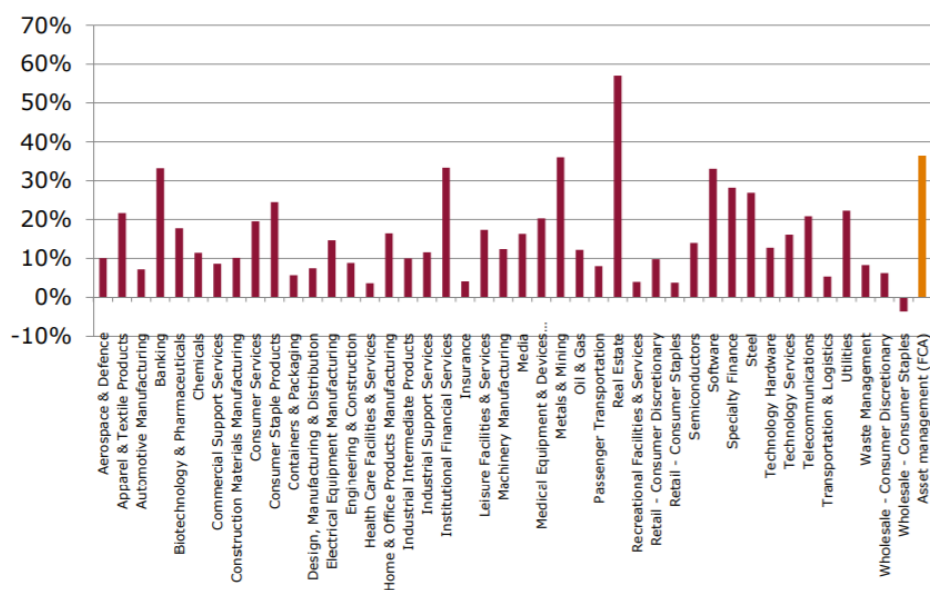
⁷⁵ Lars Sørgård, 2003: [Konkurransestrategi](#)

⁷⁶ Lars Sørgård, 2003 presentasjon: [Kartelladferd – hva er lov?](#)

⁷⁷ Det britiske Finanstilsynet (FCA) november 2016: [Asset Management Market Study – Interim Report Annex 8: Profitability Analysis](#)



Figure 5: 10 year operating margins by industry % (H2 2006 - H1 2016)



Vi har ikke en tilsvarende oversikt for Norge, men lønnsomheten – og ikke minst lønnskostnadene – er svært høye for en bransje som med unntak av Norgesfondene, over tid leverer avkastning under aksjemarkedets gjennomsnitt. Nedenstående oversikt over et utvalg norske fondsforvaltere viser at den gjennomsnittlige driftsmarginen i 2017 lå på 19 prosent. Den særdeles gode lønnsomheten skyldes ikke underbetalte ansatte. Den gjennomsnittlige lønnskostnaden pr. ansatt var 2,4 millioner kroner. Selv etter at arbeidsgiveravgift og den særskilte finansskatten er trukket fra, er gjennomsnittet på over to millioner kroner. Driftsmarginen og lønnskostnadene tyder ikke på at den norske fondsbransjen lider under overdreven priskonkurranse.

Norske kapitalforvaltere 2017 - høy lønn og lønnsomhet (mill kr.)								
	DNB	Skagen	Odin	KLP	Alfred Berg	Eika	Holberg	Total
Driftsinntekter	1 652	1 020	738	456	315	251	183	4 614
Provisjoner til distributører	437	237	359	11	196	90	33	1 363
Lønnskostnad	261	375	158	129	91	64	58	1 136
Avskrivning	0	12	12	0	1	11	1	37
Andre Driftskostnader	504	187	109	273	51	42	45	1 211
Driftsresultat	450	208	99	43	(24)	45	46	867
Driftsmargin	27%	20%	13%	9%	(8%)	18%	25%	19%
Antall ansatte	121	138	57	70	36	24	28	473
Lønnskostnad/ansatt (mill kr.)	2,2	2,7	2,8	1,8	2,5	2,7	2,1	2,4

Kilder: Selskapenes årsregnskap for 2017

Den enkelte bedrift må spørre seg om det vil lønne seg å bryte ut av en fredelig sameksistens med høye priser. Et brudd kan gi en kortsiktig volumøkning, men risikoen er stor for at gleden blir kortvarig om konkurrentene svarer med tilsvarende prisreduksjoner.



