



# Sammenheng mellom pris og kvalitet for Kombinasjonsfond

MÅLT I PERIODEN 1998-2019

17. oktober 2019

## Forbrukerrådets kommentar

Forbrukerrådet har engasjert Rutgersen Consult for å utforme en rapport som setter forbrukerne i bedre stand til å velge sammensatte fond, altså fond som inneholder både aksjefond og rentefond.

Slike fond selges i to varianter: Kombinasjonsfond og fondsprofiler. Innholdet i disse to fondstypene er like, men de har noen «ytre» ulikheter vi omtaler i neste underkapittel.

Finanstilsynet konkluderte i 2016 med at en stor andel av kombinasjonsfondene var priset for høyt. Likevel mangler det fortsatt relevante undersøkelser av gebyrenes betydning for avkastningen i disse fondene. Prisforskjellene er store og forbrukerne trenger et beslutningsgrunnlag for å være i stand til gjøre et informert valg. Forbrukerne behøver derfor svar på følgende spørsmål: **Kan høyere gebyr forventes å gi høyere kvalitet – i form av bedre avkastning – enn fond med lave gebyrer?**

Spørsmålet har fått særlig høy aktualitet i takt med omleggingen av tjenestepensjonen, der forbrukerne selv må velge fond, og hvor kombinasjonsfond og fondsprofiler er dominerende.

Mange kombinasjonsfond og fondsprofiler markedsfører et mål om å gi bedre avkastning etter gebyrer enn fondets referanseindeks. Andre oppgir et mål om høyest mulig avkastning i forhold til den risiko som tas. Det må forstås som at alle disse fondene har mål om å skape høyere avkastning enn referanseindeksen etter gebyr. Dette er altså et uttalt kvalitetsmål for fondene. Derfor er den essensielle analysen i undersøkelsen å måle fondenes kvalitet basert på om de som gruppe har gitt bedre risikojustert avkastning enn referanseindeksen. I tillegg er flere ulike analyser utført for å teste kvaliteten.

### De to fondstypene som er undersøkt

Kombinasjonsfond er et verdipapirfond mens en fondsprofil er en sammensatt kurv av flere verdipapirfond. Innholdsmessig er kombinasjonsfond og fondsprofiler likevel helt like produkter. Men distribusjonen er ulik. Pensjonsprofilene er kun tilgjengelige gjennom pensjonsprodukter som IPS, pensjonskapitalbevis og fripolise med investeringsvalg. Kombinasjonsfondene er derimot i salg i stort sett alle kanaler. I tillegg har de fleste fondsprofiler automatisk nedtrapping av risikoen.

### Mange fond presenterer et fortenget bilde av avkastningen

Det er store utfordringer knyttet til å måle disse fondene. Det er til sammenligning forholdsvis rett

frem å måle investeringer i aksjer. Det er derimot betydelig mer komplisert å finne passende sammenligninger for investeringer i rentepapirer. Det er derfor plasseringene i rentefond som i all hovedsak skaper problemer med å etablere et troverdig sammenligningsgrunnlag. Dessverre for forbrukerne har det vist seg at disse utfordringene er blitt løst ved å bruke referanseindekser som får fondene til å se bedre ut enn den faktiske avkastningen gir grunnlag for.

Kvaliteten til et fond måles med differanseavkastning, det vil si avkastningen i forhold til fondets oppgitte referanseindeks. Sagt på en annen måte: Man måler om fondet har slått «børsen». Beklageligvis har det lenge vært mangel på relevante referanseindekser for mange av rentefondene. Fondene har derfor måttet velge seg referanseindekser som ikke gjenspeiler fondets reelle risiko. Resultatet er at mange fond med høy risiko måler seg mot en referanseindeks med lav risiko (referanseindeksen ST1X utgjør en av delindeksene i mange av fondene, og den representerer risikofri rente). Det er velkjent at høyere risiko over tid forventes å gi høyere avkastning. Mange av fondene er altså innrettet slik at de henter den høye avkastningen fra et høyrisikomarked, men sammenligner seg mot den lave avkastningen i et lavrisikomarked. Bankene og forvalterne viser i praksis til en flott plassering i NM mens man i virkeligheten har deltatt i et kretsmesterskap. Det store misforholdet mellom risikoen i fondet og risikoen i referanseindeksen gjør at «alle» kombinasjonsfond og fondsprofiler fremstår med bedre avkastning enn referanseindeksen. Dette står i sterk kontrast til de virkelige resultatene som er beregnet i Rutgersens rapport. Forbrukerne blir dermed villedet.

Til tross for Finanstilsynets [pålegg](#) i 2018 der de krevde at fondsinformasjonen tydelig opplyser om konsekvensen av å bruke en feilaktig «snill» referanseindeks, har Forbrukerrådet til gode å se at noen faktisk oppfyller kravet. I informasjonsmaterialet til kunder forklares det litt halvhjertet at det er avvik mellom fondet og referanseindeksen, men ingen forvaltere forsøker å forklare hvilken vei man kan forvente at avviket går – nemlig at fondets differanseavkastning kan forventes å fremstå bedre enn hva den i virkeligheten er. Finanstilsynet er tydelig på at konsekvensen av den «snille» indeksen skal forklares:

«En referanseindeks som ikke er representativ for fondets risiko og investeringsunivers, er på den annen side egnet til å villedde investorene. Når det benyttes en referanseindeks som ikke utgjør et relevant sammenligningsgrunnlag, må dette som et minimum følges opp med forklarende opplysninger som setter ikke-profesjonelle investorer i stand til å forstå betydningen av misforholdet mellom fond og indeks.»

Tydeligere kan det knapt sies. Forbrukerrådet forventer at bankene og forvalterne tar grep og

opplyser om forventet konsekvens av å benytte referanseindeks med feilaktig lav risiko.

I 2018 ble riktignok nye referanseindekser utviklet i et forsøk på å løse overstående problem. Tross sine svakheter, gir disse et betydelig mer sannferdig sammenligningsgrunnlag. Likevel er det mange av fondene som ennå ikke har byttet over til disse. Det er kritikkverdig at viljen til å rette opp villedningen av kundene ikke har vært større.

Lite representative referanseindekser er også den største utfordringen ved Rutgersens analyse av kombinasjonsfond (og for så vidt rentefond). I rapporten er det lagt ned mye arbeid i forsøk på å justere referanseindeksene slik at de blir mer korrekte. Likefullt skriver Rutgersen at han ikke har oppnådd å korrigere for disse feilene fullt ut. Derfor er flere ulike parametere benyttet for å måle fondene.

## Resultatene

Rapportens konklusjoner er nedslående. En svært lav andel av fondene har gitt bedre risikjustert avkastning enn de risikjusterte referanseindeksene. Særlig gjelder dette kombinasjonsfondene. Fondsprofilene kommer noe bedre ut. De har gitt bedre risikjustert avkastning enn kombinasjonsfondene og har også lavere gebyrer. Denne forskjellen er noe overraskende med tanke på at begge i praksis er kombinasjonsfond.

Rutgersen skriver i rapporten: «Fondsprofilene er vesentlig billigere enn kombinasjonsfondene, og kan vise til noe bedre nøkkeltall og prestasjon som gruppe. Men like fullt, andelseier i både kombinasjonsfondene og fondsprofilene som er dekket i denne undersøkelsen har fått usedvanlig lite verdi for pengene.»

I gjennomsnitt har kombinasjonsfondene årlig gitt forbrukerne et tap mot referanseindeksene på nær 1 prosent, mens fondsprofilene har gitt rundt minus 0,8 prosent (se tabell på neste side). Men disse tallene gir ikke det riktige bildet. Analysene viser nemlig at fondsprofilene har tatt litt lavere risiko enn sine (korrigerende) referanseindekser. Det er positivt for kundene at disse forvalterne har utsatt kundenes penger for lavere risiko for å oppnå avkastningen. Derfor premieres fond for den relativ lave risikoen gjennom såkalt risikjustering av avkastningen. Alfa er det mest benyttede måltallet til dette. Tabellen viser at Alfa for fondsprofilene er betydelig bedre enn for kombinasjonsfondene. Fondsprofilene har en Alfa på - 0,44 prosent, mens kombinasjonsfondene har -1,10 prosent. Imidlertid er hele 61 av fondsprofilene holdt utenfor Alfa-beregninger fordi det ikke lot seg gjøre å beregne korrekte Alfa-verdier. Vi kan derfor ikke legge altfor stor vekt på

gjennomsnittstallene for Alfa. Et ytterligere måltall er derfor konstruert:  $R-A/R^1$ . For fondene hvor det ikke ble beregnet Alfa, er dette måltallet negativt med stor margin. Det indikerer at den reelle risikojusterte avkastningen er noe svakere enn hva Alfa på -0,44 viser.

En alfa på -0,44 indikerer en forventning om at fondets årlige avkastning har vært 0,44 prosent lavere enn referanseindeksen, hensyntatt risikoen. Fondsprofilene har åpenbart mislyktes i sin uttalte måloppnåelse, men på den andre side må forbrukerne forvente å betale noe for de øvrige tjenestene fondene leverer. Forvalter velger underfondene, vekter mellom aksjefond og rentefond og rebalanserer. I tillegg har mange av fondsprofilene automatisk nedvekting som også er en verdifull tjeneste for mange. Men  $R-A/R$  trekker ned konklusjonen, også for fondsprofilene. Derfor er Rutgersens konklusjon at også disse har levert for svake resultater i forhold til gebyrene.

	Fonds- profiler	Kombinasjonsfond
Differanseavkastning	-0,81 %	-0,98 %
Alfa	-0,44 %	-1,10 %
$R-A/R$	-1,11	-1,39
IR	-0,21	-0,36

*Alle tall er gjennomsnittet for hele måleperioden 1998-2019. Differanseavkastning er fondets avkastning i forhold til referanseindeksen. Fondene har i gjennomsnitt tapt mot referanseindeksene. De øvrige parametere måler risikojustert avkastning. Også disse måltallene er negative for begge fondstypene. Grunnlaget er 36 måneder rullerende.*

Selv om fondene mislykkes som gruppe, er det enkeltfond av både kombinasjonsfond og fondsprofiler som lykkes godt i enkelte perioder. Rapporten analyserer om slike fond evner å gjenta suksessen i påfølgende periode. Konklusjonen er at det ikke er grunnlag for å forvente at et fond som lykkes, gjentar suksessen. En god periode skyldes derfor sannsynligvis flaks fremfor dyktighet. De svakeste fondene tenderer derimot til å forbli svake. Det er med andre ord lettere å gjenta fiasko enn å gjenta suksess.

Hva så med gebyrene? Kan det tenkes at de dyreste fondene gir fondskundene et bedre produkt enn det som konkluderes med ovenfor? Svaret er nei. Rutgersen skriver følgende: «Da det ikke finnes sammenheng mellom gebyr og kvalitet, underforstått at alle er like dårlige, er det i prinsippet gebyrene det eneste forbrukerne kan benytte ved valg av kombinasjonsfond (alt annet like). Da skal alltid det billigste kombinasjonsfondet velges, alt annet like.» Tabellen nedenfor viser

<sup>1</sup> En rate for relative avkastning i forhold til relativ risiko som er introdusert i denne undersøkelsen og rapporten. Nøkkeltallet indikerer om fondet har kompensert en høyere risikoen med å produsere høy nok relativ avkastning. Se rapporten kapittel 3.7.2.

gjennomsnittlig årlige gebyrer innenfor de ulike risikokategoriene:

	Årlige gebyrer		
	Risiko		
	Lav	Middels	Høy
Kombinasjonsfond	0,87 %	1,37 %	1,46 %
Fondsprofiler	0,67 %	0,92 %	1,05 %

*Tabellen viser årlige forvaltningsgebyr for hele måleperioden som inngår i undersøkelsen for de tre kategoriene av disse fondene: Lav risiko, middels risiko og høy risiko, i rapporten omtalt som Forsiktig, Moderat og Aggressiv.*

## Forbrukerrådets krav

Forbrukere har krav på å bli informert og beskyttet mot uærlig og villedende markedsføring.

Mange kombinasjonsfond og fondsprofiler sammenligner seg mot referanseindekser med feilaktig lav risiko. Konsekvensen er at fondets avkastning målt mot referanseindeksen fremstår som mye bedre enn hva den i virkeligheten er.

1. Leverandører og distributører av kombinasjonsfond og fondsprofiler må benytte relevant indeks for sine fond, eller forklare, på et språk som kunden forstår, hva som er den forventede konsekvensen av å benytte indeks med lavere risiko enn det fondets strategi skulle tilsi. Det påligger også næringsaktørene å forsikre seg om at kunden har forstått informasjonen de har mottatt. Dette kan gjøres ved å brukerteste teksten på ikke-profesjonelle kunder.
2. Finanstilsynet bør gjenta kartleggingen som ble gjort i 2018 og utøve reelle sanksjoner for virksomheter som ikke opererer i tråd med gjeldende regler.
3. I de tilfellene hvor leverandører forhånds anbefaler spesifikke fond fremfor andre i pensjonsløsninger (såkalt default-løsning) og markedsføring for øvrig, må leverandørene også begrunne og dokumentere hvorfor dette spesifikke fondet er foretrukket fremfor andre fond med tilsvarende risiko.

## Hva kan forbrukerne gjøre?

Kombinasjonsfond og fondsprofiler passer for dem som ønsker middels risiko. Fondsutvalget omfatter alt fra ganske lav til ganske høy risiko, men ingen av fondene er i risikoskalaens ytterpunkter.

**Det er ingen holdepunkter i rapporten som underbygger at høyere pris gir høyere kvalitet, etter at gebyrene er trukket fra. Ved valg av fond bør derfor årlig gebyr vektlegges fremfor historisk avkastning. Dersom forbruker skal vektlegge kun én faktor, velg årlig gebyr.**

Dersom man velger fond basert på historisk avkastning, bør også det årlige gebyret telle med i vurderingen. Som tidligere forklart er det i dag svært krevende for forbrukerne å velge basert på avkastning. Ytterst få forbrukere har nødvendig kunnskap til å forstå konsekvensen av at fond eller fondsprofilers referanseindeks ikke fullt ut hensyntar kredittrisiko og durasjonsrisiko i obligasjonene som inngår i fondets renteplassering. Dette er et ytterligere argument for å vektlegge pris i valg av produkt.

Dersom det er ønskelig å vektlegge historisk avkastning, er beste måten å velge ut fond med positiv Alfa basert på tabellene i denne rapporten (se vedleggene), men kun dersom fondet har  $R^2$  som er større enn 75. Fond med lavere  $R^2$  enn dette vil få feilaktig høy Alfa på grunn av feilaktig lav Beta.

Over tid blir uansett disse tallene utdaterte, og da er forbrukerne avhengige av at problemene med referanseindeksene er løst før historisk avkastning kan vektlegges i særlig grad.

Prisforskjellen er store, særlig blant kombinasjonsfondene. Det finnes enkelte fond som er svært billige. Forbrukerne finner kombinasjonsfondene på [www.finansportalen.no](http://www.finansportalen.no). Og fondsprofilene finnes her: <https://www.finansportalen.no/pensjon/alle-pensjonsprodukter/>.

Forbrukerne har muligheten til å sette sammen slike fond selv ved å investere i både aksjefond og obligasjonsfond. Forbrukere som ønsker kontroll på hvilke aksjefond og obligasjonsfond pengene plasseres i, kan gjøre dette. Det er også mulig å spare litt gebyrer ved å kjøpe fondene separat. Men målt mot aller billigste kombinasjonsfond og fondsprofiler, er besparelsen svært liten. Dette gjelder særlig fondene med lav og middels risiko. For de fleste er det like greit å bare velge billigste kombinasjonsfond eller fondsprofil. Dessuten får du da rebalansering på kjøpet, hvilket er en praktisk egenskap.

Kombinasjonsfond kjøper man fritt, både innenfor og utenfor pensjonsproduktene. Fondsprofil eier mange uten å ha valgt dette selv gjennom et pensjonskapitalbevis. Pensjonskapitalbevis er opptjent innskuddspensjon fra en tidligere arbeidsgiver. Da kan man bytte fond hos sin pensjonsleverandør, eller flytte til en annen leverandør dersom det må til for å finne lavere gebyrer. Det samme gjelder fripolise med investeringsvalg, som er en ytelsespensjon fra tidligere arbeidsgiver.

Man kan også investere i fondsprofiler gjennom IPS. Det er et pensjonsprodukt der pengene bindes til pensjonsalder. Om IPS er et gunstig produkt, avhenger av den enkeltes ønske om og mulighet til å binde pengene frem til pensjonsalder.

### Billigste fond

Risikoklasse 3	Gebyr	Type
KLP Kort horisont	0,22 %	Kombi.
DNB Lev Mer	0,35 %	Kombi.
KLP Kort Horisont	0,40 %	F. profil
KLP P30-P50 <sup>1)</sup>	0,40 %	F. profil
Nordea Liv Bærekraft 10	0,49% <sup>2)</sup>	F. profil
<b>Risikoklasse 4</b>		
KLP Lang horisont	0,22 %	Kombi.
DNB Lev mer 2025-2035 <sup>1)</sup>	0,35 %	Kombi.
Nordea Liv Indeksforvaltning 50-80 <sup>1)</sup>	0,30% <sup>2)</sup>	F. profil
KLP Lang horisont	0,40 %	F. profil
KLP P70	0,40 %	F. profil
<b>Risikoklasse 5</b>		
DNB Lev mer 2040-2065 <sup>1)</sup>	0,35 %	Kombi.
DNB Pensjonsprofil 80	1,10% <sup>2)</sup>	F. profil
DNB Aktiv 80	1,39 %	Kombi.
Danske Invest horisont 80	1,56 %	Kombi.
Nordea Plan Offensiv	1,58 %	Kombi.

*Jo høyere tall for risikoklasse, desto høyere risiko. Til sammenligning har aksjefond risiko 5-7.*

*Fondet DNB Lev mer er uten tilleggsgebyr kjøpt fritt, men med tilleggsgebyr kjøpt innenfor et pensjonsprodukt som IPS og pensjonskapitalbevis. DNB Lev mer er livssyklusfond som automatisk trapper ned risikoen i takt med at pensjonsalderen nærmer seg.*

*1) Flere fond med ulik risiko med likt gebyr.*

*2) Årlig tilleggsgebyr på 400-500, begrenset til maks 1 % årlig.*

*Tabellen viser de fem billigste fondene i hver risiko-kategori. Legg merke til at det likevel kun er ett billig fond i risikoklasse 5. Men det skal nevnes at de to billige fondsprofilene Nordea Liv Indeksforvaltning 100 (0,30 % i gebyr) og DNB Pensjonsprofil Indeks 100 (0,50 % i gebyr) riktignok tilhører Risikoklasse 5, men ingen av disse er å anse som kombinasjonsfond da deres strategi innebærer 100 % aksjeandel.*



Rapporten er produsert av Rutgersen Consult, med data fra Morningstar.

## FINANSMARKEDSFONDET

Rapporten ville ikke blitt skrevet uten finansiell støtte fra Finansmarkedsfondet.

Finansmarkedsfondet ble opprettet da Stortinget vedtok at deler av overskuddet fra salget av Oslo Børs og Verdipapirsentralen skulle avsettes til et fond som finansierer forskning og allmennopplysning innenfor finansmarkedsområdet. Finansmarkedsfondet er i dag en egen post på statsbudsjettet. Enkeltpersoner, institusjoner og organisasjoner kan søke om midler på grunnlag av kriteriene som er fastsatt i vedtektene. Les mer om fondet på

<https://www.finansmarkedsfondet.no/>

## Rettigheter

Alle står fritt til å sitere og hente utdrag fra rapporten. Gjengivelsen må være riktig og sannferdig og referere til rapporten. Tall må ikke fremstilles løsrevet fra sammenhengen, og må kunne forstås i sin helhet fra utdragene. Innspill til rapporten kan rettes til: [geir.ormseth@forbrukerradet.no](mailto:geir.ormseth@forbrukerradet.no)

# Kombinasjonsfond og fondsprofiler

## – en undersøkelse om de har gitt verdi for pengene

På oppdrag fra Forbrukerrådet (etter offentlig anbudsutlysning) er det gjennomført en undersøkelse for å avdekke fakta som er relevante for forbrukere ved investering i kombinasjonsfond og fondsprofiler.

Hensikten med undersøkelsen er å skaffe til veie fakta som kan gi forbrukerne viktig beslutningsstøtte ved valg av kombinasjonsfond – en «verdi for pengene»-tilnærming.

Det er kartlagt om størrelsen på de årlige gebyrene har betydning for prestasjonen til kombinasjonsfondene og fondsprofilene, samt om historisk prestasjon har betydning for fremtidig prestasjon.

Kun fond som er, eller har vært, i salg i det norske personkunde-markedet er inkludert. Kombinasjonsfondenes historiske prestasjon er målt på differanseavkastning og risikojustert avkastning, og det er undersøkt om det er persistens i resultatene.

Det er i undersøkelsen og rapporten skilt mellom kombinasjonsfond og fondsprofiler for å kunne bedre likebehandle investeringsproduktene.

Helge B. Rutgersen  
1. oktober 2019

## INNHALDSFORTEGNELSE

---

Ordbok og begrepsforklaringer.....	13
SAMMENDRAG.....	15
1. Innledning .....	17
2. Markedet for kombinasjonsfond og fondsprofiler .....	17
3. Metodebeskrivelse .....	18
3.1. Moderne porteføljeteori.....	19
3.2. Referanseindeksenenes representativitet.....	20
3.3. Ikke-representative norske obligasjonsindekser .....	20
3.4. Krav om representative referanseindekser.....	21
3.5. Differanseavkastning.....	23
3.6. Risiko og relativ risiko.....	23
3.7. Risikojustert avkastning.....	26
3.8. Andre nøkkeltall som kontroll og korrektiv .....	28
4. Kategorisering og gruppering .....	28
4.1. Kategorier.....	28
4.2. Risikoklasser .....	28
5. Bygger på Forbrukerrådet sine konklusjoner fra tidligere analyser .....	29
KOMBINASJONSFOND .....	31
6. Innledning .....	31
7. Kombinasjonsfondenes gebyrer.....	31
7.1. Finanstilsynets merknader til kombinasjonsfondenes gebyrer .....	33
7.2. Oppsummering kombinasjonsfondenes gebyrer .....	33
8. Kombinasjonsfondenes referanseindekser .....	34
8.1. Finanstilsynets merknader til referanseindekser .....	35
8.2. Korrigering for manglende kreditt og durasjon i obligasjonsindeksene.....	35
9. Kombinasjonsfondenes prestasjon mot egen referanseindeks.....	36
9.1. Kombinasjonsfondenes prestasjon på aggregert nivå.....	37
9.2. Kombinasjonsfondenes prestasjon fordelt på kategorier.....	39
9.3. Kombinasjonsfondenes prestasjon fordelt på risikoklasser .....	44
10. Kombinasjonsfondenes persistens.....	48
11. Reflekteres kombinasjonsfondenes gebyrer i kvalitet? .....	49
11.1. Klassifisering av gebyrer .....	50
11.2. Kategorisering av kvalitet.....	51
11.3. Resultater sammenheng gebyrer og kvalitet.....	55
11.4. Oppsummering gebyr versus kvalitet.....	57
12. Konklusjoner og oppsummering kombinasjonsfond .....	58
13. Bemerkninger og avsluttende merknader for kombinasjonsfond .....	59
FONDSPROFILER .....	61
14. Innledning .....	61
15. Fondsprofilenes gebyrer.....	62
16. Fondsprofilenes referanseindekser .....	63
16.1. Korrigering for manglende kreditt og durasjon i obligasjonsindeksene .....	63
17. Fondsprofilenes prestasjon mot egen referanseindeks.....	64
17.1. Fondsprofilenes prestasjon på aggregert nivå .....	64
17.2. Fondsprofilenes prestasjon fordelt på kategorier .....	66
17.3. Fondsprofilenes prestasjon fordelt på risikoklasser .....	71
17.4. Oppsummering av fondsprofilenes relative resultater .....	74
18. Fondsprofilenes persistens.....	75
19. Reflekteres fondsprofilenes gebyrer i kvalitet? .....	76
19.1. Klassifisering av gebyrer .....	76
19.2. Kategorisering av kvalitet.....	77
19.3. Resultater sammenheng gebyrer og kvalitet.....	80
19.4. Oppsummering gebyr versus kvalitet.....	82
20. Konklusjoner og oppsummering fondsprofiler .....	83

21. Bemerkninger og avsluttende merknader for fondsprofiler .....	83
TABELL A : Nøkkeltall kombinasjonsfond mot egen referanseindeks .....	85
TABELL B : Nøkkeltall fondsprofiler mot egen referanseindeks .....	86
TABELL C : Kombinasjonsfondenes gebyr og kvalitet .....	87
TABELL D : Fondsprofilenes gebyr og kvalitet .....	88
TABELL E : Kombinasjonsfondene som er inkludert i undersøkelsen.....	89
TABELL F : Fondsprofilene som er inkludert i undersøkelsen .....	90
TABELL G : Kombinasjonsfondenes referanseindekser .....	91
TABELL H : Fondsprofilenes referanseindekser .....	95
VEDLEGG I : Beregning av gebyrer .....	98
VEDLEGG II : Metode for korrigerings av kreditt og durasjon .....	101
VEDLEGG III : Konstruksjon av referanseindekser og representativitet .....	103
Avsluttende merknader .....	106

## Ordbok og begrepsforklaringer

Kombinasjonsfond:	Et verdipapirfond som består av både aksjer og renter, hvor andelen aksjer er inntil 80 prosent.
Fondsprofil:	Et pensjonsprodukt bygd opp som et verdipapirfond, hvor midler fra blant annet Individuell pensjonssparing (IPS) og Pensjonskapitalbevis (PKB) kan plasseres. I undersøkelsen er kun fondsprofiler som er kombinasjonsfond tatt med.
Aksjefond:	Et verdipapirfond som består av minimum 80 prosent aksjer.
Obligasjonsfond:	Et obligasjonsfond som består av rentepapirer med gjennomsnittlig gjenværende tid til forfall over 1 år.
Pengemarkedsfond:	Et pengemarkedsfond består av rentepapirer med bindingstid maksimalt 1 år.
Portefølje:	En sammensetning av flere investeringer, for eksempel aksjefond og obligasjonsfond.
Differanseavkastning:	Forskjellen i avkastning mellom fondet og referanseindekser. For perioder lengre enn 12 måneder, måles differanseavkastningen som prosent pr år.
Risikojustert avkastning:	Fondets avkastning vurderes i forhold til den risikoen det har tatt. I undersøkelsen brukes Alfa, R-A/R og IR som mål på risikojustert avkastning. De måler det samme på forskjellige måter. Grunnen til at avkastningen risikojusteres, er for å avdekke om fondet har fått betalt i form av avkastning for den risikoen det har tatt.
Alfa:	Et mål på risikojustert avkastning, uttrykt som prosentpoeng høyere/lavere avkastning fondet har skapt ut fra den risikoen det har tatt. En positiv Alfa betyr at fondet har gitt høyere avkastning enn referanseindeksen, gitt fondets risiko målt ved Beta. Alfa kommer fra lineær regresjonsanalyse og er der hvor regresjonslinjen bryter y-aksen i kryssdiagrammet.
Beta:	Et mål på risiko som kommer fra lineær regresjon. Beta er stigningstallet på regresjonslinjen. Beta forteller hvor mange prosentpoeng av referanseindeksens bevegelser opp/ned som kommer fondet til gode. Beta=1 betyr at fond og indeks utvikler seg likt. Beta=0,9 betyr at fondet utvikler seg med 90 prosent av indeksens bevegelser.
R-kvadrat (R <sup>2</sup> ):	Kommer fra lineær regresjon og er et måltall på hvor mye av indeksens bevegelser som forklarer fondets bevegelser. R-kvadrat måles med heltall fra 0 til 100. R <sup>2</sup> =100 betyr at indeks forklarer alle fondets bevegelser. R <sup>2</sup> =75 betyr at indeks forklarer 75 prosent av fondets bevegelser.
<i>Batting Average</i> :	Nøkkeltall som viser hvor mange måneder fondet har minst gitt lik avkastning som referanseindeksen, delt på antall måneder i observasjonsperioden. Altså antall gunstige utfall i forhold til antall mulige utfall. En <i>Batting Average</i> på 100 betyr at fondet har minst gitt lik avkastning som referanseindeksen i alle måneder i observasjonsperioden. En <i>Batting Average</i> på 50 betyr at fondet har gitt minst lik avkastning som referanseindeksen i halvparten av månedene i observasjonsperioden. <i>Batting Average</i> bør være over 50, mens en <i>Batting Average</i> på 60 er bra.
<i>Overall Capture Ratio</i> :	Et forholdstall som viser hvor mange prosent et fond får med seg av referanseindeksens bevegelser opp og ned. Forholdstallet fremkommer ved å dividere <i>Upside Capture Ratio</i> på <i>Downside Capture Ratio</i> . Forholdstallet bør være over 100, som indikerer at fondet får med seg mer av oppsiden enn nedsiden.
Korrelasjon:	Et mål på i hvor stor grad fondets og referanseindeksens bevegelser er sammenfallende. Korrelasjon måles fra 0 til 1, hvor 1 betyr at det er helt sammenfallende bevegelser, og 0 betyr at det er ingen sammenfallende bevegelser.
<i>Information Ratio (IR)</i> :	Et mål for risikojustert avkastning, hvor fondets differanseavkastning deles på standardavviket av differanseavkastningen.

<i>Tracking Error</i> (TE):	Et mål på hvor mye fondet avviker fra indeks. Måler den kvadrerte variasjonene til fondets differanseavkastning. TE er også et mål på aktiv forvaltning, hvor $TE > 4$ indikerer at et fond forvaltes aktivt. TE er nevneren i brøken for å beregne IR.
Relativ risiko:	Et måltall for hvor mye mer/mindre risikofylt fondet er i forhold til referanseindeksen. Tall over 1 indikerer at fondet er mer risikofylt, mens tall under 1 indikerer at fondet er mindre risikofylt. Nøkkeltallet fremkommer ved å dividere fondets standardavvik på referanseindeksens standardavvik.
R-A/R:	En rate for relativ avkastning i forhold til relativ risiko som er introdusert i denne undersøkelsen og rapporten. Nøkkeltallet indikerer om fondet kompenserer en høyere risiko med å produsere høy nok relativ avkastning. Alternativt hvor mye et fond kan gi i negativ relativ avkastning gitt at det har fått nok kompensasjon gjennom lavere risiko.
Durasjon og -risiko:	Et mål på gjennomsnittlig gjenværende løpetid for obligasjonsfond. Jo lengre durasjonen er, desto mer usikker blir investeringen, som betyr at investor krever bedre betalt.
Kreditt og -risiko:	Er utstedt av bedrifter, og er et mål på hvor sikre obligasjonene er. Jo mer usikre investorene er på at bedriften kan betjene lånet, desto bedre betalt krever investor. Obligasjonsfond investerer ut fra en kreditt- <i>rating</i> . Kredittrisiko gir bedre rente enn statsobligasjoner med samme løpetid.
Persistens:	Et mål på om et fond evner å følge opp suksess/fiasco i forrige periode(r) i påfølgende periode(r). Gir indikasjoner på om fondet leverer konsistente resultater.
Pris versus kvalitet:	Sammenligner fondets gebyrer i forhold til kvaliteten på resultatene. Indikerer om det er en sammenheng mellom fondets gebyrer og resultatene.

Verdipapirfondenes forening har laget «Den lille fondsordboken», som inneholder en ordliste med forklaringer. «Den lille fondsordboken» finnes her: <https://vff.no/fondshandboken/begreper>

Morningstar har lagt ut en ordliste med forklaringer av ymse begreper, som finnes her: <http://www.morningstar.no/no/glossary/A.aspx>

## SAMMENDRAG

Norske personkunder har plassert 45 milliarder kroner fordelt på 200 000 kundeforhold i norske kombinasjonsfond. For pensjonsprofiler er tilsvarende tall tre milliarder, men pensjonsmidler plassert hos norske kapitalforvaltere beløper seg til 193 milliarder kroner. Da dekker denne undersøkelsen rundt regnet 250 milliarder kroner og mange hundretusen forbrukere.

Kombinasjonsfondene i undersøkelsen skårer svært dårlig. Kun sju av 76 kombinasjonsfond (tilsvarende ni prosent) har entydig gitt andelseierne verdi for pengene målt over rullende perioder på 12 måneder siden 1998. Målt over rullende treårsperioder faller andelen til fire prosent, mens det er skarve tre prosent som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene målt over rullende femårsperioder.

Hele 75 prosent av kombinasjonsfondene har konsistent gitt andelseierne negativ differanseavkastning målt over ikke-overlappende perioder på tre år. Andelen er dog bare 50 prosent målt over uavhengige perioder på fem år. Andelen kombinasjonsfond som konsistent har gitt andelseierne negativ risikojustert avkastning målt over ikke-overlappende perioder på både tre og fem år, er 54 prosent.

Undersøkelsen viser at kombinasjonsfondene tar veldig høye gebyrer. Hele 82 prosent av dem er i denne undersøkelsen klassifisert til å være dyre. Fondsprofilene derimot, har gebyrer som er vesentlig lavere enn kombinasjonsfondene. Det er overraskende, all den tid kombinasjonsfond og fondsprofiler gir andelseierne nøyaktig samme tjeneste med nøyaktig samme underliggende investeringsinstrumenter.

Og de høye gebyrene representerer ikke høy kvalitet. Det er en sterk overrepresentasjon av kombinasjonsfond som både er dyre og av lav kvalitet – hele 54 prosent er klassifisert som «Dyre» og med «Lav» kvalitet.

Kun et svært lavt antall av kombinasjonsfondene har evnet å levere verdi for pengene:

- Maksimalt 28 prosent har evnet å produsere positiv differanseavkastning.
- Maksimalt 19 prosent har evnet å produsere risikojustert avkastning, målt med R-A/R.
- Av de med representativ referanseindeks har inntil 19 prosent produsert positiv Alfa.
- Av de resterende har inntil 27 prosent produsert positiv risikojustert avkastning (R-A/R).
- Inntil 12 prosent har evnet å produsere *Information Ratio* større enn 0,4 («nullpunktet»).

Kombinasjonsfondene som gruppe er kort og godt altfor dyre og altfor dårlige.

Også fondsprofilene i undersøkelsen skårer dårlig. Kun sju av 75 fondsprofiler (tilsvarende ni prosent) har entydig gitt andelseierne verdi for pengene målt over rullende perioder på 12 måneder siden 2001. Målt over rullende treårsperioder faller andelen til fem prosent, mens det er kun fire prosent av fondsprofilene som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene målt over rullende femårsperioder.

26 prosent av fondsprofilene har konsistent gitt andelseierne negativ differanseavkastning målt over ikke-overlappende perioder på tre år. Andelen er imidlertid bare 13 prosent målt over uavhengige perioder på fem år. Andelen fondsprofiler som konsistent har gitt andelseierne negativ risikojustert avkastning målt over ikke-overlappende perioder på tre og fem år, er henholdsvis 35 og 59 prosent.

For mange produkter og tjenester er det en viss sammenheng mellom pris og kvalitet. Så er ikke tilfellet for fondsprofilene. Det finnes ingen sammenheng mellom gebyrer og kvalitet. Høye gebyrer betyr ikke høy kvalitet. Men så betyr heller ikke lave gebyrer høy kvalitet ...

Kun et fåtall av fondsprofiler har evnet å levere verdi for pengene til andelseierne:

- Maksimalt 34 prosent har evnet å produsere positiv differanseavkastning.
- Maksimalt 31 prosent har evnet å produsere risikojustert avkastning, målt med R-A/R.
- Av de med representativ referanseindeks har inntil 48 prosent produsert positiv Alfa.
- Av de resterende har inntil 28 prosent produsert positiv risikojustert avkastning (R-A/R).
- Inntil 12 prosent har evnet å produsere *Information Ratio* større enn 0,4 («nullpunktet»).

Selv om fondsprofilene som gruppe fremstår som en del bedre enn kombinasjonsfondene, er fondsprofilene som gruppe ganske dårlige.

Fondsprofilene er vesentlig billigere enn kombinasjonsfondene, og kan vise til noe bedre nøkkeltall og prestasjon som gruppe. Men like fullt, andelseiere i både kombinasjonsfondene og fondsprofilene som er dekket i denne undersøkelsen, har fått usedvanlig lite verdi for pengene.



## 1. Innledning

Kombinasjonsfond er et svært populært investeringsinstrument for privatpersoner, siden det gjør det enkelt å spare gjennom å få deltagelse i avkastningen som er å finne i finansmarkedene. Det er et lavterskeltilbud til privatpersoner som hverken ønsker, vil eller har forutsetninger til å forvalte en portefølje av forskjellig aktiva og flere fond.

Et interessant aspekt med kombinasjonsfond er at de har i seg svært mange av de egenskapene som tilbys svært formuende personer, samt at de i prinsippet er svært like måten de mest profesjonelle langsiktige investorene forvalter sin kapital, hvor alt handler om å skape veldiversifiserte robuste porteføljer med håndterbar og akseptabel risiko.

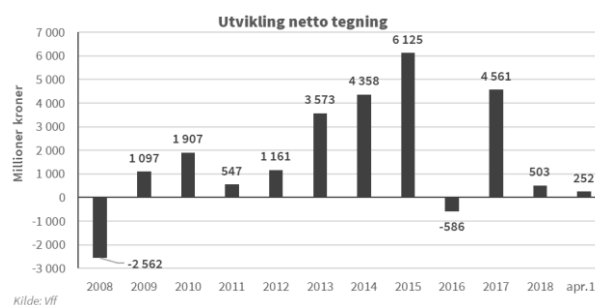
## 2. Markedet for kombinasjonsfond og fondsprofiler

Siden inngangen til 2009 har forvaltningskapitalen fra norske personkunder i norske kombinasjonsfond som er medlem i Verdipapirfondenes forening (VFF) vokst med over 553 prosent, og utgjør nå knappe 45 milliarder kroner. Grafen til høyre viser utviklingen i forvaltningskapital fra norske privatpersoner i de norske kombinasjonsfondene som er medlemmer i VFF.