Nedenstående illustrasjon forklarer hvorfor det kan lønne seg å opprettholde den bestående distribusjonsmodellen:

Fondsbransjens dilemma				
		Bank A		
		A fjerner kickback	A beholder kickback	
Bank B	B fjerner kickback	A: 0,5%/B: 0,5%	A: 1,0%/B: 0,5%	Provisjon
		A: 50%/B: 50%	A: 0%/B: 100%	Markedsandel
	B beholder kickback	A: 0,5%/B: 1,0%	A: 1%/B: 1,0%	Provisjon
		A: 100%/B: 0%	A: 50%/B: 50%	Markedsandel

Kilde: Prinsippskisse laget av Forbrukerrådet

Modellen viser at forsøk på å skaffe seg økt volum gjennom å redusere distribusjonshonoraret, vil bli kopiert av konkurrenten. Resultatet vil derfor sannsynligvis ende med et langsiktig økonomisk tap på grunn av lavere marginer og uendret markedsandel. Det har følgelig vært i bransjens felles interesse å bevare den nåværende modellen så lenge som mulig.

11.2 Hva kan erstatte returprovisjoner?

Bransjerepresentanter hevder at returprovisjoner er en forutsetning for å distribuere fond gjennom eksterne distributører. Med bakgrunn i at flertallet av dagens kunder handler fond via nettbaserte plattformer, tviler Forbrukerrådet på realismen i denne virkelighetsbeskrivelsen. Det er nok å se på hva som faktisk skjedde i Nederland og Storbritannia etter at forbudene mot returprovisjoner ble innført.

Normen i de fleste bransjer med mellomledd er at distributøren eller utsalgsstedet betaler leverandøren, beregner et påslag og belaster sluttkunden hele produktprisen. Påslaget kan for eksempel beregnes som en prosent av innkjøpsprisen, eller som et fast kronebeløp pr. transaksjon. Med flere distributører av de samme produktene kan det oppstå konkurranse som vil komme kundene til gode i form av lavere distribusjonskostnader.



FORBRUKERRÅDET MENER

Forbrukerrådet forstår at fondsbransjen er bekymret for at økt konkurranse skal svekke lønnsomheten. Det er imidlertid ingen tungtveiende nasjonale grunner til at myndighetene skal legge til rette for at fondsbransjen skal kunne videreføre en forretningsmodell som hemmer konkurranse og dynamisk prisdannelse.

Etter forbudene i Storbritannia og Nederland ble det etablert en ny fondsklasse uten innbakte returprovisjoner. Før forbudet betalte for eksempel kunden to prosent til forvalteren som igjen betalte én prosent til distributøren i returprovisjon. Etter forbudet betaler kunden fortsatt én prosent til forvalteren, men returprovisjonen er erstattet med et påslag som kunden nå betaler direkte til distributøren. Samtidig står kunden fritt til selv å velge om han vil betale for uavhengige finansielle råd. Et søk i britiske fondssupermarkeder viser at fondssupermarkedenes distribusjonshonorar ligger i intervallet mellom 0,25 og 0,45 prosent. Ikke alle fond vil bli rimeligere i den nye strukturen. Dyre og aktivt forvaltede fond blir rimeligere hvis uniforme påslag erstatter returprovisjonene. Rimelige passive fond og obligasjonsfond kan derimot bli dyrere fordi de tidligere hadde lavere returprovisjoner enn det nye påslaget.

Innføringen av MiFID II i Norge hadde inntil utgangen av 2018, ikke ført til lansering av returprovisjonsfrie fondsklasser. Et forbud vil imidlertid tvinge dette frem, og føre til en ny og betydelig sunnere konkurransedynamikk i bransjen til fordel for norske forbrukere og deres sparekapital. Hvis det ikke blir innført forbud mot returprovisjoner, kan et påbud om å tilby returprovisjonsfrie fondsklasser kanskje oppnå en lignende effekt. Det gir uavhengige og kostnadseffektive fondsplattformer en teknisk mulighet til å utfordre den etablerte distribusjonsmodellen.

11.3 DNB bryter bransjeidyllen

I 2018 var det få tegn på sprekkdannelser i den norske fondsbransjens honorarmodell. I 2019 har imidlertid storbanken DNB varslet at banken vil lansere en ny distribusjonsmodell, som i stor grad minner om det som finnes i Nederland og Storbritannia. Den norske storbanken vil fjerne returprovisjoner på egne fond og erstatte dem med en plattformavgift på 0,15 prosent. DNB inviterer i tillegg eksterne fondsleverandører til å selge netto-prisede fond gjennom bankens plattform. Den nye strukturen eliminerer incentivene til å selge dyre eksterne fond fremfor rimelige. Banken vil riktignok fortsatt tjene mer på å selge sine egne fond, men det problemet ville heller ikke blitt løst ved forbud mot returprovisjoner.



Forbrukerrådet mener DNB gjør et modig grep som sannsynligvis vil tvinge øvrige bransjeaktører til å følge etter på en eller annen måte. DNB legger imidlertid opp til at plattformavgiften på 0,15 prosent skal betales av fondsleverandøren. Forbrukerrådet mener det vil være mer ryddig om forvalterne heller stripper den netto fondsklassen helt for returprovisjoner, og ikke betaler DNB for hylleplassen. Det vil være mer transparent om kundene betaler plattformavgiften i form av et påslag på linje med det som gjøres i Nederland og Storbritannia. Hvis ikke kan det for eksempel over tid oppstå forskjeller i forhandlet plattformavgift som kan gjøre at noen leverandører betaler mer enn andre. Da er vi tilbake til skjulte interessekonflikter mot kunden.

Det har vært viktig for bransjeorganisasjonene å beholde returprovisjoner, men i kjølvannet av DNBs endringer ser det ikke ut til at alle leverandørene deler dette synet.

Håkon Hansen, konserndirektør for Wealth Management i DNB, sier det slik:

I land som England og Nederland har prisbildet for fond allerede blitt endret dramatisk. Det tror vi vil skje i Norge også, og vi ønsker å være først.⁷⁸

Håkon Hansen, konserndirektør for Wealth Management i DNB

Han synes det er fair at prisene reduseres når flere kunder handler digitalt og gjør jobben selv.

Rune Selmar, administrerende direktør i Odin-fondene, mener at DNBs priskutt er en konsekvens av utviklingen bort fra returprovisjoner.⁷⁹ Det går i retning av at distributører heller mottar betaling direkte fra kundene for den rådgivningen som gis, uttalte han til Dagens Næringsliv i februar 2019.

Historisk har rundt halvparten av forvaltningshonoraret gått til å dekke returprovisjonen, og når denne blir borte er det også enkelt å halvere honoraret

Rune Selmar, administrerende direktør i Odin-fondene

Det er gledelig hvis DNBs endring fører til reell priskonkurranse på distribusjon av fond. Derimot endrer det ikke behovet for et generelt forbud mot

⁷⁸ DN.no 3.2.2019: [DNB kutter kraftig i fondsgebyrer](#)

⁷⁹ DN.no 4.2.2019: [«Folk har betalt altfor mye. Det man betaler, står ikke i forhold til det du får igjen»](#)



returprovisjoner. Kundene må stole på at de finansielle rådene ikke er motivert av tredjepartsutbetalinger.



12 Redningsroboter?

Vi har konstatert at antallet fondskunder som i praksis får «gratis» rådgivning i direkte dialog med rådgiver, er lite og synkende. Det store flertallet handler digitalt. Med innføringen av forbud mot returprovisjoner vil tilgangen til dagens salgsmotiverte rådgivning bli ytterligere begrenset. Kunder som fremdeles ønsker personlig rådgivning, må enten belage seg på å betale en timepris, eller betale et årlig gebyr for tilgang. Vi vet imidlertid av erfaring at mange kunder ikke ønsker å betale for rådgivning hvis de får muligheten til å slippe.

I dette såkalte rådgivningsgapet har flere aktører lansert rådgivningsroboter som på en rimelig og heldigital måte skal lose kundene til å ta fornuftige investeringsvalg. Rådgivningsroboter må ikke forveksles med selvbetjente netthandelsløsninger for kjøp og salg av fond som allerede er blitt den vanligste måten å handle fond på.

12.1 Robot vs. menneske

I utgangspunktet er kampen mellom en menneskelig rådgiver og en robot et rått parti i menneskehetens favør. I Finauts årlige spørreundersøkelse fra 2018 svarte 74 prosent av de spurte at de hadde svært høy eller høy tillit til rådene fra en tenkt kompetent rådgiver.⁸⁰ Tilliten til et råd fra en intelligent robot var betydelig lavere med bare 26 prosent.

Finauts spørsmål er et godt startpunkt for å forstå publikums holdninger til rådgivere. Rent metodisk må det legges til grunn at disse svarene vil endre seg markant hvis spørsmålsstillingen inneholder forutsetninger om kostnader og interessekonflikter. I januar 2019 stilte vi derfor våre egne spørsmål til et panel på nesten 400 forbrukere med private investeringer i aksje- eller rentefond.⁸¹ Forbrukerrådet stilte det samme spørsmålet som Finaut gjorde, og 58 prosent av de spurte hadde tillit til en menneskelig rådgiver, mot 23 prosent for en robot. Det var bare 18 prosent som kunne tenke seg å prøve robot-sparerådgivning. Bare to prosent av de spurte i Forbrukerrådets undersøkelse, hadde prøvd en rådgivningsrobot allerede.