Det nettotegnes (aggregert beløp det kjøpes for minus aggregert nivå det selges for) også store beløp. Summert fra og med 2009 er det nettotegnet fra norske privatpersoner hele 23,5 milliarder kroner i norske kombinasjonsfond som er medlem i VFF.

Pr. utgangen av april 2019 er det registrert 201 703 kundeforhold fra norske privatpersoner i kombinasjonsfondene (tallet er ikke helt representativt for antall personer, da én person kan ha flere kundeforhold) fordelt på 91 forskjellige kombinasjonsfond.

Tabellen på neste side viser de fem største aktørene for norske privatpersoner innen kombinasjonsfond som er medlem i VFF, rangert etter forvaltningskapital.



Forvalter	Forvaltningskapital	Andel forv.kapital	Andel kundeforhold	Antall fond
DNB Asset Management	17 mrd.	39%	61%	23
Nordea Funds	9 mrd.	20%	16%	12
ODIN Forvaltning	6,8 mrd.	15%	1%	9
Danske Capital	6,5 mrd.	15%	6%	21
Eika Kapitalforvaltning	1,1 mrd.	3%	8%	2

Tallene er pr 30. april 2019, kilde VFF.

I denne rapporten skal det ikke spekuleres i årsaker til kombinasjonsfondenes vekst i både popularitet og forvaltningskapital. Det overlates til andre, blant dem Finanstilsynet. Som i sitt Tematilsyn Kombinasjonsfond fra 2016<sup>2</sup> skrev i sin rapport følgende forklaring på veksten i forvaltningskapital i kombinasjonsfond:

*«Det lave rentenivået de senere årene har gjort det krevende å oppnå avkastning innenfor ønsket risikoprofil. Mange investorer har valgt å benytte fond som kombinerer eksponering mot både rente- og aksjemarkedet.»*

Når det gjelder total kapital plassert i fondsprofiler, oppgir VFF at beløpet er 193 milliarder kroner. Dette beløpet inkluderer alt av pensjonsmidler plassert hos kapitalforvalterne.

Brutt ned på personkundenivå, ble dette først egen gruppe i 2013, samt at den del fond ble reklassifisert i 2015. Imidlertid inkluderer gruppen noe mer enn det som er definert som fondsprofiler i denne rapporten.



Like fullt, det er vekst i forvaltningskapital i denne gruppen, og ved utgangen av april 2019 var det plassert tre milliarder kroner i pensjonsprodukter fra norske privatpersoner.

Tabellen til høyre viser de fem største aktørene innen fri pensjonssparing, basert på tall fra VFF, pr. 30. april 2019.

Forvalter	Forvaltningskapital (mill)	Andel forv.kapital	Andel kundeforhold	Antall fond
DNB Asset Management	1 976 008	66%	3%	8
Handelsbanken Kap.forvaltnin	586 900	20%	0%	3
KLP Kapitalforvaltning	163 912	5%	68%	2
Storebrand Asset Management	125 435	4%	2%	2
SKAGEN	70 597	2%	0%	4

### 3. Metodebeskrivelse

Grunnlagsdataene er hentet fra Morningstar Direct, som er eneste kilde til data. All beregning av nøkkeltall er gjort i Morningstar Direct ved å bruke standard datapunkter og anerkjente beregningsmetoder. Datapunktene er ikke manuelt manipulert. Datapunktene er imidlertid bearbeidet i Excel for beregning av gjennomsnitt, standardavvik og så videre. Den nye målemetoden som er benyttet i denne undersøkelsen, R-A/R, er beregnet i Excel med underlagsdataene *Excess Return (Geometric)* og *Relative Risk (Annualized)* hentet fra Morningstar Direct.

<sup>2</sup> Finanstilsynet Tematilsyn Kombinasjonsfond (2016):

<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2016/okt-interesse-for-kombinasjonsfond-bor-folges-av-bedret-informasjon-og-storre-oppmerksomhet-om-kostnadsniva/?id=>

Det er brukt nøyaktig samme beregningsmetode i alle analyser. All data er på månedlig basis, i norske kroner (omregnet i Morningstar Direct). Alle tall er basert på fondenes netto andelsverdi, og dermed er alle gebyrer hensyntatt løpende.

Alle datapunkter er hentet ut med sluttdato 30. april 2019 og med startdato 20 år og 11 måneder tilbake – det lengst mulige automatiske valget i Morningstar Direct. Undersøkelsen strekker seg dermed tilbake til og med juni 1998, totalt 240 observasjoner av årlig netto avkastning.

For rullende perioder (12, 36 og 60 måneder) er hver enkelt observasjon på henholdsvis 12, 36 og 60 måneder, og det hoppes én måned frem i tid for hver nye observasjonsperiode.

For uavhengige ikke-overlappende perioder på tre og fem år er sluttdato satt til 30. april 2019, for så å beregne tilbake i tid med vinduer på tre og fem år hvor det hoppes henholdsvis 36 og 60 måneder tilbake i tid for hver nye observasjonsperiode.

Det er satt som kriterier at minsteinnskuddet i både kombinasjonsfondene og fondsprofilene skal være mindre enn 500 000 norske kroner, samt at fondene er tilgjengelig for salg i Norge

Alle fond som har vært i drift, og som nå er avviklet, og alle fond som er i drift, er inkludert i undersøkelsen uavhengig av etablerings- og avviklingstidspunkt. Dog er kombinasjonsfond og fondsprofiler hvor det ikke er data i Morningstar Direct naturlig nok ikke en del av undersøkelsen.

All data er bearbeidet og analysert av undertegnede, og det er brukt deskriptiv statistikk i Excel hvor nøyaktig samme beregningsmetoder benyttes i alle deler av undersøkelsen.

### 3.1. Moderne porteføljeteori

I denne undersøkelsen er det brukt tradisjonell finansiell teori som er rotfestet i retningen kalt Moderne porteføljeteori. Navnet er kanskje litt misvisende, da dette allerede ble introdusert av Harry Markowitz i 1952 – noe han ble tildelt Nobelprisen i økonomi for.

Moderne porteføljeteori (MPT), eller middelverdianalyse, er et matematisk rammeverk som beskriver et fonds maksimale forventede avkastning for et gitt risikonivå. Det er en formalisering og forlengelse av diversifiseringsteorien, som postulerer at det å eie flere forskjellige typer finansielle eiendeler er mindre risikabelt enn bare å eie én type.

Grunnlaget i diversifiseringsteorien og MPT er at en finansiell eiendels risiko og avkastning ikke kan vurderes separat og isolert, men må vurderes utfra bidrag til en porteføljes eller et fonds samlede risiko og avkastning. Variansen (eller standardavviket, som er lik kvadratrotten

av variansen) til en finansiell eiendel benyttes som «stedfortreder» for risiko.

I MPT er R-kvadrat, Alfa og Beta de mest sentrale begrepene og nøkkeltallene, der et fonds prestasjon måles relativt sin egen referanseindeks.

### 3.2. Referanseindeksenes representativitet

For å kunne bruke anerkjente og etablerte målemetoder for å undersøke kombinasjonsfondenes og fondsprofilenes resultater, er man helt avhengig av at referanseindeksene det måles mot faktisk er representative. Den beste, og mest vanlige, måten å beregne både risiko og risikojustert avkastning på er regresjonsanalyse.

Dette er en kvantitativ analyse av sammenhenger mellom en avhengig variabel (i denne undersøkelsens sammenheng blir det da referanseindeksen) og en uavhengige variabel (som i denne sammenhengen blir kombinasjonsfondet). Regresjonsanalysen viser i hvilken grad en variabel samvarierer med en annen variabel.

Med én forklaringsvariabel kalles det univariat lineær regresjonsanalyse, og beskrives med følgende ligning:

$$Y = \alpha + \beta x$$

#### Hvor:

$Y$  = Effektvariabelen som blir gitt av modellen.  $Y$  blir også kalt R-kvadrat

$\alpha$  (Alfa) = Er skjæringspunktet på y-aksen, og målet på risikojustert avkastning.

$\beta$  (Beta) = Stigningstallet på regresjonslinjen, og målet på risiko.  $\beta$  sier hvor mye i gjennomsnitt verdien til  $Y$  øker eller avtar med en enhets endring i  $X$ .

Når regresjonsanalyse benyttes, er det helt avgjørende å vite hvilken forklaringskraft modellen har. Dette fremkommer ved R-kvadrat (også benevnt som  $R^2$ ). R-kvadrat går fra null til 100. Null betyr ingen sammenheng mellom variablene, mens 100 betyr at den avhengige variabelen forklarer alt av den uavhengige variabelens utvikling.

For at man i det hele tatt kan bruke verdiene for risiko og risikojustert avkastning som fremkommer via regresjonsanalysen, må derfor R-kvadrat være høy nok til at verdiene faktisk er valide. I denne undersøkelsen er minimumsnivået for R-kvadrat satt til 75.

Ved lav R-kvadrat vil Beta tendere til å gå mot null (eller sågar negativ), og får følgelig svært store implikasjoner for hva Alfa vil bli. Da får man kunstige tall som ikke på noen måte gir valide resultater det kan trekkes konklusjoner på bakgrunn av.

### 3.3. Ikke-representative norske obligasjonsindekser

Det er godt kjent at de norske obligasjonsindeksene i svært liten grad representerer hvordan norske obligasjonsfond faktisk investerer. Obligasjonsindeksene består utelukkende av

norske statsobligasjoner med en fast durasjon (3 måneder, 6 måneder, 12 måneder, 3 år og 5 år).

Obligasjonsfondene investerer stort sett i obligasjoner utstedt av andre enn den norske stat, der de både tar kredittrisiko og velger annen – og ofte lengre – durasjon enn indeksene representerer. Dermed blir indeksene svært dårlige målestokker. Og siden indeksene har svært lav risiko (ingen kredittrisiko), skal det ikke mye til for å slå disse indeksene på avkastning og risikojustert avkastning.

Disse ikke-representative norske obligasjonsindeksene forklarer i denne undersøkelsen svært mye av hvorfor både kombinasjonsfondene og fondsprofilene har referanseindekser med lav representativitet. Naturlig nok er det for de kategoriene og risikoklassene med lavest aksjeandel hvor dette slår hardest ut.

I denne undersøkelsen er det forsøkt å korrigere obligasjonsindeksene med et påslag for kreditt og durasjon, men det må erkjennes at det på langt nær fanger opp hverken avkastning eller risikoen som ligger i kredittmarkedet eller ved lengre durasjon. En beskrivelse av hvordan det er forsøkt å kompensere for kreditt- og durasjonsrisiko (og avkastning) er å finne i VEDLEGG II.

### 3.4. Krav om representative referanseindekser

Når det skal vurderes om kombinasjonsfondene og fondsprofilene har gitt andelseierne verdi for pengene, er det avgjørende at de sammenlignes med utgangspunktet til forvalterne, nemlig den strategiske allokeringen, som fremkommer gjennom referanseindeksen.

Dersom forvalterne av kombinasjonsfondene og fondsprofilene utelukkende hadde valgt indeksfond (enten verdipapirfond eller ETF-er) nøyaktig som referanseindeksen, med en tilsvarende rebalanseringsfrekvens, ville andelseierne fått referanseindeksens risiko og avkastning, minus kostnadene. Dermed må ethvert valg gjort av forvalterne ha vært et forsøk på å skape bedre resultater, enten i form av lavere risiko og/eller høyere avkastning – i det minste for å kompensere for kostnadene.

Derfor er det avgjørende at de valgene forvalterne har gjort, måles mot et alternativ (altså referanseindeksen) som er reell og representativ. Hvis referanseindeksen ikke er reell eller representativ, er det heller ikke reelle valg forvalterne har gjort.

#### 3.4.1. R-kvadrat ( $R^2$ )

R-kvadrat (også benevnt som  $R^2$ ) fremkommer gjennom univariat lineær regresjonsanalyse, og er modellens forklaringskraft. For når regresjonsanalyse benyttes, er det avgjørende å vite

hvilken forklaringskraft modellen har. R-kvadrat går fra null til 100. Null betyr ingen sammenheng mellom variablene, mens 100 betyr at den avhengige variabelen forklarer alt av den uavhengige variabelens utvikling.

For at man i det hele tatt kan bruke verdiene for risiko og risikojustert avkastning som fremkommer via regresjonsanalysen, må derfor R-kvadrat være høy nok til at verdiene faktisk er valide. I denne undersøkelsen er minimumsnivået for R-kvadrat satt til 75.

Ved lav R-kvadrat vil Beta tendere til å gå mot null (eller sågar negativ), og får følgelig svært store implikasjoner for hva Alfa vil bli. Da får man kunstige tall som ikke på noen måte gir valide resultater det kan trekkes konklusjoner på bakgrunn av.

#### 3.4.2. Korrelasjon

Korrelasjon er et statistisk mål på hvor mye to utvalg henger sammen. Positiv korrelasjon betyr at høye verdier i det ene utvalget ofte finnes sammen med høye verdier i det andre utvalget. Grad av korrelasjon fremkommer ved korrelasjonskoeffisienten, som går fra -1 til 1. Et positivt tall betyr positiv korrelasjon, mens et negativt tall betyr negativ korrelasjon. Jo nærmere 1/-1, desto sterkere er sammenhengen. Dersom utvalgene er uavhengige, er koeffisienten null (eller nær null). En korrelasjonskoeffisient på null betyr imidlertid ikke at utvalgene er uavhengige. På samme måte som korrelasjon mellom utvalgene nødvendigvis ikke betyr at det er en årsakssammenheng (kausalitet).

#### 3.4.3. *Batting Average*

*Batting Average* er et mål på forvalterens evner til konsistent å slå sin referanseindeks. Det beregnes ved å dividere antall måneder hvor forvalteren minst gjorde det like bra som indeksen, på det totale antall måneder i observasjonsperioden. Det er altså helt tilsvarende som antall gunstige utfall på antall mulige utfall.

En forvalter som gjør det minst like bra som referanseindeksen hver eneste måned i observasjonsperioden, vil ha en *Batting Average* på 100. Mens en forvalter som gjør det minst like bra i halvparten av tilfellene, vil ha en *Batting Average* på 50. Dette nøkkeltallet bør være over 50 for å indikere at fondet har en jevn tilførsel av positiv differanseavkastning. Tall på 60 og over er veldig bra.

#### 3.4.4. *Overall Capture Ratio*

*Overall Capture Ratio* (også forkortet til *Capture Ratio* i denne rapporten), er raten mellom fondets *Upside Capture Ratio* og *Downside Capture Ratio*. En *Overall Capture Ratio* større enn 100 betyr at fondet steg mer enn referanseindeksen i opp-marked, enn fondet falt i ned-marked. Er *Upside Capture Ratio* 130 prosent, og *Downside Capture Ratio* 125 prosent, blir

*Overall Capture Ratio* 104 prosent. Denne raten bør alltid være større enn 100 prosent som en indikasjon på at fondet har levert verdi for pengene.

*Upside Capture Ratio* måler forvalterens prestasjon i opp-marked relativt til referanseindeksen. Et opp-marked defineres som de månedene referanseindeksens avkastning er positiv. Det kalkuleres ved å dividere fondets avkastning i opp-markedene på referanseindeksens avkastning i opp-markedene, målt over observasjonsperioden. Raten forteller hvor mye, i prosent, forvalteren fanget i opp-marked over observasjonsperioden. Er raten 105 prosent, har forvalteren fanget 105 prosent av opp-markedet og dermed overprestert referanseindeksen på oppsiden.

*Downside Capture Ratio* måler forvalterens prestasjon i et ned-marked relativt til referanseindeksen. Et ned-marked defineres som de månedene referanseindeksens avkastning er negativ. Den forteller denne raten hvor mye, i prosent, forvalteren fanget i ned-markedet. Er raten 110 prosent, har forvalteren fanget 110 prosent av ned-markedet og dermed underprestert referanseindeksen på nedsiden.

### 3.5. Differanseavkastning

Differanseavkastning måler hvor mange prosentpoeng fondet har avveket fra referanseindeksen – altså differansen mellom dem. Hvis Fond A har gitt ti prosent avkastning, mens referanseindeksen har gitt 7,5 prosent, blir differanseavkastningen +2,5 prosentpoeng.

Differanseavkastningen er en svært nyttig parameter, da det på sett og vis er uavhengig av markedets retning og svingninger. Som gjør at det kan benyttes til å sammenligne fond på tvers av tidsperioder, dog med noe forsiktighet.

Avkastning, mer presist differanseavkastningen, er alltid den ene siden av ligningen når fondsprestasjoner skal analyseres og evalueres. Men det er farlig kun å fokusere på avkastningsparameteren, siden forvalteren av fondet pr. definisjon må gjøre noe annerledes enn referanseindeksen (eller konkurrentene) for å skape avvikende avkastning. Og da er spørsmålet hva som er «kostnaden» for differanseavkastning.

### 3.6. Risiko og relativ risiko

Siden differanseavkastning er den ene siden av ligningen, er det risiko som er den andre siden. Sagt på en annen måte, «kostnaden» som kreves for å skape differanseavkastningen. Denne «kostnaden» ønskes å være så lav som mulig.

Det er selvfølgelig perfekt om man kan finne høy (og sannsynlig) differanseavkastning til lav

(og sannsynlig) relativ risiko. Men siden det er invers forhold mellom disse to, må derfor sammenhengen analyseres.

Et fond med negativ differanseavkastning kan forsvare det dersom også den relative risikoen er lav. Mens et fond med høy relativ risiko må kompensere for dette gjennom å produsere positiv differanseavkastning.

### 3.6.1. Beta

Beta er et mål på systematisk risiko med relasjon til referanseindeksen. Systematisk risiko er tendensen fondets og referanseindeksens verdi beveger seg sammen. Beta måler sensitiviteten til fondets differanseavkastning i forhold til referanseindeksen som resultat av deres systematiske sambevegelse.

Det blir da raten på hva fondets avkastning ville være i forhold til referanseindeksen dersom det ikke var noen fonds-spesifikk avkastning.

Er Beta større enn 1, tenderer fondets bevegelser som er assosiert med bevegelsene til referanseindeksen å bli forsterket. Er Beta lik 1, tenderer bevegelsene til være like. Er Beta mindre enn 1, tenderer bevegelsene til å være dempet.

Hvis bevegelsene til fondet og referanseindeksen går i motsatt retning, er Beta negativ.

Beta er målt som helningen på regresjonslinjen når fondets avkastning er den avhengige variabelen, og referanseindeksens avkastning er den uavhengige variabelen.

Markedets Beta er pr definisjon 1,00. Og markedet er det samme som referanseindeksen.

Beta på 1,10 indikerer at fondet har utviklet seg ti prosent bedre enn referanseindeksen i oppmarkeder, og ti prosent dårligere i ned-markeder, alt annet likt. En Beta på 0,85 indikerer at fondets avkastning forventes å gjøre det 15 prosent dårligere enn referanseindeksen i oppmarkeder, og 15 prosent bedre i ned-markeder.

### 3.6.2. Volatilitet (standardavvik)

Volatilitet er et mål på hvor mye avkastningen varierer over tid, og blir som oftest målt med standardavvik. Jo høyere volatilitet (og større standardavvik), desto mer risikofyllt.

Standardavvik er et statistisk mål som brukes for å angi usikkerheten til fondets gjennomsnittlige avkastning. Det uttrykker altså et sannsynlighetsutfall, og forutsetter at avkastningen er normalfordelt. Antar man at avkastningen til et fond er normalfordelt, uttrykker måltallet at fondets avkastning, med 68 prosent sannsynlighet, vil være innenfor +/- 1 standardavvik fra gjennomsnittsavkastning. Ved 2 standardavvik øker sannsynligheten



til 95 prosent.

Har et fond en gjennomsnittlig avkastning på ti prosent med et standardavvik på ti prosent, er det da 68 prosent sannsynlig at avkastningen vil være mellom 0 og 20 prosent. Med 95 prosent sannsynlighet vil avkastningen være mellom -10 og +30 prosent. Gitt at avkastningen har vært normalfordelt.

I den virkelige verden er standardavvik lite treffsikkert, all den tid avkastningen ikke er normalfordelt. Og viktigst, standardavviket har en tendens til å undervurdere risikoen for ekstreme utfall.

### 3.6.3. Relativ risiko

Relativ risiko, navngitt som *Relative Risk* i Morningstar Direct, er raten for fondets standardavvik dividert på referanseindeksens standardavvik. Relativ risiko lik 1 betyr at fondets standardavvik var identisk som referanseindeksens standardavvik i observasjonsperioden. Er raten større enn 1 har fondet hatt et høyere standardavvik enn referanseindeksen, mens en rate mindre enn 1 betyr at fondet har hatt et lavere standardavvik enn referanseindeksen. Regelen er jo lavere rate for Relativ risiko, desto bedre.

Årsaken til at dette er et viktig måltall, ligger i det som kalles *Volatility Drag*. Volatiliteten reduserer nemlig den langsiktige veksttakten til fondet og har en negativ relativ effekt på avkastningen.

Når to fond med samme gjennomsnittlige avkastning sammenlignes, vil fondet med høyest volatilitet, alt annet likt, ha lavere geometrisk avkastning. Hvis Fond A har gitt ti prosent avkastning i to påfølgende år, vil det ha en gjennomsnittlig avkastning på ti prosent. Fond B, som ga 30 prosent avkastning i det første året og minus ti prosent i det andre året, har også en gjennomsnittlig avkastning på ti prosent. Mens den gjennomsnittlige avkastningen er identisk, er den geometriske, som måler renters rente-effekten, forskjellig. Fond A har en geometrisk avkastning på ti prosent, mens Fond B har en geometrisk avkastning på 8,2 prosent.

For å illustrere dette i kroner, anta at du investerte 100 000 kroner i et fond som faller 15 prosent første månedene, for deretter å stige 15 prosent påfølgende måned. Mens den gjennomsnittlige avkastningen er null, har du som investor tapt 2 250 kroner. Første måneden falt verdien til 85 000 kroner (etter et fall på 15 prosent), mens verdien bare steg til 97 750 kroner etter at fondet steg 15 prosent. Som gir et tap på 2 250 kroner, tilsvarende - 2,25 prosent avkastning.

Denne forskjellen er *Volatility Drag*, som er den negative relative effekten volatilitet har på

langsiktig avkastning. Og årsaken til at det er så viktig å fokusere på relativ risiko.

#### 3.6.4. *Tracking Error*

*Tracking Error* (forkortet TE) måler volatiliteten, eller mer presist standardavviket, mellom fondets differanseavkastning i forhold til referanseindeksen. Måltallet kalles også for Aktiv risiko, og forteller hvor tett et fond følger sin referanseindeks.

TE er nevneren i brøken for å beregne *Information Ratio*.

Et enkelt eksempel kan brukes til å forklare *Tracking Error*. Anta følgende avkastning til et fond og dets referanseindeks:

- Fond: 11 %, 3 %, 12 %, 14 % og 8 %
- Referanseindeks: 12 %, 5 %, 13 %, 9 % og 7 %

Gitt disse data, blir serien av differanseavkastning (11 %-12 %), (3 %-5 %), (12 %-13 %), (14 %-9 %) og (8 %-7 %), som er lik -1 %, -2 %, -1 %, 5 % og 1 %. Standardavviket til serien av differanseavkastning, altså *Tracking Error*, er 2,79 prosent.

Antas det at differanseavkastningens sekvens er normalfordelt, kan det forventes med 68 prosent sannsynlighet at fondet vil gi en differanseavkastning +/- 2,79 prosent fremover.

Dersom et fond produserer lav gjennomsnittlig avkastning og har en høy *Tracking Error*, er det et tegn på dårlig forvaltning. Konsistent «spredning» mellom fondets og referanseindeksens avkastning gjør at man kan forutsi fondets fremtidige utvikling. *Tracking Error* blir da en indikator på forvalterens dyktighet og reflekterer hvor aktivt eller passivt fondet forvaltes. Aktivt forvaltede fond forsøker å skape så høy som mulig differanseavkastning, noe som krever mer risiko (og/eller mer ekspertise). Passive fond derimot, forsøker å speile referanseindeksens avkastning, og da blir høy *Tracking Error* uønsket.

### 3.7. Risikojustert avkastning

Det finnes mange måter å justere et fonds avkastning på i forhold til risikoen fondet har tatt. I denne undersøkelsen er Alfa, R-A/R og *Information Ratio* benyttet. I det følgende er det en gjennomgang og forklaring av disse tre metodene for å måle risikojustert avkastning.

#### 3.7.1. Alfa

Alfa måler forskjellen mellom et fonds reelle avkastning og dets forventede avkastning, gitt risikoen som er representert med Beta. Positiv Alfa indikerer at fondet har gitt bedre avkastning enn det Beta-verden forutsa. Negativ Alfa indikerer at fondet har underprestert, gitt risikoen (Beta). Alfa blir da et mål på risikojustert avkastning, og forvalterens dyktighet.

Alfa leses ut fra et kryssdiagram som skjæringspunktet på Y-aksen.

### 3.7.2. R-A/R (rate for relativ avkastning i forhold til relativ risiko)

Som anført finnes det ikke noen spesielt brukbare eller fornuftige nøkkeltall for å sammenligne et fond med sin referanseindeks dersom referanseindeksen ikke er representativ.

Derfor må det skapes et nytt nøkkeltall som gjør at fondets relative prestasjon til sin referanseindeks kan måles, til tross for at referanseindeksen ikke er representativ.

For å kunne analysere kombinasjonsfondenes/fondsprofilenes relative prestasjon i forhold til sine respektive referanseindekser, i et forsøk på å undersøke hvorvidt de gjennom forvaltning har tilført andelseierne verdi for pengene, introduseres det et nytt nøkkeltall. Dette er kalt Relativ avkastning/Risiko-rate, og forkortes R-A/R.

Denne raten er skapt som et forsøk på å kunne sammenligne fondets differanseavkastning med fondets relative risiko (begge målt mot samme referanseindeks), selv om denne referanseindeksen ikke er representativ for hvordan fondet har investert.

I en teoretisk verden må det kompenseres med en økning på fem enheter risiko for å skape én enhet økt avkastning. Altså, det er et forhold på 1 til 5 mellom avkastning og risiko.

I R-A/R- raten som introduseres her, kreves det at hver relativ risikoenhet må kompenseres av fire - 4 - enheter differanseavkastning. Dette kalles risikokompensasjon.

$$R-A/R = \text{Differanseavkastning} - \left[ \frac{\text{Relativ Risiko} - 1}{\text{Risikokompensasjon}} \right]$$

Ut fra raten kan man lese hvor mye differanseavkastning (positiv/negativ) fondet må ha produsert for å kompensere for risikoen.

Har fondet tatt lavere risiko, uttrykker brøken hvor mye negativ differanseavkastning det **tillates** at fondet har produsert. Har fondet tatt høyere risiko, uttrykker brøken hvor mye positiv differanseavkastning det **kreves** at fondet har produsert.

En naturlig effekt av denne beregningsmetoden er at lavere relativ risiko premieres mye og krever lite kompensasjon i tapt avkastning; alternativt at høyere relativ risiko straffes hardt og krever mye kompensasjon i økt avkastning.

### 3.7.3. Information Ratio (IR)

*Information Ratio* (forkortet IR) er et måltall for risikojustert avkastning, der fondets differanseavkastning i forhold til referanseindeksen divideres på *Tracking Error* (standardavviket til differanseavkastningen).

IR mellom 0,4 og 0,6 ansees for å være «nullpunktet» for at et fond har generert positiv risikojustert avkastning. Har et fond produsert IR over 1, anses det for å være tegn på god forvaltning.

I denne undersøkelsen er nullpunktet for *Information Ratio* satt til 0,4.

### 3.8. Andre nøkkeltall som kontroll og korrektiv

Det finnes flere andre nøkkeltall for risikojustert avkastning, men felles for de aller fleste er at de tar i seg ett eller flere elementer fra Moderne porteføljeteori (MPT). Det gjelder blant andre *Treynor Ratio* og *Modigliani & Modigliani* ( $M^2$ ). Siden MPT forutsetter at det er representative referanseindekser, vil alle metodene ha nøyaktig de samme svakhetene.

Det finnes enkelte målemetoder for risikojustert avkastning som er absolutte (som *Sharpe Ratio* og *Sortino Ratio*), men ingen av disse tar hensyn til referanseindeksens prestasjon. Og da gir måltallet heller ingen mening når man skal vurdere om fondene har gitt verdi for pengene.

## 4. Kategorisering og gruppering

Hverken kombinasjonsfond eller fondsprofiler er generiske produkter hva angår forventet avkastning og risiko, da det er stor variasjon mellom fondene med hensyn på andel aksjer, og dermed på risikoprofil. For å undersøke om kombinasjonsfondene og fondsprofilene som gruppe gir forbrukerne verdi for pengene, må det gjøres en gruppering basert på risikoprofil (og som reflekterer forventet avkastning).

Det er i hovedsak to måter å gruppere kombinasjonsfond/fondsprofiler på som benyttes, og derfor vil begge metodene dekkes i undersøkelsen for å vurdere om det finnes noe som kan indikere at forbrukere bør velge kombinasjonsfond/fondsprofil basert på den ene eller andre grupperingsmetoden.

### 4.1. Kategorier

Den mest kjente måten å gruppere kombinasjonsfond/fondsprofiler på er å skille mellom nivå på aggressivitet i fondene, der det går fra «Forsiktig», via «Moderat» til «Aggressiv». Aggressivitetsnivået betegnes av aksjeandel og svingninger. Denne metoden for gruppering benyttes blant annet av Morningstar.

### 4.2. Risikoklasser

Den andre måten å gruppere kombinasjonsfond/fondsprofilene på er i risikoklasser.

Risikoklassene går fra 1 til 7, men hvor alle kombinasjonsfond/fondsprofiler hører hjemme i risikoklassene 2 – 5. Denne metoden blir stadig mer vanlig og er basert på fondenes lovpålagte nøkkelinformasjon. Verdipapirfondenes forening har skrevet en veiledning<sup>3</sup> til nøkkelinformasjon for verdipapirfond, hvor risikoklassifisering forklares.

Kortversjonen er som følger: Alle fond skal ha en risikoindikator som skal baseres på historisk volatilitet (det vil si svingningene eller variasjonene i avkastning), målt ved standardavvik. Dette skal beregnes basert på ukentlige avkastningstall, justert for utbytte, over de siste fem år – altså de siste 260 uker. I tabellen til høyre er risikoklassen gjengitt med tilhørende intervaller for volatilitet. Kilde: VFF.

Risiko-klasse	Volatilitet lik eller større enn	Volatilitet mindre enn
1	0%	0,50%
2	0,50%	2%
3	2%	5%
4	5%	10%
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	

Begge metodene for gruppering av kombinasjonsfond er å finne på [www.finansportalen.no](http://www.finansportalen.no).

## 5. Bygger på Forbrukerrådet sine konklusjoner fra tidligere analyser

Forbrukerrådet gjorde i 2018 to analyser av fond. Den første studien<sup>4</sup> undersøkte hvorvidt aktivt forvaltede aksjefond fra nordiske fondsforvaltere hadde levert avkastning utover markedet som forsvarte fondenes kostnader. Resultatene viste at som gruppe hadde hverken aksjefond som investerer globalt, i Europa eller i Norden gitt positiv differanseavkastning målt over en periode på 20 år. Riktignok fantes det enkelte fond i disse gruppene som hadde gitt gode resultater, uten at Forbrukerrådet kunne avdekke særtrekk blant disse enkeltstående fondene. Konklusjonen ble derfor at investorene var best tjent med å velge passivt forvaltede indeksfond når de skulle velge aksjefond som investerte globalt, i Europa og i Norden.

Den andre studien<sup>5</sup> avdekket hvorvidt det var flaks eller dyktighet som lå bak avkastningsresultatene i den første studien. Kort oppsummert var resultatene at ingen globale aksjefond viste noen evne til å gjenta historisk suksess. Dette fikk Forbrukerrådet til å konkludere at investorer ikke er tjent med å velge aktivt forvaltede globale aksjefond, men at det beste valget er et globalt indeksfond – og aller helst det billigste. For aksjefondene som investerte i Norge, viste Forbrukerrådets undersøkelse at de aksjefondene som var aktivt

<sup>3</sup> Verdipapirfondenes forening – «Veiledning til utforming av Nøkkelinformasjon (KID)»:

<https://vff.no/assets/Veiledning-til-utforming-av-n%C3%B8kkelinformasjon-oppdatert-august-2019.pdf>

<sup>4</sup> «Velge aktive aksjefond eller indeksfond? – 20 års analyse Fondskategoriene Global, Norge, Norden og Europa» (2018): <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/02/velge-aktive-aksjefond-eller-indeksfond-analyse.pdf>

<sup>5</sup> «Analyse av aksjefond – flaks eller dyktighet?» (2018): <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/12/analyse-av-aksjefond-flaks-eller-dyktighet.pdf>

forvaltet, kunne vise til positiv differanseavkastning, og at de aktivt forvaltede aksjefondene hadde prestert bedre enn indeksfondene.

I denne undersøkelsen av kombinasjonsfond/fondsprofiler er det derfor naturlig at disse resultatene legges til grunn, og at undersøkelsen forsøker å avdekke om det finnes noen underliggende forklaringer til kombinasjonsfondenes prestasjoner som kan relateres til om kombinasjonsfondene består av aktivt forvaltede aksjefond (spesielt globalt, Europa og Norden) eller passivt forvaltede indeksfond. Dette vil og bør reflekteres i kombinasjonsfondenes gebyrer.

# KOMBINASJONSFOND

Et kombinasjonsfond består av en kombinasjon av aksjer og renter. Det er et lavterskeltilbud til privatpersoner som hverken ønsker, vil eller har forutsetninger til å forvalte en portefølje av forskjellig aktiva og flere fond. For mange sparere fremstår kombinasjonsfond som et attraktivt investeringsprodukt der all forvaltningsjobben settes bort, og man kan være litt mer avslappet når det stormer på verdens børser.

Det store spørsmålet som Forbrukerrådet ønsket å få undersøkt, er om kombinasjonsfondene som tilbys i det norske personkundemarkedet har gitt forbrukerne verdi for pengene.

## 6. Innledning

Kombinasjonsfond er et svært populært investeringsinstrument for privatpersoner, siden det gjør det svært enkelt å være investor og få deltagelse i avkastningen som er å finne i finansmarkedene. Et kombinasjonsfond består av både aksjer og renter, hvor andelen aksjer er begrenset oppad til 80 prosent.

Å kombinere to (eller flere) aktivaklasser som har lav til negativ korrelasjon, gjør at investor får en vesentlig bedre diversifisert investering hvor bunner og topper kuttes sammenlignet med rene aksjeinvesteringer. Men samtidig gir man som investor bort deler av den høyere forventede langsiktige avkastningen som ligger i aksjer sammenlignet med obligasjoner.

## 7. Kombinasjonsfondenes gebyrer

Forbrukerrådet ønsket å få undersøkt om kombinasjonsfondene som tilbys i det norske personkundemarkedet, gir forbrukerne verdi for pengene. Da må kostnadene for kombinasjonsfondene analyseres.

Som andelseier i et kombinasjonsfond er det naturlig at man betaler forvalteren for jobben med å gjøre taktiske valg mellom aktiva og selektere de underliggende fondene det investeres i. For det er jo nettopp dette som skal være verdien i et kombinasjonsfond. All den tid kombinasjonsfond er et lavterskeltilbud til de investorene som hverken vil eller evner å gjøre jobben med å forvalte sine egne kombinasjonsfond, må jo andelseierne betale for tjenesten de får.

Det er undersøkt hva som burde vært gebyret til hvert enkelt kombinasjonsfond. Det er tatt utgangspunkt i hva gebyrene i gjennomsnitt er for aksjefond, obligasjonsfond og pengemarkedsfond (se TABELL G) og sammenholdt med den historiske vektingen for hvert kombinasjonsfond. Da kan det beregnes hva gebyrene «burde» være. Gebyrene er beregnet på gjennomsnittet for produkt forvaltet av norske kapitalforvaltere, med minsteinnskudd inntil 10 000 kroner.

	Snitt	Avrundet
Aksjefond	1,43%	1,50%
Obligasjonsfond	0,48%	0,50%
Pengemarkedsfond	0,34%	0,35%

Det er en stor andel kombinasjonsfond som har høyere gebyrer enn de burde hatt – faktisk hele 80 prosent. Verst ut kommer kategorien «Moderat» hvor 89 prosent er overpriset.

Kombinasjonsfondenes gebyrer				
	Beregnet gebyr (høy)	«Reelt» gebyr	Merkostnad	Overpriset
Kategori Forsiktig	0,74%	0,81%	+0,07 p.p.	63%
Kategori Moderat	1,00%	1,33%	+0,33 p.p.	89%
Kategori Aggressiv	1,26%	1,40%	+0,14 p.p.	75%

Basert på det beregnede gebyret og avviket til «reelt» gebyr i kombinasjonsfondene, må merkostnaden være gebyret for forvaltningsjobben i selve kombinasjonsfondet. Muligens er det verdt å betale inntil 0,33 prosentpoeng i økt gebyr for at en forvalter gjør jobben med å selektere underliggende fond, forvalte porteføljen og gjøre taktiske valg.

Et interessant aspekt som må kommenteres, er at fondsprofilene (som undersøkes i en egen seksjon) tilbyr andelseierne nøyaktig den samme tjeneste som kombinasjonsfondene. Siden tjenesten er identisk, burde også gebyrene være forholdsvis like. Men så er ikke tilfellet. Som tabellen under viser, er merkostnaden i kombinasjonsfondene i forhold til fondsprofilene svært høy. Og det er jo tross alt identiske produkter med hensyn på forvaltning. Det er nærliggende å kunne konkludere med at kombinasjonsfondene er kraftig overpriset i forhold

Gebyr fondsprofil vs. kombinasjonsfond				
	Fondsprofiler (gjennomsnitt)	Kombinasjonsfond (gjennomsnitt)	Gebyr differanse	Gebyr diff. i prosent
Forsiktig	0,67%	0,81%	+0,14 p.p	21%
Moderat	0,92%	1,33%	+0,41 p.p	45%
Aggressiv	1,05%	1,40%	+0,35 p.p	33%

til fondsprofilene.