Men forspranget til den menneskelige rådgiveren smuldret opp da de spurte fikk vite at arbeidsgiveren tjener mer på å selge dyre enn billige fond. Samtidig fikk kunden vite at regelverket sier at selskapet plikter å ivareta kundens interesser. Med denne kunnskapen i bagasjen var det nå bare 23 prosent som hadde svært eller ganske høy tillit til den menneskelige rådgiveren.

⁸⁰ Finaut spørreundersøkelse 2018: [Forbruker- og finanstrender: Robot vs. menneske](#)

⁸¹ Forbrukerrådet januar 2019: [Undersøkelse om returprovisjon og robotrådgivning](#)



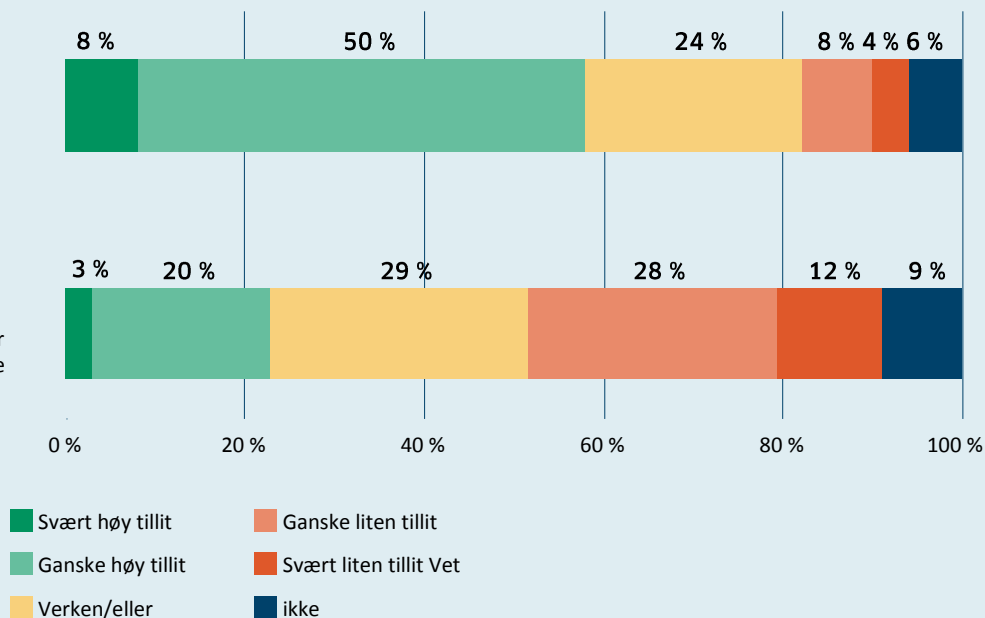
Interessen for personlig rådgivning daler også betraktelig når kundene får vite at rådene innebærer en tilleggskostnad på 0,75 prosent av fondets verdi hvert år. Bare 13 prosent syntes i høy grad at tjenesten var verdt prisen.

Informasjon om provisjonsordninger utfordrer tilliten til personlig rådgiver.

tilliten mer enn halveres selv om det balanseres opp mot regelverk om å ivareta kundens interesser.

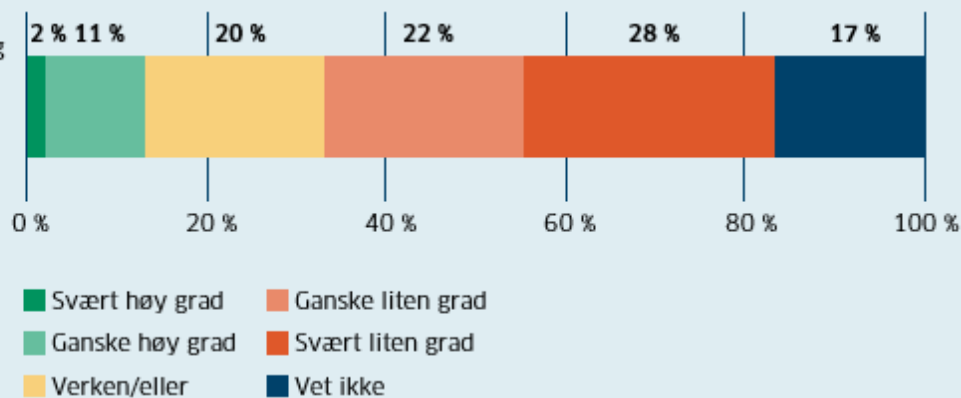
Tillit til rådgiver før info Hvor stor tillit vil du ha til de personlige rådene du får om hvilke fond du bør velge?