Svaret på om det er verdt å betale et høyere gebyr for disse tjenestene, må reflekteres i at kombinasjonsfondene faktisk leverer en verdifull tjeneste med noenlunde kvalitet.



## 7.1. Finanstilsynets merknader til kombinasjonsfondenes gebyrer

I 2016 gjorde Finanstilsynet et tematisyn på kombinasjonsfond<sup>6</sup>, som resulterte i en analyse som inneholdt enkelte forbedringspunkter for kombinasjonsfondene.

I tematisynet ble kombinasjonsfondenes gebyrer analysert. For å sammenligne gebyrene for kombinasjonsfond med forskjellig aksjeandel, beregnet Finanstilsynet hvor stor del av gebyret som tilfalt aksjedelen, basert på forutsetningen at rentedelen hadde en fast kostnad på 0,5 prosent pr. år. Finanstilsynet sin analyse viste at 38 prosent av kombinasjonsfondene har et beregnet gebyr på over to prosent pr. år for aksjeforvaltning – og høyeste beregnede gebyr var hele 3,8 prosent pr. år.

Finanstilsynet konkluderte med at en stor andel av kombinasjonsfondene var priset høyt. De skrev:

*«Mange investorer kan oppnå lavere forvaltningsomkostninger ved å investere separat i rene aksjefond og rentefond. Reallokeringen mellom andelen aksjer og andelen rentebærende verdipapirer i kombinasjonsfond kan berettigge noe høyere kostnader i et kombinasjonsfond enn de som totalt påføres ved å investere direkte i henholdsvis aksje- og rentefond. Dagens honorarnivå synes likevel for mange fond høyt, særlig tatt i betraktning begrenset utnyttelse av allokeringsrammer [...]».*

## 7.2. Oppsummering kombinasjonsfondenes gebyrer

Det virker som andelseiere i kombinasjonsfondene i mindre grad har fått gleden av gebyrreduksjonen som har skjedd i kapitalforvaltning de siste årene (se VEDLEGG I).

Kombinasjonsfondene virker å ha høye gebyrer. Når kombinasjonsfondene sammenlignes med gjennomsnittsprisene for de underliggende aktivklassene, og aktivklassene vektet likt som hvert enkelt kombinasjonsfond, er andelen overprisede kombinasjonsfond på minst 63 prosent. For kategorien «Moderat» er hele 89 prosent av kombinasjonsfondene overpriset.

Sammenlignet mot fondsprofilene (hvor gebyrer omtales i kapittel 15) med samme inndeling i kategorier (Morningstar sin plassering er benyttet), er det tydelig hvor høye gebyrene til kombinasjonsfondene faktisk er. I kategoriene «Moderat» er kombinasjonsfondenes gebyrer hele 0,41 prosentpoeng høyere enn tilsvarende fondsprofiler. I kategorien «Aggressiv» er kombinasjonsfondenes gebyrer 0,35 prosentpoeng høyere enn for tilsvarende fondsprofiler.

Tjenesten for kombinasjonsfond og fondsprofiler er tilnærmet identisk: Forvalterne

---

<sup>6</sup> «Tematisyn kombinasjonsfond» (2016): <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2016/okt-interesse-for-kombinasjonsfond-bor-folges-av-bedret-informasjon-og-storre-oppmerksomhet-om-kostnadsniva/?id=>

investerer i aksjefond, obligasjonsfond og pengemarkedsfond, gjør taktisk allokering basert på markedsutsikter og styrer porteføljen ut fra risikobudsjettet som er tildelt. Da er det merkelig med så store avvik i gebyrene mellom disse to produktgruppene hvor tjenesten andelseierne får, er tilnærmet identiske.

## 8. Kombinasjonsfondenes referanseindekser

For kombinasjonsfond vil naturlig nok referanseindeksene bestå av en kombinasjon av flere forskjellige markedsindekser, både på aksje- og rentesiden. Forvalternes valg av markedsindekser og vektingen mellom dem bør og skal speile hvordan forvalteren over tid skal investere; altså en strategisk vekting. Dette er avgjørende informasjon å presentere både for potensielle kunder – og ikke minst de som tilbyr/selger kombinasjonsfondene – for at man kan ta velbegrunnede og informerte valg. De strategiske vektene vil indikere hvilken avkastning og risiko som kan forventes for investeringen over tid.

Siden undersøkelsen skal avdekke om andelseiere i kombinasjonsfond får verdi for pengene, må kombinasjonsfondene måles mot noe for å avgjøre om resultatene som er produsert, faktisk har gitt andelseierne verdi for pengene – eller sagt på en annen måte, om andelseierne får det de har betalt for.

Derfor er det konstruert unike referanseindekser til hvert enkelt av kombinasjonsfondene som inngår i undersøkelsen. Les mer om hvordan referanseindeksene er konstruert i VEDLEGG III.

Kort oppsummert er det tatt utgangspunkt i de referanseindekser som er oppgitt i Morningstar Direct, og som forvalterne selv har/skal ha rapportert inn til Morningstar, sammenholdt med den oppgitte investeringsstrategien. Imidlertid er alle kombinasjonsfondenes fullstendige historiske allokering analysert, der andelen aksjer, obligasjoner og kontanter er beregnet med gjennomsnittsverdier (basert på avviksanalyse).

Mange kombinasjonsfond har ikke oppgitt referanseindeks, og flere kombinasjonsfond oppgir at de faktisk ikke har referanseindeks. Da er hele historikken til disse kombinasjonsfondene analysert, og referanseindeksene er blitt konstruert ved å bruke «*reverse engineering*».

En liste over alle kombinasjonsfondenes referanseindekser, herunder underliggende markedsindekser og vekting mellom dem, er å finne i TABELL G.

I konstruksjonen av hvert enkelt kombinasjonsfonds unike referanseindeks har tvilen alltid kommet kombinasjonsfondene til gode. Det er altså tatt laveste verdi for de investeringer som

har høyest forventet avkastning (og dermed også høyest forventet risiko), for ikke å gjøre det for vanskelig for kombinasjonsfondene å slå sin egen referanseindeks. Dette spesielt siden referanseindeksene rebalanseres hver måned, og at de underliggende markedsindeksene er kostnadsfrie og ikke har noen form for transaksjonsgebyrer.

Merk at referanseindeksene er statiske med månedlig rebalansering, slik at det er nøyaktig samme vekt mellom de underliggende markedsindeksene hele tiden. Kombinasjonsfondene derimot, kan drifte litt med andelene, og flere kombinasjonsfond har fleksible mandater der forvalteren kan ha til dels store avvik fra referanseindeksen. Det vil medføre at referanseindeksenes representativitet, målt med R-kvadrat og korrelasjon, tidvis kan være lav; sågar kan referanseindeksen vise lav representativitet over hele måleperioden, hvor dette i stor grad skyldes forvalternes utnyttelse av fleksibiliteten i mandatene.

## 8.1. Finanstilsynets merknader til referanseindekser

I sitt Tematilsyn for kombinasjonsfond i 2016, skrev Finanstilsynet:

*«Mange av de norske kombinasjonsfondene benytter Oslo Børs statsobligasjonsindeks som referanseindeks for renteeksponering mot det norske markedet. Kombinasjonsfondenes renteplasseringer er derimot vanligvis i rentepapirer utstedt av finansforetak og industriselskaper, og som innehar både kreditt- og likviditetsrisiko. Oslo Børs statsobligasjonsindeks vil da ikke representere et relevant sammenlikningsgrunnlag ettersom denne indeksen verken har kreditt- eller risiko for manglende likviditet. Det finnes per i dag ikke en renteindeks som dekker kreditlelementet for norske rentepapirer. I den utstrekning fondet benytter en referanseindeks som ikke er relevant, er det Finanstilsynets oppfatning at prospektet, og eventuelt annet markedsføringsmaterieill, må inneholde informasjon om at fondets referanseindeks på rentedelen ikke gjenspeiler risikoen i fondets plasseringer. Det vises blant annet til at prospektet skal inneholde den informasjon som kreves for å kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet og risikoen forbundet ved investering i fondet.»*

## 8.2. Korrigering for manglende kreditt og durasjon i obligasjonsindeksene

Det er godt kjent at de norske obligasjonsindeksene i svært liten grad representerer hvordan norske obligasjonsfond faktisk investerer. Obligasjonsindeksene består utelukkende av norske statsobligasjoner med en fast durasjon (3 måneder, 6 måneder, 12 måneder, 3 år og 5 år).

Obligasjonsfondene investerer stort sett i obligasjoner utstedt av andre enn den norske stat, der de både tar kreditt- og velger annen – og ofte lengre – durasjon enn indeksene representerer. Dermed blir indeksene svært dårlige målestokker. Og siden indeksene har svært lav risiko (ingen kreditt- og likviditetsrisiko), skal det ikke mye til for å slå disse indeksene på

avkastning og risikojustert avkastning.

Disse ikke-representative norske obligasjonsindeksene forklarer i denne undersøkelsen svært mye av hvorfor kombinasjonsfondene har referanseindekser med lav representativitet.

Naturlig nok er det for de kategoriene og risikoklassene med lavest aksjeandel hvor dette slår hardest ut.

I denne undersøkelsen er det forsøkt å korrigere obligasjonsindeksene med et påslag for kreditt og durasjon, men det må erkjennes at det på langt nær fanger opp hverken avkastning, eller risikoen som ligger i kredittmarkedet eller ved lengre durasjon.

For å korrigere for nettopp den mangelen Finanstilsynet peker på, og for å få et mer korrekt bilde av kombinasjonsfondenes prestasjon relativt til sine referanseindekser, konstrueres det i denne analysen en Kredittindeks og en Durasjonsindeks.

Kortversjonen er at det er konstruert en Kredittindeks hvor det er gitt et påslag på 1 prosent pr. år (fordelt geometrisk for året) på statsobligasjonsindeksen med tre års løpetid.

For Durasjonsindeksen er det gitt et påslag på 1,5 prosent pr. år (fordelt geometrisk for året) på statsobligasjonsindeksen med fem års løpetid.

I VEDLEGG II er en beskrivelse av metodene benyttet for å korrigere de norske statsobligasjonsindeksene for manglende kreditteksponering, samt korrigeringer for durasjon utover fem år.

## 9. Kombinasjonsfondenes prestasjon mot egen referanseindeks

For å undersøke om kombinasjonsfondene har gitt andelseierne verdi for pengene, må kombinasjonsfondene måles mot sine respektive referanseindekser. Det er jo nettopp denne referanseindeksen som forvalteren selv har definert som sin målsetting å slå. Dog med unntak av de forvalterne som ikke har angitt en referanseindeks. De er blitt tildelt en referanseindeks ut fra hvordan de historisk har investert. Da kan man undersøke om de har gjort en god jobb eller ei.

Det er totalt 76 kombinasjonsfond som er inkludert i undersøkelsen, hvorav 64 eksisterer i skrivende stund. Fire av disse er imidlertid så unge (under 12 måneders historikk) at de naturlig nok ikke inngår i beregninger av historisk prestasjon. Dog deltar de i undersøkelsen vedrørende gebyrer og allokering. De resterende 22 kombinasjonsfondene er enten avviklet eller fusjonert inn i andre kombinasjonsfond.

Enkelte kombinasjonsfond har lang historikk, men denne undersøkelsen strekker seg kun 20 år og 11 måneder tilbake i tid; start er satt til 1. juni 1998. Det er imidlertid et begrenset utvalg kombinasjonsfond med lang historikk. Dette kan forstyrre resultatene noe, da alle kombinasjonsfondenes resultater er likevektet, uavhengig av levetid, antall kunder og forvaltningskapital. Og alle perioder teller nøyaktig like mye.

Antall og utvikling kombinasjonsfond	
▪ 10 kombinasjonsfond i januar 2001	▪ 40 kombinasjonsfond i april 2011
▪ 20 kombinasjonsfond i juli 2003	▪ 50 kombinasjonsfond i januar 2016
▪ 30 kombinasjonsfond i april 2007	▪ 60 kombinasjonsfond i januar 2019

Når kombinasjonsfondene måles mot sine respektive referanseindekser, kan det undersøkes hvordan de har vært forvaltet ut fra forvalternes egen definerte målsetting.

Alle kombinasjonsfondenes nøkkeltall for relativ prestasjon finnes i TABELL A.

### 9.1. Kombinasjonsfondenes prestasjon på aggregert nivå

Det er totalt 76 kombinasjonsfond som deltar i undersøkelsen. På aggregert nivå ser vi tydelig at kombinasjonsfondene er litt ulike referanseindeksene. Korrelasjon på 0,83 og R-kvadrat ( $R^2$ ) rundt 73 indikerer at kombinasjonsfondene i gjennomsnitt ikke har fullt ut representative referanseindekser. På aggregert nivå kan vi derfor ikke gjør bruk av hverken Beta som mål på risiko, eller Alfa som mål på risikojustert avkastning. Ei heller *Tracking Error* eller *Information Ratio* (IR) gir oss nevneverdig verdifull informasjon.

Siden referanseindeksene i gjennomsnitt på aggregert nivå ikke er representative, kan vi heller ikke få meningsfull informasjon hverken fra *Batting Average* eller *Overall Capture*

GJENNOMSNIITTLIG PRESTASJON KOMBINASJONSFOND vs. EGEN REFERANSEINDEKS												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	76	0,83	44	0,74	-1,30%	1,06	-1,55	3,29	-0,45	73	0,90	-0,56
36mnd	69	0,83	45	1,06	-0,98%	1,08	-1,32	3,46	-0,36	74	0,93	-0,57
60mnd	58	0,83	44	0,87	-1,13%	1,08	-1,46	3,69	-0,37	72	0,91	-0,58

#### *Ratio.*

De eneste datapunktene som kan gi oss noe informasjon om kombinasjonsfondenes aggregerte relative prestasjon, er å se på differanseavkastning og R-A/R (nøkkeltallet som er introdusert i denne undersøkelsen og rapporten for å kunne gjøre en vurdering av om kombinasjonsfondene har gitt andelseierne verdi for pengene). Siden både differanseavkastning og forholdstallet for avkastning i forhold til risiko er kraftig negative, har ikke kombinasjonsfondene på aggregert nivå gitt andelseierne verdi for pengene. De har

ganske enkelt gitt vesentlig lavere relativ avkastning enn de burde, i forhold til risikoen de har tatt.

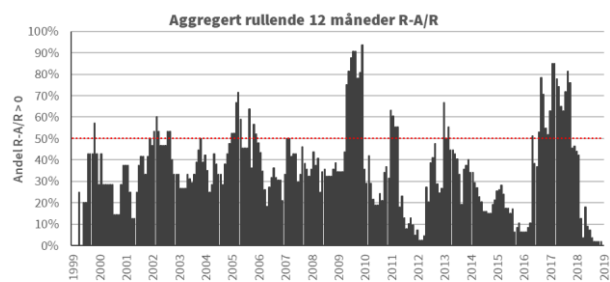
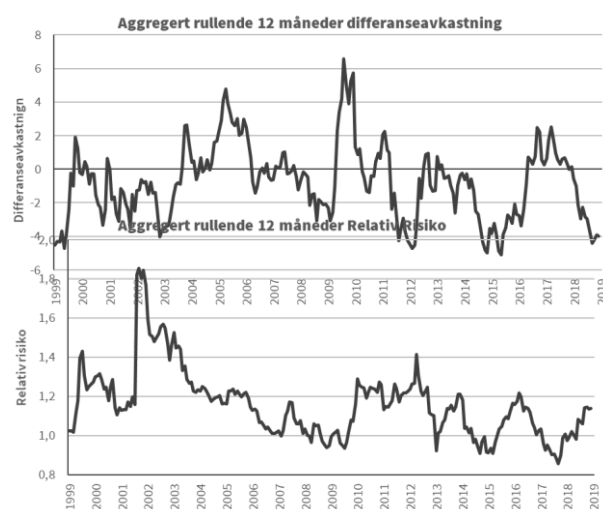
Grafen til høyre viser den historiske utviklingen for differanseavkastning på aggregert nivå, målt over rullende 12 måneders perioder. Av de 240 observasjonene er det kun 35 prosent som er positive.

Grafen til høyre viser den historiske utviklingen for relativ risiko på aggregert nivå, målt over rullende 12 måneders perioder. Av 240 observasjoner har 84 prosent en relativ risiko større enn 1. På aggregert nivå har altså kombinasjonsfondene tatt mer risiko enn sine respektive referanseindekser.

Grafen til høyre viser den historiske utviklingen for risikojustert avkastning (målt med R-A/R) på aggregert nivå, over rullende 12 måneders perioder. I gjennomsnitt er kun 25 prosent av observasjonene positive.

Grafen til høyre viser den historiske utviklingen for andelen kombinasjonsfond med positiv R-A/R, målt over rullende 12 måneders perioder. Den røde linjen tilsvarer en andel på 50 prosent. Av 240 observasjoner har andelen vært over 50 prosent 44 ganger (tilsvarende 18 prosent). I gjennomsnitt har kombinasjonsfondene en positiv R-A/R i kun 36 prosent av observasjonene.

Bryter vi kombinasjonsfondene ned basert på hvor representative de respektive referanseindeksene er, får vi et litt mer oversiktlig bilde – og noe bedre grunnlag til å trekke litt mer velfunderte konklusjoner.



Målt på differanseavkastning har knappe én av tre kombinasjonsfond i gjennomsnitt gitt bedre avkastning enn sine respektive referanseindekser. Av de 46 kombinasjonsfondene som faktisk har en representativ referanseindeks (indikert ved R-kvadrat større enn 75), har gruppen samlet sett levert kraftig negativ risikojustert avkastning (målt med Alfa). Og det er bare 17 prosent av de med representativ referanseindeks som kan vise til gjennomsnittlig positiv Alfa målt over rullende 12 måneders perioder.

GJENNOMSNIITTLIG PRESTASJON KOMBINASJONSFOND vs. EGEN REFERANSEINDEKS															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	76	46	30	76	76	69	41	28	69	69	58	32	26	58	58
Gjennomsnitt	-1,30%	-1,12	-1,60	-0,45	-1,55	-0,98%	-1,10	-1,39	-0,36	-1,32	-1,13%	-1,15	-1,58	-0,37	-1,46
And. positive	24%	17%	27%	12%	17%	28%	15%	25%	7%	19%	28%	19%	19%	7%	17%
And. negative	76%	83%	73%	88%	83%	72%	85%	75%	93%	81%	72%	81%	81%	93%	83%

Av kombinasjonsfondene som ikke har en representativ referanseindeks (indikert ved R-kvadrat mindre enn 75), er raten for R-A/R kraftig negativ. Disse 30 kombinasjonsfondene har altså gitt vesentlig lavere relativ avkastning enn de skulle ha gjort, i forhold til relativ risiko målt mot sine respektive referanseindekser. Det er maksimalt 27 prosent av de 30 kombinasjonsfondene som kan vise til en positiv rate for R-A/R (relativ avkastning i forhold til relativ risiko).

De resterende 30 kombinasjonsfondene hvor R-kvadrat er mindre enn 75, er gjennomsnittlig korrelasjon 0,66 og gjennomsnittlig *Tracking Error* 4,55. Siden Relativ Risk er 1,02, *Batting Average* er 45 og *Overall Capture Ratio* er 0,47 for denne gruppen, er det vanskelig å kunne slå fast om det er aktiv forvaltning eller ikke-representativ referanseindeks som ligger bak resultatene.