Tillit til rådgiver etter info Du får vite at rådgivningsselskapet tjener mer på å anbefale deg dyre fond enn billige. Samtidig sier regelverket at selskapet plikter å ivareta kundens interesser. Hvor stor tillit vil du ha til de personlige rådene du får om hvilke fond du bør velge?



82

I hvilken grad synes du personlig rådgivning fra banken om valg av aksjefond er verdt en tilleggskostnad på 0,75 % av fondets verdi hvert år?

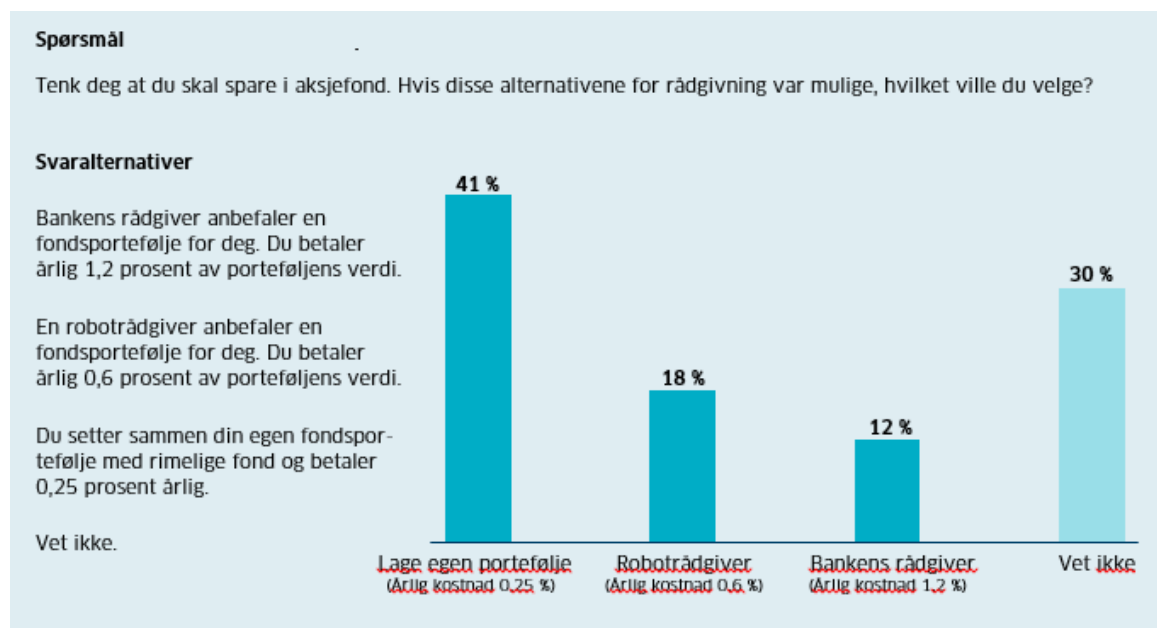


Hvis det viser seg at en robotskapt portefølje årlig koster 0,6 prosent mot en menneskeskapt til 1,2 prosent, velger 18 prosent roboten og 12 prosent mennesket. Roboten har imidlertid liten grunn til å gni seg i sine virtuelle hender. Den blir nemlig utkonkurrert av en selvkomponert portefølje til årlig

⁸² Kilde: Finaut spørreundersøkelse 2018: Forbruker- og finanstrender: Robot vs. menneske



kostnad på 0,25 prosent. 41 prosent av de spurte foretrakk det selvbetjente og rimeligste alternativet. 30 prosent visste ikke hva de skulle svare.



12.2 Roboter med personlighet

Tjenester for automatisert rådgivning er fremdeles i sin ungdom og dukket for første gang opp mellom 2008 og 2010.⁸³ I den tidlige fasen var det hovedsakelig uavhengige gründerselskaper som tilbød robot-råd. De etablerte aktørene følger imidlertid etter og tilbyr i økende grad robot-rådgivning som en integrert del av sine tjenestetilbud. I 2016 var det allerede over 350 robot-rådgivere på verdensbasis. Internasjonale forvaltningsgiganter som Vanguard, BlackRock, Fidelity og Schwab tilbyr automatisert rådgivning for å levere kostnadseffektive løsninger som tidligere var forbeholdt profesjonelle investeringsrådgivere.

Robot-rådgivere er et forholdsvis nytt fenomen i Norge, men etablerte aktører som SBanken, Nordea, Nordnet og Kron har lansert spareroboter. DNB har annonsert at de lanserer en i løpet av første halvår 2019. Man behøver derfor ikke strekke fantasien så langt for å forutse at robot-rådgivning vil bli et viktig verktøy for å betjene kunder som ikke ønsker å betale for personlig rådgivning, men likevel trenger en hjelpende hånd.