Imidlertid er den relative prestasjonen såpass svak, med gjennomsnittlig negativ differanseavkastning og R-A/R rate (dårlig forholdstall mellom relativ avkastning og relativ risiko), at det nesten ikke spiller noen rolle hva som er årsaken. Andelseierne hadde kommet bedre ut av det ved å velge kombinasjonsfondenes passive strategiske allokering enn å la forvalterne ta hånd om pengene ...

På aggregert nivå er det umulig ikke å måtte betegne kombinasjonsfondene som rett og slett dårlige – for ikke å si elendige – sett under ett. Ekstremt få kan vise til akseptable resultater.

## 9.2. Kombinasjonsfondenes prestasjon fordelt på kategorier

Ved å undersøke kombinasjonsfondenes prestasjoner på kategori-nivå, kan det kanskje avdekkes trekk som bedre kan forklare resultatene og gi mer innsikt i om noen

kombinasjonsfond, eller grupper av kombinasjonsfond, har gitt andelseierne verdi for pengene.

Morningstar opererer med tre kategorier for kombinasjonsfond: «Forsiktig», «Moderat» og «Aggressiv». Og følgelig benyttes denne inndeling også her, med kombinasjonsfondene fordelt på kategoriene ut fra Morningstars fordeling.

### 9.2.1. Kategori «Forsiktig»

Det er 16 kombinasjonsfond i kategorien «Forsiktig», og favner kombinasjonsfond med aksjeandel fra tolv til 34 prosent – med et gjennomsnitt på 23 prosent aksjeandel. Med såpass stor spredning ventes det store variasjoner innad kategorier, noe som vil forstyrre resultatene.

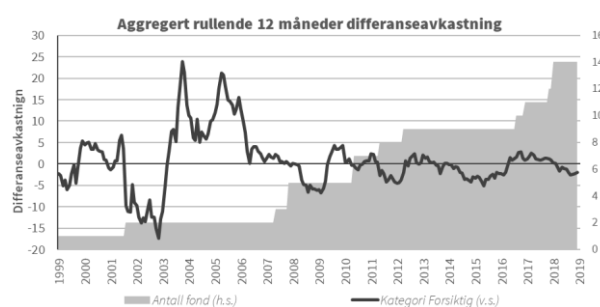
Siden majoriteten av kombinasjonsfondene i denne kategorien har lav aksjeandel, er det resultatene for 12 og 36 måneder som må vektlegges.

Kombinasjonsfond kategori «Forsiktig» vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	14	0,71	47	0,18	-0,72%	1,00	-0,71	2,60	-0,20	58	0,73	0,51
36mnd	11	0,71	49	0,88	-0,34%	1,08	-0,74	2,64	-0,16	58	0,80	0,71
60mnd	9	0,68	47	0,70	-0,61%	1,08	-0,92	2,90	-0,29	53	0,77	0,67

Det var ventet at kombinasjonsfondene i denne kategorien i liten grad ville ha representative referanseindekser. R-kvadrat er på 50-tallet og korrelasjon rundt 0,7. Vi kan dermed hverken bruke Beta som risikomål eller Alfa som mål på risikojustert avkastning. Ei heller *Tracking Error*, *Information Ratio*, *Batting Average* eller *Overall Capture Ratio* gir oss noe verdifull informasjon.

Kategorien har samlet sett gitt negativ differanseavkastning, og sammenholdt med Relativ Risiko, vil naturlig nok R-A/R være kraftig negativ. Kombinasjonsfondene i kategorien «Forsiktig» har ganske enkelt underprestert sine respektive referanseindekser kraftig. Med samme risiko, eller sågar høyere, har de levert dårligere avkastning.

Grafen til høyre viser historisk utvikling for 12 måneders rullende differanseavkastning på aggregert nivå. Det er lagt inn et areal for antall kombinasjonsfond. Som grafen indikerer, vaker kategorien rundt nullpunktet – hvor halvparten av observasjonene er i positivt terreng.



Kun ett eneste kombinasjonsfond i kategorien «Forsiktig» har representativ referanseindeks,



og utgjør dermed et for lite antall til at Alfa bidrar med innsikt.

For lavrisiko investeringsinstrumenter (kombinasjonsfond med lav aksjeandel) er det perioder på 12 og 36 måneder det må fokuseres på, da dette er mest forenlig med en fornuftig og anbefalt sparehorisont.

Kombinasjonsfond kategori «Forsiktig» vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa ( $R^2 > 75$ )	R-A/R ( $R^2 < 75$ )	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa ( $R^2 > 75$ )	R-A/R ( $R^2 < 75$ )	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa ( $R^2 > 75$ )	R-A/R ( $R^2 < 75$ )	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	14	1	13	14	14	11	1	10	11	11	9	0	9	9	9
Gjennomsnitt	-0,72%	0,38	-0,79	-0,20	-0,71	-0,34%	0,04	-0,74	-0,16	-0,68	-0,61%	-	-0,92	-0,29	-0,92
And. positive	36%	100%	31%	21%	36%	45%	100%	30%	18%	27%	33%	-	22%	22%	22%
And. negative	64%	0%	69%	79%	64%	55%	0%	70%	82%	73%	67%	-	78%	78%	78%

Som tabellen over viser, er R-A/R gjennomgående negativ. Men i alle fall har 36 prosent av kombinasjonsfondene i kategorien i gjennomsnitt produsert en positiv R-A/R over perioder på rullende 12 måneder.

Det er kun to av 14 kombinasjonsfond i kategorien «Forsiktig» som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene. Som vil si at for kombinasjonsfondene med ikke-representativ referanseindeks er både gjennomsnittlig R-A/R positiv og gjennomsnittlig *Information Ratio* større enn 0,4. For kombinasjonsfondene med representativ referanseindeks må i tillegg gjennomsnittlig Alfa være positiv.

Resultatene for kombinasjonsfondene i kategorien «Forsiktig» er rett og slett dårlig.

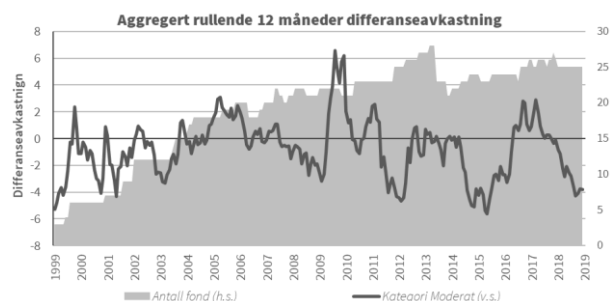
### 9.2.2. Kategori «Moderat»

Kategorien består av 44 kombinasjonsfond med aksjeandel fra 28 til 83 prosent – med et gjennomsnitt på 54 prosent aksjeandel. Det er noen få slengere som forstyrrer litt, men 2. og 3. kvartil fanger aksjeandel fra 41 til 59 prosent.

Kategorien har kraftig negativ aggregert gjennomsnittlig differanseavkastning. Kun i 35 prosent av observasjonene (85 av 240) har kategorien gitt positiv differanseavkastning.

På aggregert nivå har kategorien i gjennomsnitt representative referanseindekser, og dermed

kan det enkelt slås fast at kategorien har gitt negativ risikojustert avkastning (Alfa) til andelseierne. Til tross for at de har tatt noe mindre risiko (Beta).



Siden differanseavkastningen er negativ, så blir også *Information Ratio* (IR) negativ – og i tillegg er aggregert *Tracking Error* høy. Grafen til høyre viser utviklingen for rullende 12 måneders *Information Ratio* på aggregert nivå for kategorien. Målt over alle 240 mulige perioder, uavhengig av antall fond i kategorien, har kun åtte prosent av observasjonene hatt *Information Ratio* over 0,4.



På aggregert nivå har kombinasjonsfondene i kategorien «Moderat» i gjennomsnitt kun evnet å produsere bedre resultater enn sine respektive referanseindekser i 45 prosent av månedene (*Batting Average*), mens de i både 12 og 60 måneder har fått med seg mindre av sine respektive referanseindekser oppgang og samtidig tatt med seg mer av fallet (*Capture Ratio*).

Kombinasjonsfond kategori «Moderat» vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IR p.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	44	0,85	44	0,97	-1,11 %	1,07	-1,14	3,41	-0,46	86	0,93	-0,62
36mnd	41	0,85	45	1,18	-0,84 %	1,08	-1,02	3,59	-0,35	75	0,93	-0,52
60mnd	36	0,85	45	0,91	-0,88 %	1,08	-1,19	3,77	-0,31	75	0,93	-0,49

Med høyere Relativ Risiko enn sine respektive referanseindekser, og negativ differanseavkastning, er det gitt at raten for relativ avkastning i forhold til relativ risiko (R-A/R) blir negativ. Med andre ord elendige resultater!

Borres det litt mer ned i tallene og kombinasjonsfondene undersøkes ut fra om referanseindeksene er representative eller ei, blir resultatene om mulig enda verre.

Med en gjennomsnittlig aksjeandel på rundt 50 prosent, er det 36 og 60 måneder som er en fornuftig investeringshorisont for kombinasjonsfondene i kategorien «Moderat», og det er hovedsakelig resultatene for disse periodene det må fokuseres på.

Kombinasjonsfond kategori «Moderat» vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	44	31	13	44	44	41	27	14	41	41	36	22	14	36	36
Gjennomsnitt	-1,11 %	-1,05	-1,19	-0,46	-1,41	-0,84 %	-1,00	-1,02	-0,35	-1,15	-0,88 %	-0,97	-1,19	-0,31	-1,19
And. positive	27 %	16 %	31 %	14 %	18 %	32 %	15 %	29 %	7 %	22 %	33 %	23 %	21 %	6 %	19 %
And. negative	73 %	84 %	69 %	86 %	82 %	68 %	85 %	71 %	93 %	78 %	67 %	77 %	79 %	94 %	81 %

Over rullende perioder på 12 måneder har omkring tre av fire kombinasjonsfond i kategorien gitt negativ differanseavkastning, mens to av tre har gitt negativ differanseavkastning målt over rullende 36 og 60 måneder. Usedvanlig svake resultater.

Av de med representativ referanseindeks har kun 16 prosent produsert positiv Alfa over rullende 12 måneder, 15 prosent over rullende 36 måneder og 23 prosent over rullende 60 måneder. Det er urovekkende svake resultater.

Av de med ikke-representativ referanseindeks er andelen med positiv risikojustert avkastning målt med R-A/R fordelt med 31 prosent over 12 måneder, 29 prosent over 36 måneder og 21 prosent over 60 måneder. Noe som må betegnes som svært dårlig.

Kun seks prosent (det tilsvarer to av 36) av kombinasjonsfondene med mer enn fem års historikk har evnet å produsere *Information Ratio* over nullpunktet (0,4).

I kategorien «Moderat» er det fem av 44 kombinasjonsfond som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene. Entydig vil si at for kombinasjonsfondene med ikke-representativ referanseindeks er både gjennomsnittlig R-A/R positiv og gjennomsnittlig *Information Ratio* større enn 0,4. For kombinasjonsfondene med representativ referanseindeks må i tillegg gjennomsnittlig Alfa være positiv.

Kategorien «Moderat» er om mulig enda svakere enn «Forsiktig». I alle fall har andelseierne fått enda dårligere differanseavkastning til høyere risiko, som gjør at den risikojusterte avkastningen blir enda svakere.

### 9.2.3. Kategori «Aggressiv»

Det er 18 kombinasjonsfond som inngår i kategorien «Aggressiv», og favner aksjeandel fra 67 til 89 prosent – med et gjennomsnitt på 78 prosent aksjeandel. På aggregert nivå har kategorien R-kvadrat større enn 75, og da viser Alfa (risikojustert avkastning) at andelseierne gjennomgående har fått dårligere avkastning enn de skulle hatt. Dette understøttes av en kraftig negativ rate for relativ avkastning i forhold til relativ risiko (R-A/R) og negativ

Kombinasjonsfond kategori «Aggressiv» vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	18	0,88	42	0,88	-2,23%	1,08	-2,56	3,53	-0,63	80	0,95	-1,23
36mnd	17	0,89	43	0,88	-1,75%	1,10	-2,16	3,66	-0,54	81	0,98	-1,50
60mnd	13	0,88	40	0,85	-2,19%	1,09	-2,56	4,02	-0,60	79	0,96	-1,69

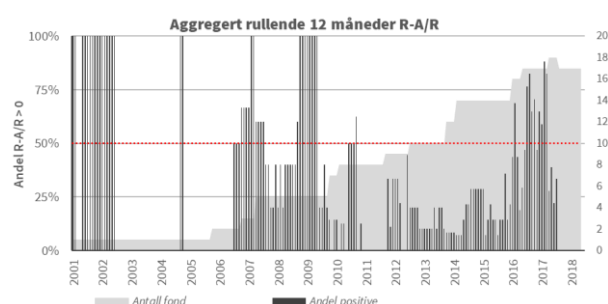
### *Information Ratio.*

Brytes tallene ytterligere ned, er det tydelig at kategorien «Aggressiv» i forsvinnende liten grad har gitt andelseierne verdi for pengene. Med en gjennomsnittlig aksjeandel på 78 prosent, er det tidsperioden 60 måneder det må fokuseres på for kombinasjonsfondene i kategorien «Aggressiv».

Kombinasjonsfond kategori «Aggressiv» vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	18	14	4	18	18	17	13	4	17	17	13	10	3	13	13
Gjennomsnitt	-2,23%	-1,37	-5,57	-0,63	-2,56	-1,75%	-1,41	-4,33	-0,54	-2,16	-2,19%	-1,54	-5,37	-0,60	-2,56
And. positive	6%	14%	0%	0%	0%	6%	8%	0%	0%	6%	8%	10%	0%	0%	8%
And. negative	94%	86%	100%	100%	100%	94%	92%	100%	100%	94%	92%	90%	100%	100%	92%

Nær ni av ti kombinasjonsfond i denne kategorien har gitt svake resultater. Det er rett og slett vanskelig å finne noe positivt å trekke frem. Andelseierne har i stort monn tapt på forvaltningen. Svært få kombinasjonsfond i denne kategorien kan forsvare sine resultater.

Grafen til høyre viser den historiske utviklingen i andelen kombinasjonsfond i kategorien som kan vise til positiv R-A/R over rullende 12 måneder. Gjennomsnittet er 30 prosent. Og kun i 22 prosent av tilfellene har andelen vært over 50 prosent. Kun ett eneste aggressivt kombinasjonsfond har hatt minst halvparten av observasjonene med positiv R-A/R.



I kategorien «Aggressiv» er det ingen av de 18 kombinasjonsfondene som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene.

Det er ganske enkelt elendige resultater for kategorien «Aggressiv».

9.2.4. Oppsummering kombinasjonsfondenes relative prestasjon fordelt på kategorier  
På kategori-nivå har resultatene gått fra dårlig i kategorien «Forsiktig», til svært dårlig for kategorien «Moderat» til elendig for kategorien «Aggressiv».

Andelseierne i kombinasjonsfondene som inngår i denne undersøkelsen, har på kategori-nivå fått svært dårlige relative resultater. Det er overraskende at tilbyderne av disse produktene utsetter sitt eget merkenavn og omdømme med så usedvanlig dårlige produkter i sitt utvalg.

### 9.3. Kombinasjonsfondenes prestasjon fordelt på risikoklasser

Basert på resultatene fra kategoriene, er det vanskelig å tenke seg at det vil bli stor oppblomstring av gode resultater når kombinasjonsfondenes relative prestasjoner undersøkes ut fra risikoklasser. Men muligens blir det en bedre og mer korrekt fordeling av fondene, som kan gi et bedre inntrykk.

### 9.3.1. Risikoklasse 2

Med kun tre kombinasjonsfond i risikoklasse 2, er det gitt at det er umulig å trekke noen valide konklusjoner, da antallet er og blir for lite. Aksjeandelene er 12–14 prosent. Med ualmennelig lav R-kvadrat, er det kun differanseavkastning og R-A/R som vil gi interessant informasjon. Og med en svært lav aksjeandel er det bare perioder på 12 måneder det bør

Kombinasjonsfond risikoklasse 2 vs. egen referanseindeks													
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa	
	12mnd	3	0,21	49	-10,70	-0,38%	0,95	-0,20	4,85	-0,08	18	0,36	1,79
	36mnd	3	0,22	49	2,66	0,03%	0,87	0,55	4,70	-0,08	12	0,30	1,99
	60mnd	3	0,23	50	-0,34	0,09%	0,86	0,63	4,58	-0,08	10	0,28	2,08

fokuseres på.

Med en sjelden lav R-kvadrat og korrelasjon, har fondene i risikoklasse 2 definitivt ikke-representative referanseindekser; det finnes nesten ingen sammenheng mellom referanseindeksenenes prestasjoner og kombinasjonsfondenes. Da blir resultatene selv på differanseavkastning beheftet med veldig høy usikkerhet.

Det er ikke mulig å bruke data for risikoklasse 2 til å gi noe innsikt. Det er for få deltagere og kombinasjonsfondene er ekstremt ulike referanseindeksene.

Når det er sagt, så har jo to av tre kombinasjonsfond gitt både positiv differanseavkastning og

Kombinasjonsfond risikoklasse 2 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	3	0	3	3	3	3	0	3	3	3	3	0	3	3	3
Gjennomsnitt	-0,38%	-	-0,20	-0,08	-0,20	0,03%	-	0,55	-0,08	0,55	0,09%	-	0,63	-0,08	0,63
And. positive	67%	-	67%	0%	67%	67%	-	67%	0%	67%	67%	-	67%	0%	67%
And. negative	33%	-	33%	100%	33%	33%	-	33%	100%	33%	33%	-	33%	100%	33%

positiv risikojustert avkastning målt med R-A/R.

### 9.3.2. Risikoklasse 3

Det er 19 kombinasjonsfond som inngår i risikoklassen, og favner aksjeandel fra 14 til 49 prosent – med et gjennomsnitt på 28 prosent. Med såpass stor spredning ventes det store variasjoner innad i klassen, noe som vil forstyrre resultatene. På aggregert nivå har ikke risikoklasse 3 representative referanseindekser, forklart av lav R-kvadrat mindre enn 75. Følgelig kan vi ikke benytte Beta som mål på risiko eller Alfa som mål på risikojustert avkastning. Heller ikke *Information Ratio* vil gi oss spesielt verdifull informasjon.

Kombinasjonsfond risikoklasse 3 vs. egen referanseindeks													
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa	
	12mnd	19	0,81	44	2,00	-0,89%	0,99	-0,84	2,45	-0,43	68	0,81	-0,49
	36mnd	16	0,82	45	0,76	-0,56%	1,05	-0,77	2,57	-0,31	70	0,88	-0,23
	60mnd	12	0,82	44	0,91	-0,83%	1,04	-1,00	2,46	-0,35	68	0,87	-0,28

Relativ Risiko indikerer omtrent samme standardavvik som referanseindeksen, men når differanseavkastningen er negativ, blir risikojustert avkastning negativ.