Det er forståelig at betegnelsen «robot-rådgiver» ikke scorer høyt på tillits-skalaen. I praksis er det en fusjon mellom moderne porteføljeteori og digitale verktøy som man møter på andre virtuelle arenaer. Roboten er en finansiell rådgiver som bruker algoritmer for automatisk å konstruere, optimalisere og

⁸³ Line Bjerknes & Ana Vukovic ved NTNU i juni 2017: [Automated Advice: A Portfolio Management Perspective on Robo-Advisors](#)



forvalte investeringsporteføljen til en kunde.⁸⁴ Kunden ledes igjennom en løype med spørsmål om sparemål, risikoappetitt og økonomisk stilling. Sluttproduktet er vanligvis et forslag til porteføljeallokering med mulighet for automatisk rebalansering basert på et begrenset utvalg av forhåndsdefinerte porteføljer.

Vi har i denne rapporten påpekt at det er store variasjoner i kvaliteten på menneskelig rådgivning. Det hadde vært fint om dagens utvalg av robot-rådgivere hadde vært mer samsnakket, for rådene spriker. En rapport fra Better Finance om robot-råd fra 2018, avdekker store forskjeller i både forventet avkastning og anbefalt allokering mellom ulike investeringsklasser.⁸⁵

Better Finance studerte 11 robot-plattformer fra syv europeiske land og fem fra Nord-Amerika. Studiens formål var å avdekke i hvilken utstrekning automatisert finansiell rådgivning klarte å levere personlige investeringsråd til forbrukere med begrenset finansiell kompetanse. Better Finance skapte derfor to kunde profiler og sendte dem ut som «mystery shoppers». På et overordnet nivå avdekker studien at de ulike plattformene ga tilstrekkelige individualiserte investeringsråd på samme måte som en menneskelig rådgiver ville gjort. De automatiske tjenestene var i tillegg betydelig rimeligere enn tradisjonelle rådgivere, og kunne derfor bidra til å trekke til seg flere private investorer til aksjemarkedet.

Samtidig observerte Better Finance en urovekkende stor spredning i både forespeilet forventet avkastning og anbefalt allokering mellom aksjer og andre eiendeler. Det var også flere eksempler på liten sammenheng mellom ønsket risikoprofil og foreslått aksjeandel eller forventet avkastning.

Når det gjelder brukervennlighet, må robotene gå en balansegang mellom behovet for enkelhet og tilstrekkelig detaljeringsgrad for både å tilfredsstille regelverket og gi relevante råd. I tillegg må robotene ta hensyn til kundenes generelt lave finanskompentanse ved å forklare definisjoner og innhold langs veien.

Lave kostnader og tilgjengelighet er robotenes primære konkurransefortrinn. De fleste plattformene tilbyr en enkel honorarstruktur. Honorarene er i hovedsak lette å finne på hjemmesiden, men rundt halvparten av de 16 testede robot-rådgiverne lot være å vise informasjon om kostnader på den siste siden der investeringsforslaget ble presentert for kunden.

12.3 Norske roboter

Forbrukerrådet har gjort en test på de norske robot-rådgiverne. Den er mindre omfattende enn rapporten til Better Finance, men den viser at også norske roboter sliter med å marsjere helt i takt.

⁸⁴ Line Bjerknes & Ana Vukovic ved NTNU I juni 2017: [Automated Advice: A Portfolio Management Perspective on Robo-Advisors](#)

⁸⁵ Better Finance research report 4.7.2018: [ROBO-ADVICE: EUROPEAN INDIVIDUAL INVESTORS TAKE A LOOK UNDER THE HOOD](#)



Tilbudet av digitale fondsrådgivere begrenser seg inntil videre til Nordnet, Sbanken, Kron og Nordea i det norske markedet. Alle robotene stiller spørsmål om finansiell forståelse, risikotoleranse, personlig økonomi, sparehorisont og sparekapasitet. Det er imidlertid bare Nordea og Sbanken som kartlegger kundenes gjeld. Begge robotene fraråder kunder med forbruksgjeld å spare i fond fordi rentekostnadene normalt er høyere enn den forventede avkastningen. I Forbrukerrådets *mystery calling*-undersøkelse om finansrådgivere i 2018, var det bare rundt halvparten som spurte om kunden hadde forbrukslån eller kredittkortgjeld.⁸⁶ Slik sett er godt konstruerte roboter en garanti for at ikke en rådgivers dagsform eller kompetanse skal bestemme om man får riktige råd eller ei.

Det er ikke helt enkelt å definere om en robot er en avansert fondspakkevelger fremfor en fondsrådgiver. Finaut er imidlertid på banen for å autorisere spareroboter på samme måten som de autoriserer menneskelige rådgivere.⁸⁷

Det er ikke helt uproblematisk å sammenligne roboter med ulike personlige preferanser og grundighet. For å gjøre undersøkelsen mest mulig sammenlignbar har vi valgt de mest risikosøkende kundeprofilene hos alle sparerobotene. Det er derfor stor overvekt av aksjer i porteføljene.

Norske robotråd med maksimert risikoprofil						
Sparerobot	Årlig honorar	Automatisk rebalansering?	Andel aksjer	Andel Norge/Norden	Forventet årlig avkastning før kostnader	Forventet årlig avkastning etter kostnader
Sbanken - Sparerobot	0,61 %	Nei	90 %	44 %	8,4 %	7,8 %
Kron - Indeks	0,29 %	Ja	90 %	0 %	7,2 %	6,9 %
Kron - Utvalgte	0,99 %	Ja	90 %	33 %	7,9 %	6,9 %
Nordnet - Fondsrådgiveren	1,01 %	Nei	100 %	30 %	na	na
Nordnet - Smarte Porteføljer	0,99 %	Ja	na	na	na	na
Nordea - Nora	0,92 %	Ja	75 %	Under 20%	7,8 %	6,9 %

Kilde: Forbrukerrådet med tall fra rådgivnings-robotenes hjemmesider

Kostnader: Kron har testens overlegent rimeligste alternativ med sin indeksportefølje. Den koster 0,29 prosent i året og er dermed ikke særlig dyrere enn kjøp av enkeltvis indeksfond. Sbankens robot-rådgiver er nest billigst med 0,61 prosent i årlige honorar for sin portefølje av indeksfond. De øvrige robotene har valgt større innslag av aktive fond og ender rundt én prosent i årlig kostnad.

⁸⁶ Forbrukerrådets mystery calling-undersøkelse, 14.3.2018: [Bankens råd kan fort bli dyre](#)

⁸⁷ Finaut 1.2.2018: [Sjekkliste for digitale løsninger rettet mot kunder i kategorien sparing og plassering](#)



Det kan være verdt å merke seg at det kan være dyrere å kjøpe fond gjennom sparerobotten enn å kjøpe de samme fondene direkte fra en fondsplattform som bankene har etablert. Driftige kunder kan dermed bruke sparerobotten til å få råd og kjøpe de anbefalte fondene fra en annen kanal. SBankens robotkunder kan spare 0,24 prosent i årlig honorar med denne metoden. Alle robotene oppgir de årlige kostnadene både i prosent og kroner på en transparent måte. Etter det Forbrukerrådet erfarer inkluderes også alle transaksjonskostnader i de årlige kostnadene. SBanken oppgir tydelig hvilken andel av honorarene som er returprovisjoner på samme sted som totalkostnaden. Nordnet gjør det mer kronglete å finne frem til sine returprovisjoner og gir dem tre forskjellige navn på tre forskjellige steder; formidlingsgodtgjørelse, distribusjonskostnad og provisjon. Betegnelsene gjør det ikke umiddelbart klart at det er snakk om godtgjørelse fra tredjepart.

- **Forventet årlig avkastning:** Det er ikke lett å spå riktig om fremtiden, men det er lett å lage spådommer. Det bør derfor ikke legges så stor vekt på hvem som forespeiler den høyeste forventede fremtidige avkastningen. Fellesnevneren for de robotene som har tatt sjansen på å spå om fremtiden, er at den forespeilede avkastningen ligger høyere enn både Finans Norges⁸⁸ og Oljefondets forventninger. SBanken ser lysest på fremtiden med en forventet årlig avkastning før kostnader på 8,4 prosent. Til sammenligning anbefaler Finans Norges bransjeavtale å bruke en inflasjonsjustert avkastningsforventning på 5,75 prosent.
- **Portefølleallokering:** Forbrukerrådets oversikt illustrerer at porteføljesammensetning ikke er en eksakt vitenskap. Selv for vår svært risikovillige kunde varierer aksjeandelen fra 75 til 100 prosent. Variasjonen i den geografiske spredningen er også stor. I den ene ytterkanten er Krons indeksportefølle med kun globale aksjer, og i den andre enden har vi Sbanken med 44 prosent i norske og nordiske aksjer. Dette er godt i overkant av det som normalt anbefales som god risikospredning.
- **Automatisk rebalansering:** Noen av robotene anbefaler variasjoner av kombinasjonsfond med ulik fordeling mellom aksjer og renter, mens andre foreslår enkeltkjøp av flere fond. Et sentralt poeng for robot-rådgivere er å gjøre investering enkelt for kundene, slik at de slipper å følge med om for eksempel aktiva-allokeringen endrer seg i porteføljen. Forbrukerrådet mener derfor at en periodevis rebalansering av porteføljen bør inngå i tjenesten. Hvis ikke, kan kunden like gjerne ta rådet fra roboten og handle fondene direkte. SBanken tilbyr foreløpig ikke automatisk rebalansering og kundene kan redusere det årlig honoraret fra 0,61 til 0,37 prosent ved å kjøpe direkte fra bankens fondstorg.
- **Individuell tilpasning av portefølle:** Robotene til Nordea og Nordnet begrenser fondsutvalget til enten en familie med kombinasjonsfond med ulik aksjeandel/volatilitet eller et lite utvalg aksjer og obligasjoner med