Kombinasjonsfond risikoklasse 3 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	19	6	13	19	19	16	5	11	16	16	12	2	10	12	12
Gjennomsnitt	-0,89%	-0,64	-0,76	-0,43	-0,84	-0,56%	-0,68	-0,72	-0,72	-0,77	-0,83%	-0,99	-0,94	-0,35	-1,00
And. positive	26%	33%	23%	21%	21%	38%	20%	27%	27%	19%	25%	0%	10%	17%	8%
And. negative	74%	67%	77%	79%	79%	62%	80%	73%	73%	81%	75%	100%	90%	83%	92%

Med en gjennomsnittlig aksjeandel på 28 prosent, er det perioder på 12 og 36 måneder det bør fokuseres på. Og da skårer risikoklasse 3 generelt svakt. Selv om 33 prosent av kombinasjonsfondene med representativ referanseindeks kan vise til positiv gjennomsnittlig Alfa målt over rullende 12 måneder, faller andelen til 20 prosent målt over rullende 36 måneder.

### 9.3.3. Risikoklasse 4

Det er 42 kombinasjonsfond som inngår i risikoklassen, og favner aksjeandel fra 12 til 86 prosent – med et gjennomsnitt på 60 prosent. Med denne spredningen blir det veldig store variasjoner innad i klassen, som vil forstyrre resultatene.

På aggregert nivå har risikoklasse 4 en R-kvadrat større enn 75, og da viser Alfa (risikojustert avkastning) at andelseierne gjennomgående har fått dårligere avkastning enn de skulle hatt. Dette understøttes av negativ rate for relativ avkastning i forhold til relativ risiko (R-A/R) og negativ *Information Ratio*.

Kombinasjonsfond risikoklasse 4 vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	42	0,87	44	1,08	-1,28%	1,09	-1,62	3,48	-0,44	78	0,95	-0,47
36mnd	39	0,87	45	1,22	-1,11%	1,10	-1,50	3,67	-0,40	78	0,97	-0,63
60mnd	34	0,86	44	0,93	-1,25%	1,10	-1,67	4,01	-0,40	77	0,96	-0,70

Det er perioder på 36 til 60 måneder det må fokuseres på for kombinasjonsfondene i risikoklasse 4, da gjennomsnittlig aksjeandel er 60 prosent.

Av kombinasjonsfondene med representativ referanseindeks, har maksimalt 17 prosent evnet å produsere positive gjennomsnittlig risikojustert avkastning (Alfa). Av de med ikke-representativ referanseindeks har maksimalt 27 prosent produsert positiv gjennomsnittlig risikojustert avkastning (R-A/R). Samlet sett for alle kombinasjonsfondene er det kun 15 prosent som har klart å ha en gjennomsnittlig positiv R-A/R.

Kombinasjonsfond risikoklasse 4 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	42	31	11	42	42	39	28	11	39	39	34	23	11	34	34
Gjennomsnitt	-1,28%	-1,03	-1,96	-0,44	-1,62	-1,11%	-1,13	-1,79	-0,40	-1,50	-1,25%	-1,14	-2,18	-0,40	-1,67
And. positive	24%	13%	27%	12%	14%	23%	14%	18%	5%	15%	26%	17%	18%	6%	15%
And. negative	76%	87%	73%	88%	86%	77%	86%	82%	95%	85%	74%	83%	82%	94%	85%

Også *Information Ratio* understøtter at kombinasjonsfondene i risikoklasse 4 i svært liten grad har gitt andelseierne verdi for pengene. Og det er kun ett av fire kombinasjonsfond som har en positiv gjennomsnittlig differanseavkastning.

#### 9.3.4. Risikoklasse 5

Det er 12 kombinasjonsfond som inngår i risikoklassen, og favner aksjeandel fra 49 til 86 prosent – med et gjennomsnitt på 76 prosent. Nok en gang er spredningen stor innad i klassen, som vil forstyrre resultatene. Det er perioder på 60 måneder det må fokuseres på for kombinasjonsfond med en gjennomsnittlig aksjeandel på 76 prosent.

Kombinasjonsfond risikoklasse 5 vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Battng Av.	Capture Ratio	Diff. avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IR p.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	12	0,87	42	0,39	-2,26%	1,13	-2,79	3,53	-0,61	79	0,99	-1,53
36mnd	11	0,90	44	0,87	-1,45%	1,14	-1,99	3,66	-0,40	82	1,01	-1,53
60mnd	9	0,90	44	0,89	-1,46%	1,12	-1,95	3,81	-0,37	82	1,00	-1,41

På aggregert nivå har risikoklasse 5 en R-kvadrat større enn 75, og da viser Alfa (risikojustert avkastning) at andelseierne gjennomgående har fått veldig mye dårligere avkastning enn de skulle hatt. Dette understøttes av en kraftig negativ rate for relativ avkastning i forhold til relativ risiko (R-A/R) og svært negativ *Information Ratio*.

Gås det litt mer i dybden, viser resultatene at med R-A/R som mål på risikojustert avkastning, har samlet sett i underkant av ett av fire kombinasjonsfond et gjennomsnittlig positiv forholdstall. Mens av kombinasjonsfondene med representativ referanseindeks, har 29 prosent av dem hatt gjennomsnittlig positiv Alfa målt over rullende 60 måneder.

Kombinasjonsfond risikoklasse 5 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	12	9	3	12	12	11	8	3	11	11	9	7	2	9	9
Gjennomsnitt	-2,26%	-1,74	-5,32	-0,61	-2,79	-1,45%	-1,27	-4,33	-0,40	-1,99	-1,46%	-1,22	-4,81	-0,37	-1,95
And. positive	8%	22%	0%	0%	8%	18%	13%	0%	0%	18%	22%	29%	0%	0%	22%
And. negative	92%	78%	100%	100%	92%	82%	87%	100%	100%	82%	78%	71%	100%	100%	78%

Det er et veldig høyt antall kombinasjonsfond i risikoklasse 5 som underpresterer sine respektive referanseindekser. Men sammenlignet med kategorien «Aggressiv» er tallene noe mindre dystre. Dog må det sies at det finnes svært få kombinasjonsfond som har gitt verdi for

pengene i risikoklasse 5.

9.3.5. Oppsummering kombinasjonsfondenes relative prestasjon fordelt på risikoklasser  
De relative resultatene for kombinasjonsfondene ble naturlig nok ikke bedre av å bruke risikoklasser kontra kategorier.

Imidlertid bidrar risikoklassen kanskje til å opplyse prestasjonen litt mer, da risikoklassene ser ut til å favne mer like kombinasjonsfond enn hva som er tilfellet med kategoriene.

Selv om risikoklasse 2 (hvor kombinasjonsfondene med lavest svingninger havner) kan fremstå med delvis gode resultater på aggregert nivå, er det med kun tre deltagende fond rett og slett et for lavt antall til å kunne trekke noen meningsfulle konklusjoner.

Det er en tydelig fallende trend i risikoklassene, der risikoklasse 3 kan vise til minst verst resultater, risikoklasse 4 enda svakere, mens risikoklasse 5 har de verste resultatene.

## 10. Kombinasjonsfondenes persistens

Når det allerede er avdekket at det kun er ytterst få av fondsprofilene som kan vise til positive nøkkeltall for relativ prestasjon i forhold til sin egen referanseindeks, er det ventet at persistensen (et mål på evnen til å gjenta suksess) til fondsprofilene vil være forholdsvis lav.

Siden den store majoriteten av fondsprofiler har gjort det relativt sett forholdsvis svakt, kan det imidlertid være interessant å se om det er slik at dårlige fondsprofiler forblir dårlige. For uavhengige ikke-overlappende perioder på tre år, er den siste observasjonen er satt til 30. april 2019, som gir følgende tidsperioder benyttet i undersøkelsen:

▪ 01.05.1998 – 30.04.2001	▪ 01.05.2001 – 30.04.2004
▪ 01.05.2004 – 30.04.2007	▪ 01.05.2007 – 30.04.2010
▪ 01.05.2010 – 30.04.2013	▪ 01.05.2013 – 30.04.2016
▪ 01.05.2016 – 30.04.2019	

For uavhengige ikke-overlappende perioder på fem år, er den siste observasjonen er satt til

▪ 01.05.1999 – 30.04.2004	▪ 01.05.2004 – 30.04.2009
▪ 01.05.2009 – 30.04.2014	▪ 01.05.2014 – 30.04.2019

30. april 2019, som gir følgende tidsperioder benyttet i undersøkelsen:



Kombinasjonsfondene er målt på følgende nøkkeltall for å undersøke om det er persistens:

▪ Differanseavkastning	▪ R-A/R (når $R^2 < 75$ )
▪ Alfa (når $R^2 > 75$ )	▪ R-A/R

Det testes om hvorvidt et positivt/negativt utfall i én periode, følges opp med et positivt/negativt utfall i neste periode, og så videre. For å ha persistente resultater, må derfor samtlige perioder hvor kombinasjonsfondet deltar ha samme utfall. Det kan være enten positivt eller negativt.

Kombinasjonsfondenes persistens målt mot egen referanseindeks																		
	Antall deltagere	36 måneder								60 måneder								
		Differanseavkastning		Alfa ( $R^2 > 75$ )		R-A/R ( $R^2 < 75$ )		R-A/R samlet		Differanseavkastning		Alfa ( $R^2 > 75$ )		R-A/R ( $R^2 < 75$ )		R-A/R samlet		
		Pos.	Neg.	Pos.	Neg.	Pos.	Neg.	Pos.	Neg.	Pos.	Neg.	Pos.	Neg.	Pos.	Neg.	Pos.	Neg.	
Forsiktig	9	11%	56%	0%	0%	0%	50%	0%	67%	5	20%	60%	100%	0%	0%	0%	0%	40%
Moderat	29	10%	41%	0%	28%	20%	0%	10%	41%	14	14%	36%	11%	56%	20%	20%	7%	50%
Aggressiv	10	0%	60%	0%	60%	0%	100%	0%	80%	5	0%	80%	0%	100%	-	-	0%	80%
TOTALT	48	10%	75%	0%	29%	11%	22%	6%	54%	24	13%	50%	13%	67%	13%	13%	4%	54%

Som tabellen over viser, er det svært liten positiv persistens i resultatene. Andelen med 100 prosent persistens for 60 måneder Alfa skyldes at det kun er ett deltagende kombinasjonsfond i kategorien, som krever representativ referanseindeks (R-kvadrat større enn 75).

Det er en urovekken høy andel av kombinasjonsfondene som har negativ persistens; altså at når de har gjort det dårlig i én periode, følges det opp også med dårlige resultat i neste uavhengige måleperioder.

Ut fra undersøkelsen av persistens kan det konkluderes med at en usedvanlig stor andel av de svake kombinasjonsfondene forblir svake. Mens en forsvinnende liten andel av de som har produsert gode resultater, fortsetter å produsere gode resultater.

## 11. Reflekteres kombinasjonsfondenes gebyrer i kvalitet?

Erfaring til de fleste av oss er at kvalitet koster, og at man som oftest både får og opplever store forskjeller mellom lav og høy kvalitet. Det være seg hoteller, klær og restauranter – for å nevne noen eksempler. Som med det meste annet koster høy kvalitet som oftest mer enn lav kvalitet. Når et produkt eller en tjeneste koster mer enn andre tilsvarende produkter/tjenester, ligger det en forventning om at det er kvalitetsforskjell.

I investerings- og spareverdenen er gebyrer en særdeles viktig faktor å hensynta når man skal investere – og når man skal velge investeringsinstrument. Det er jo et mer eller mindre gitt forhold mellom forventet avkastning og risiko i finansmarkedene, og de investorer/forvaltere

som skal gi høyere avkastning og/eller lavere risiko, må på en eller annen måte være flinkere enn konkurrentene – eller gjøre noe som er annerledes enn konkurrentene.

Når det gjelder kombinasjonsfond, er dette investeringsprodukt bestående av en homogen gruppe fond – alle er mer eller mindre lik hverandre i form og fasong. Derfor må det undersøkes om kombinasjonsfond som har gebyrer høyere enn tilsvarende og konkurrerende kombinasjonsfond – og sågar høyere enn gebyrene burde være – forventes å gjenspeiles i høyere kvalitet.

Kvalitet reflekteres i kombinasjonsfondenes avkastningsresultater, og da gjennom differanseavkastning og risikjustert avkastning.

Alle kombinasjonsfondenes skår for gebyr og kvalitet finnes i TABELL C.

### 11.1. Klassifisering av gebyrer

For hvert kombinasjonsfond er det beregnet hva gebyret «burde» være, gitt den gjennomsnittlige andelen aksjer og obligasjoner, hvor metode for beregning og grunnlaget er redegjort for i kapittel 15.

#### 11.1.1. Relativt gebyr

Det er det beregnede gebyret det tas utgangspunkt i. Siden kombinasjonsfondene er fordelt på kategorier, beregnes den billigste og dyreste tredjedelen av kombinasjonsfondene innen kategorien.

Det opereres med gebyrskalaen «Billig», «Medium» og «Dyrt». Et kombinasjonsfond som er «Billig» er da i den billigste tredjedelen av kombinasjonsfondene som inngår i kategorien.

Da blir matrisen forholdsvis oversiktlig, med mer eller mindre en tredjedel av kombinasjonsfondene i hvert gebyrintervall. Men all den tid

Kombinasjonsfond fordeling gebyr			
	Billig	Medium	Dyrt
Gjennomsnitt	34%	32%	34%

kategoriene har stor spredning mellom

aksjeandel, blir flere av kombinasjonsfondene klassifisert på feilaktig grunnlag. Dermed vil en slik tilnærming gi resultater som er forskjøvet i favør av de kombinasjonsfondene med lavest aksjeandel.

#### 11.1.2. Absolutt gebyr

Siden gebyr er en absolutt størrelse, er det mer naturlig at det er på individuelt nivå kombinasjonsfondene gis en gebyr-skår. Ut fra det beregnede gebyret kreves det at kombinasjonsfondet er minst 5 basispunkter billigere enn det «burde» være, og da blir det klassifisert som «Billig». Er kombinasjonsfondet 5 basispunkter dyrere enn det burde være,

klassifiseres det som «Dyrt». Og er kombinasjonsfondet innenfor intervallet på +/- 5 basispunkter, klassifiseres det som «Medium» på gebyr.

Da sitter vi igjen med en matrise hvor kombinasjonsfondenes gebyrer utelukkende er målt mot hva de «burde» være, med et intervall på +/- 5 basispunkter for å få med kategorien «Medium». Med en slik absolutt tilnærming, kan det muligens skapes noe tydeligere resultater.

Kombinasjonsfond fordeling gebyr			
	Billig	Medium	Dyrt
Gjennomsnitt	12%	7%	82%

## 11.2. Kategorisering av kvalitet

I undersøkelsen er kombinasjonsfondenes gebyrer vurdert og målt opp mot kvalitet. Kvalitet reflekteres i kombinasjonsfondenes resultater.

Det testes først utelukkende på kombinasjonsfondenes differanseavkastning. Men siden majoriteten av kombinasjonsfondene ikke har evnet å produsere positiv differanseavkastning, er det gitt at denne testen i liten grad vil gi andre resultater enn at majoriteten av kombinasjonsfondene er av lav kvalitet.

For å kunne definere kvalitet litt bredere, er det valgt å benytte to tester, hver bestående av to parameter. Årsaken til at det er valgt to ulike tester, er at det er svært mange kombinasjonsfond som ikke har representativ referanseindeks, og det er ønskelig å teste kvalitetsmålet på en identisk måte for å beregne risikojustert avkastning – og det må da bli R-A/R.

Men samtidig ønskes det å teste de kombinasjonsfondene med representativ referanseindeks på kvalitetsmål for Alfa, mens de resterende testes mot R-A/R.

Ved å operere med tre tester, dog forholdsvis like, kan testene fungere som korrektiv til hverandre.

### 11.2.1. Differanseavkastning

Som tidligere anført i denne rapporten, har undersøkelsen av kombinasjonsfondene avdekket at kun 28 prosent av kombinasjonsfondene kan vise til positiv differanseavkastning. Det er overraskende svakt på gruppenivå, og vil naturlig nok få implikasjoner for beregning av kvalitet. Det sier seg selv at det blir for snevre resultater kun å operere med differanseavkastning som parameter for kombinasjonsfondene, men testen gjennomføres like fullt.

Undersøkes kombinasjonsfondenes kvalitet utelukkende basert på differanseavkastning i forhold til sine respektive referanseindekser, kan det settes noen kriterier til kvaliteten på differanseavkastningen. Det opereres med kvalitetsskalaen «Lav», «Medium» og «Høy».

«Høy» kvalitet på differanseavkastning betyr at kombinasjonsfondet har gitt gjennomsnittlig positiv differanseavkastning i samtlige av de rullende periodene hvor det deltar.

«Lav» kvalitet betyr at kombinasjonsfondet utelukkende har gitt negativ differanseavkastning.

«Medium» kvalitet betyr at kombinasjonsfondet har både levert gjennomsnittlig positiv og negativ differanseavkastning i en eller flere av de rullende måleperiodene.

Ikke overraskende står man igjen med en matrise som viser at 74 prosent av kombinasjonsfondene er av «Lav» kvalitet. Det

Fordeling kvalitet Differanseavkastning			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	22%	4%	74%

stemmer godt med resultatene som er presentert så langt. Men med kun én parameter for kvalitet, blir resultatene ensidige og lite troverdige.

### 11.2.2. Rate for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R)

Denne testen ser utelukkende på samtlige kombinasjonsfonds rate for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R) i forhold til sine respektive referanseindekser, målt som gjennomsnitt over rullende 12, 36 og 60 måneder. Det kreves kun deltagelse i 12 måneders-perioden for å bli tildelt en kvalitetskår.

«Høy» kvalitet skal reflekteres i positiv gjennomsnittlig R-A/R i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

«Medium» kvalitet skal gjenspeiles i at R-A/R har variert mellom å være positiv og negativ.

«Lav» kvalitet reflekteres i negativ R-A /R i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

Ved å vurdere kombinasjonsfondenes risikojusterte avkastning (målt ved R-A/R), kan vi få et bedre bilde over den historiske prestasjonen.

Nok en gang viser resultatene at den store majoriteten av kombinasjonsfondene er av lav kvalitet.

Fordeling kvalitet R-A/R			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	13%	9%	78%

Også denne testen blir for ensidig, og resultatene blir litt lite troverdige.

### 11.2.3. Alfa eller R-A/R

Denne testen ser på de kombinasjonsfondene som har representativ referanseindeks (det vil

si R-kvadrat større enn 75), hvor Alfa kan brukes som måltall for risikojustert avkastning. For de resterende (R-kvadrat er mindre enn 75) benyttes raten for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R). Alt er målt som gjennomsnitt over rullende 12, 36 og 60 måneder. Som tidligere kreves det kun deltagelse i 12-månedersperioden for å bli tildelt en kvalitetskår.

«Høy» kvalitet skal reflekteres i positiv gjennomsnittlig Alfa eller R-A/R i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

«Medium» kvalitet gjenspeiles i at Alfa eller R-A/R har variert mellom å være positiv og negativ.