⁸⁸ Finans Norge 13.09.2018: [Avtale om avkastningsprognoser](#)



varierende blandingsforhold. SBanken tilbyr noen mindre variasjoner i porteføljene. Kron lar kundene velge mellom hele syv varianter som indeks, likestilling, miljøbevissthet, teknologi, oljefondet, eiendom og Krons utvalgte. Et større utvalg kan være viktig for en del kunder, men det kan også være en måte å ta seg bedre betalt på. Krons indeksportefølje er testens rimeligste, men kostnaden for Krons øvrige porteføljer er på samme nivå som de dyreste robotene, selv om det er store innslag av rimelige indeksfond i porteføljene. Det er også store forskjeller i geografisk risikospredning som ikke kommer klart frem når man velger tema.

12.4 Hopper ikke etter Wirkola

Robot-rådgivning kommer utvilsomt til å øke i omfang, men vil ikke fordrive selvbetjente kunder eller eliminere behovet for personlig rådgivning. Det vil snarere inngå i en meny der kundene selv kan velge mellom hvor mye assistanse de har behov for og er villige til å betale for. Vi ser både at etablerte forvaltere lanserer robot-rådgivere, og at automatiske plattformer tilbyr menneskelig rådgivning for et ekstra honorar. Det blir snarere «både og» enn «enten eller». Det kan være naturlig å sammenligne utviklingen til reisebyråene. De enkle reiseoppdragene er overtatt av nettreisebyråenes algoritmer. Det er imidlertid et marked for mer krevende oppdrag, og der har fremdeles menneskelige rådgivere et konkurransefortrinn.

Det er lett å finne feil og mangler ved dagens generasjon av robot-rådgivere, men de slipper å hoppe etter Wirkola. De skal fylle et vakuum etter en forretningsmodell som systematisk har underkommunisert interessekonflikter, utgitt seg for å gi gratis råd og forledet godtroende kunder til å velge unødvendig dyre fond.

Robot-rådgiverne har, i likhet med elektriske biler, et stykke igjen til de når sitt fulle potensiale. De klarer i stor grad å komponere gode porteføljeforslag til kundene, men de er ikke bedre enn menneskene som har programmert dem. Deres arbeidsgivere har naturlig nok fremdeles en interesse av å ta seg best mulig betalt for sine tjenester. Uten oversikt fra tilsynsmyndigheter, presse og konkurrenter er det en fare for at robot-rådgivere faller for de samme fristelsene som sine menneskelige kollegaer.

Det er imidlertid mye lettere å holde kontroll på hva ti robot-rådgivere foretar seg enn 1.000 menneskelige rådgivere. Fondsdistributørene kan ikke skylde på menneskelig svikt når Finanstilsynet foretar sitt virtuelle stedlige tilsyn. Tilsynet slipper dypdykk i arkiver og lytting på et stort antall telefonsamtaler. Det holder å sette seg på kundens stol og gjennomføre en virtuell rådgivningssesjon.

13 Konklusjon

Fondsbransjen mener at det ikke finnes særskilte grunner til at Norge skal innføre strengere regler som avviker fra hovedregelen i MiFID II.





FORBRUKERRÅDET MENER

Forbrukerrådet mener, og har dokumentert, at et totalforbud av returprovisjon er det viktigste enkelttiltaket for å redusere de iboende interessekonfliktene mellom fondsleverandører og ikke-profesjonelle kunder.

Bransjens egen standard fremholder at «... *interessekonflikter skal identifiseres og motvirkes. Dersom dette ikke er mulig, skal kunden informeres tydelig om interessekonflikten før avtalen inngås*». I Norge er det både fullt *mulig* og helt nødvendig å motvirke interessekonflikten gjennom et forbud mot returprovisjoner.

Beslutningen ligger hos Finansdepartementet, som med verdipapirfondloven i hånd nå kan fastsette forskrift med bestemmelser som i særlige tilfeller forbyr mottak av vederlag fra andre enn kunden. Forbrukerrådet anbefaler departementet å benytte seg av denne muligheten til å forby returprovisjoner.