«Lav» kvalitet reflekteres i at Alfa eller R-A /R har vært negativ i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

Ved å benytte Alfa som mål for risikojustert avkastning for kombinasjonsfond med R-kvadrat større enn 75, mens R-A/R benyttes for de resterende, kan bildet bli noe klarere.

Resultatet ble noe bedre når Alfa ble brukt som måltall for risikojustert avkastning for de kombinasjonsfondene med representativ referanseindeks. Men fortsatt er det altså 72 prosent av kombinasjonsfondene av lav kvalitet.

Fordeling kvalitet Alfa el. R-A/R			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	14%	13%	72%

Denne testen er noe mer robust, men fortsatt testes bare den risikojusterte avkastning – som tross alt er viktigst.

#### 11.2.4. Differanseavkastning og R-A/R

Denne testen ser på samtlige kombinasjonsfonds rate for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R) og kombinasjonsfondenes gjennomsnittlige differanseavkastning – begge i forhold til kombinasjonsfondene sine respektive referanseindekser. Begge er målt som gjennomsnitt over rullende 12, 36 og 60 måneder. Det kreves kun deltagelse i 12-månedersperioden for å bli tildelt en kvalitetskår.

Ved å kombinere differanseavkastning i sammenheng med risikojustert avkastning (målt ved R-A/R), kan vi få et bedre bilde over den historiske prestasjonen; viktigst er det at vi oppnår en bedre spredning på kvalitetsintervallene, slik at det er mulig faktisk å sammenligne historisk prestasjon med historisk gebyr.

«Høy» kvalitet skal reflekteres i både positiv gjennomsnittlig differanseavkastning og positiv gjennomsnittlig R-A/R i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

«Medium» kvalitet skal gjenspeiles i enten positiv differanseavkastning eller positive R-A/R

(den ene kan være negativ så lenge den andre er positiv). For kombinasjonsfond som har mer enn tre års historikk, er det tillatt med én negativ periode for fortsatt å være ansett som «Medium».

«Lav» kvalitet reflekteres i at hverken differanseavkastning eller R-A /R har vært positiv i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

71 prosent av kombinasjonsfondene viser seg å være av lav kvalitet. Imidlertid fikk gruppen av medium kvalitet en betydelig økning. Men

Fordeling kvalitet R-A/R & diff.avk.			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	11%	18%	71%

fortsatt er det kun elleve prosent av kombinasjonsfondene som er av høy kvalitet.

#### 11.2.5. Differanseavkastning og Alfa eller R-A/R

Denne testen ser på de kombinasjonsfondene som har representativ referanseindeks (det vil si R-kvadrat større enn 75), hvor Alfa kan brukes som måltall for risikojustert avkastning. For de resterende (R-kvadrat er mindre enn 75) benyttes raten for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R). Begge måltallene sammenholdes med kombinasjonsfondenes gjennomsnittlige differanseavkastning. Alt er målt som gjennomsnitt over rullende 12, 36 og 60 måneder. Som tidligere, kreves det kun deltagelse i 12-månedersperioden for å bli tildelt en kvalitetskår.

«Høy» kvalitet skal reflekteres i både positiv gjennomsnittlig differanseavkastning og positiv gjennomsnittlig Alfa eller R-A/R i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

«Medium» kvalitet skal gjenspeiles i enten positiv differanseavkastning eller positiv Alfa eller R-A/R (den ene kan være negativ så lenge den andre er positiv). For kombinasjonsfond med mer enn tre års historikk, er det tillatt med én negativ periode for fortsatt å være ansett som «Medium».

«Lav» kvalitet reflekteres i at hverken differanseavkastning eller Alfa eller R-A /R har vært positiv i alle perioder kombinasjonsfondet deltar.

Ved å benytte Alfa som mål for risikojustert avkastning for kombinasjonsfond med R-kvadrat større enn 75, mens R-A/R benyttes for de resterende, og sammenholde den skåren med kombinasjonsfondenes differanseavkastning, blir bildet enda klarere med fordeling på kvalitetsintervallene. Noe som gjør at konklusjonene som trekkes blir enda mer robuste.

Etter at kvalitet er testet via flere parametere er det ganske enkelt å slå fast at to av tre kombinasjonsfond er av lav kvalitet. Kun tolv

Fordeling kvalitet diff.avk. & Alfa el. R-A/R			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	12%	21%	67%

prosent av er høy kvalitet.

### 11.3. Resultater sammenheng gebyrer og kvalitet

Majoriteten av kombinasjonsfondene er allerede plassert i boksen med «Lav» kvalitet.

Samtidig som majoriteten av kombinasjonsfondene havner i boksen «Dyrt». Det er et dårlig utgangspunkt, og betyr at det vil være overrepresentasjon av kombinasjonsfond med «Lav» kvalitet som er «Dyre».

#### 11.3.1. Sammenheng gebyr og kvalitet differanseavkastning

Det er den absolutte gebyr-tilnærmingen som benyttes for å skåre kombinasjonsfondenes gebyrer.

Når kombinasjonsfondene fordeles ut fra kvalitet, der hvert kvalitetsintervall summeres til 100 prosent (vertikal summering), ser vi at «Dyrt» er overrepresentert, men er mer eller mindre lik både i «Høy» og «Lav» kvalitet.

	Høy	Medium	Lav
Billig	6%	0%	14%
Medium	12%	0%	5%
Dyrt	80%	100%	81%

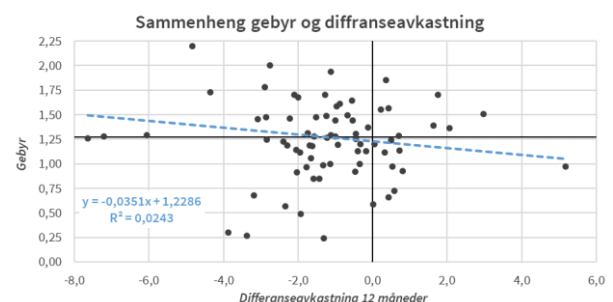
Snur vi på det og vurderer kombinasjonsfondene med utgangspunkt i gebyrene, der hvert gebyrintervall summeres til 100 prosent (horisontal summering), ser vi at «Lav» kvalitet skiller seg ut med en kraftig overvekt.

	Høy	Medium	Lav
Billig	11%	0%	89%
Medium	40%	0%	60%
Dyrt	22%	5%	73%

Fordeles kombinasjonsfondene i matrisen basert på andel av hele universet, der summen av 3x3-matrisen blir 100 prosent, er overvekten (59 prosent) i kategorien «Lav» kvalitet og «Dyrt». Akkurat som forventet.

	Høy	Medium	Lav
Billig	1%	0%	11%
Medium	3%	0%	4%
Dyrt	18%	4%	59%

I kryssdiagrammet til høyre ser vi at regresjonslinjen har en negativ helning, noe som indikerer en negativ sammenheng mellom gebyr og gjennomsnittlig differanseavkastning målt over rullende 12 måneder. Men regresjonslinjen viser at R-kvadrat er tilnærmet lik null, som betyr at det ganske enkelt ikke finnes noen sammenheng. Bildet er tilnærmet identisk for gjennomsnittlig differanseavkastning målt over rullende 36 og 60 måneder, der R-kvadrat er



0,00 i begge tilfeller.

### 11.3.2. Sammenheng gebyr og kvalitet differanseavkastning og R-A/R

Igjen benyttes den absolutte gebyr-tilnærmingen for å skåre kombinasjonsfondenes gebyrer. Disse sammenholdes nå både med differanseavkastning og risikojustert avkastning målt ved R-A/R (relativ avkastning i forhold til relativ risiko).

Fordeles kombinasjonsfondene ut fra kvalitet, der hvert kvalitetsintervall summeres til 100 prosent (vertikal summering), ser vi at «Dyrt» er kraftig overrepresentert i alle kvalitetsintervall.

	Høy	Medium	Lav
Billig	0%	14%	13%
Medium	12%	7%	6%
Dyrt	88%	79%	81%

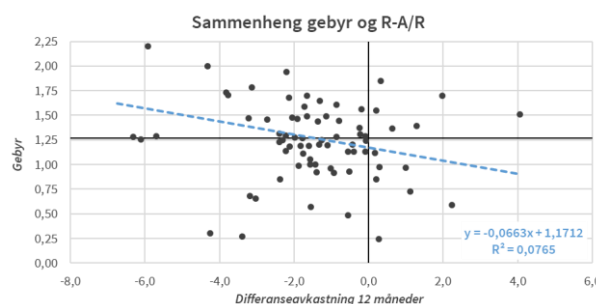
Snur vi på det og vurderer kombinasjonsfondene med utgangspunkt i gebyrene, der hvert gebyrintervall summeres til 100 prosent (horisontal summering), ser vi igjen at «Lav» kvalitet er kraftig dominerende.

	Høy	Medium	Lav
Billig	0%	22%	78%
Medium	20%	20%	60%
Dyrt	11%	18%	71%

Fordeles kombinasjonsfondene i matrisen basert på andel av hele universet, der summen av 3x3-matrisen blir 100 prosent, kan det igjen konkluderes med at majoriteten av kombinasjonsfondene er av «Lav» kvalitet og dyre.

	Høy	Medium	Lav
Billig	0%	3%	9%
Medium	1%	1%	4%
Dyrt	9%	14%	58%

I kryssdiagrammet til høyre er nok en gang regresjonslinjen fallende, noe som indikerer en negativ sammenheng mellom gebyr og gjennomsnittlig risikojustert avkastning (R-A/R) målt over rullende 12 måneder. Imidlertid er R-kvadrat tilnærmet lik null, slik at det



statistisk sett ikke finnes noen sammenheng mellom gebyrer og gjennomsnittlig risikojustert avkastning (R-A/R). Bildet er tilnærmet identisk for gjennomsnittlig R-A/R målt over rullende 36 og 60 måneder, der R-kvadrat er 0,0 i begge tilfeller.

### 11.3.3. Sammenheng gebyr og kvalitet differanseavkastning og Alfa eller R-A/R

Det er den absolutte gebyr-tilnærmingen som benyttes for å skåre kombinasjonsfondenes



gebyrer. Disse sammenholdes nå både med differanseavkastning og risikojustert avkastning målt ved Alfa der R-kvadrat er større enn 75, mens resterende blir målt med R-A/R (relativ avkastning i forhold til relativ risiko).

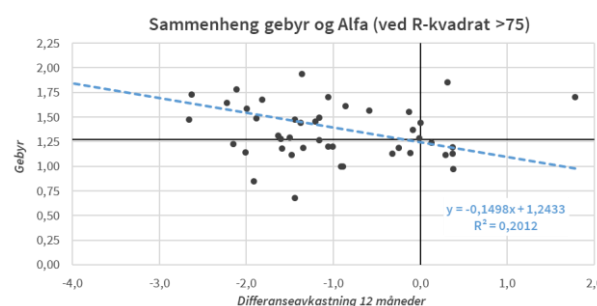
Kombinasjonsfondene er i matrisen fordelt ut fra kvalitet, og hvert kvalitetsintervall summeres til 100 prosent (vertikal summering). «Dyrt» er som vanlig overrepresentert i alle kvalitet-intervall.

Kombinasjonsfond gebyr vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	0%	13%	14%
Medium	22%	0%	6%
Dyrt	78%	87%	80%

Vurderes kombinasjonsfondene med utgangspunkt i gebyr, der hvert gebyrintervall summeres til 100 prosent (horisontal summering), er det ikke overraskende at «Lav» kvalitet er dominerende.

Kombinasjonsfond gebyr vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	0%	22%	78%
Medium	40%	0%	60%
Dyrt	11%	23%	66%

I kryssdiagrammet til høyre er nok en gang regresjonslinjen kraftig fallende, noe som indikerer en negativ sammenheng mellom gebyr og gjennomsnittlig Alfa (for kombinasjonsfond med R-kvadrat større enn 75) målt over rullende 12 måneder. Imidlertid er R-kvadrat tilnærmet lik null, slik at det statistisk sett ikke finnes noen sammenheng mellom gebyrer og gjennomsnittlig risikojustert avkastning (R-A/R). Bildet er tilnærmet identisk for gjennomsnittlig R-A/R målt over rullende 36 og 60 måneder, der R-kvadrat er 0,0 i begge tilfeller.



#### 11.4. Oppsummering gebyr versus kvalitet

Kombinasjonsfondenes gebyrer er høye – mye høyere enn de «burde» være. Men dessverre er også kvaliteten til kombinasjonsfondene lav – sågar svært lav. Uten at det er noen sammenheng mellom gebyr og kvalitet. De dyre kombinasjonsfondene er akkurat like dårlige som de billige. Og de få kombinasjonsfondene som hverken er billige eller dyre, har en kvalitet som hverken er høy eller lav.

Siden majoriteten av kombinasjonsfondene ikke har evnet å produsere en gjennomsnittlig positiv differanseavkastning til andelseierne, er det naturlig at akkurat dette momentet vil spille inn på alle tilnærminger til å måle kvalitet. Og da blir kvaliteten ganske enkelt lav.

Da det ikke finnes sammenheng mellom gebyr og kvalitet, underforstått alle er like dårlige, er det i prinsippet gebyrene det eneste forbrukerne kan benytte ved valg av kombinasjonsfond (alt annet like). Da skal alltid det billigste kombinasjonsfondet velges, alt annet like.

Alle kombinasjonsfondenes skår for gebyr og kvalitet finnes i TABELL C.

## 12. Konklusjoner og oppsummering kombinasjonsfond

Undersøkelsen har forsøkt å finne relevante fakta som kan gi forbrukerne beslutningsstøtte ved valg av investering i kombinasjonsfond. Hensikten har vært å avdekke om kombinasjonsfondene har gitt forbrukeren verdi for pengene, om gebyrenes størrelse har hatt betydning for prestasjon, samt vurdere om historisk prestasjon har betydning for fremtidig prestasjon.

Det er brukt deskriptiv statistikk av kombinasjonsfondene relative prestasjon til sine egne referanseindekser målt over rullende 12, 36 og 60 måneder tilbake til juni 1998, samt ikke-overlappende perioder på tre og fem år tilbake til 1998.

Kombinasjonsfondene som gruppe har svært høye gebyrer – langt høyere enn det gebyret «burde» være. Hele 82 prosent av kombinasjonsfondene er i denne undersøkelsen blitt klassifisert som dyre. De fremstår dermed som dårlige investeringsprodukter ut fra gebyrene.

Kun et svært lavt antall av kombinasjonsfondene har evnet å levere verdi for pengene:

- Maksimalt 28 prosent har evnet å produsere positiv differanseavkastning.
- Av de med representativ referanseindeks (61 prosent av deltagerne) har maksimalt 19 prosent evnet å produsere positiv Alfa (mål for risikojustert avkastning).
- Av de med ikke-representativ referanseindeks (39 prosent av fondene) har maksimalt 27 prosent evnet å produsere positiv risikojustert avkastning, målt ved R-A/R.
- Maksimalt 12 prosent har evnet å produsere Information Ratio større enn 0,4 (som er «nullpunktet»).
- Maksimalt 19 prosent har evnet å produsere risikojustert avkastning, målt med R-A/R.

Basert på kombinasjonsfondenes evner til å gjenta suksess/fiasko, viser undersøkelsen av persistens at hele 75 prosent av kombinasjonsfondene har perfekt negativ persistens for gjennomsnittlig differanseavkastning målt over uavhengige ikke-overlappende perioder på tre år. For raten for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R) beregnet for samtlige kombinasjonsfond i undersøkelsen, har 54 prosent perfekt negativ persistens målt både over uavhengige ikke-overlappende perioder på tre og fem år.

Ut fra perspektivet gebyrer i forhold til kvalitet, er det en sterk overrepresentasjon av

kombinasjonsfond som både er dyre og av lav kvalitet. Uansett hvordan det er beregnet, er minst 54 prosent av kombinasjonsfondene klassifisert som «Dyre» og med «Lav» kvalitet. Når kvalitetsmålene settes til risikojustert avkastning (Alfa for fond med R-kvadrat større enn 75, og R-A/R for resterende) er 59 prosent «Dyre» og «Lav» kvalitet.

Med andre ord kan vi betegne minst halvparten av kombinasjonsfondene som dyre og dårlige.

Splittes prestasjonen på kategorinivå, er andelen kombinasjonsfond som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene nedslående:

- I kategorien «Forsiktig» har to av 14 kombinasjonsfond (tilsvarende 14 prosent) entydig gitt andelseierne verdi for pengene.
- I kategorien «Moderat» har fem av 44 kombinasjonsfond (tilsvarende elleve prosent) entydig gitt andelseierne verdi for pengene.
- I kategorien «Aggressiv» har ingen av 18 kombinasjonsfond (altså null prosent) entydig gitt andelseierne verdi for pengene.

### 13. Bemerkninger og avsluttende merknader for kombinasjonsfond

Det var ventet at kombinasjonsfondenes historiske prestasjoner ikke skulle være vesentlig annerledes enn for andre grupper fond. Altså at minst halvparten var ganske dårlig (og halvparten av disse igjen var elendige), mens rundt 20 prosent av utvalget skulle være noenlunde bra.

Men kombinasjonsfondene skuffet betydelig. En urovekkende lav andel kombinasjonsfond kan betegnes som bra – og en svært høy andel må betegnes som dårlige.

For å oppnå gode langsiktige avkastningsresultater må man ha en investeringsstrategi som både er fornuftig og mulig å holde seg til under varierende markedsforhold. Vi vet dessverre at mange investorer ikke har et bevisst forhold til hvordan de investerer; de mangler rett og slett en strategi. Dette fører til at avkastningen blir lavere enn den burde være. Det er enkelt å finne en god investeringsstrategi. Det viktigste er at den gir mening; den må fungerer i den virkelige verden, ha støtte fra akademisk forskning og at den gir mening for investoren som skal følge den. Uansett hvor god investeringsstrategien er, hjelper det lite dersom man ikke klarer å følge den over tid.

Selv om kombinasjonsfondene som sådan ikke har gitt andelseierne verdi for pengene, og at de rett og slett må betegnes som dårlige investeringsprodukter, kan det hende at andelseierne gjennom kombinasjonsfondene likevel har fått en investeringsstrategi de kan leve med. For på strategisk nivå gir det både mening og er rasjonelt å kombinere forskjellige aktivaklasser. Hvis

majoriteten av andelseierne er kjent med, og bevisst på, at de har plassert penger i kombinasjonsfond som i forsvinnende liten grad har gitt verdi for pengene, er det jo andelseiernes privilegium å gjøre nettopp det valget – så lenge det er et informert valg.

Men det er vanskelig å forstå at det er informerte og opplyste valg som ligger bak de 200 000 kundeforholdene og 45 milliarder kroner som norske privatpersoner har plassert i kombinasjonsfond. Når vi vet at forbrukerne må spare mer på egen hånd i fremtiden, vil kombinasjonsfond som investeringsobjekt være et svært nærliggende valg for mange som ønsker en mer balansert tilnærming til risikoen i finansmarkedene.

Med tanke på de høye gebyrene som forbrukerne betaler for en tjeneste som har gitt liten til ingen verdi, burde resultatene være veldig mye bedre. Kombinasjonsfondene som inngår i denne undersøkelsen, holder rett og slett ikke mål. Norske forbrukere fortjener å kunne velge mellom flere gode produkter når det kommer til investeringer.

## FONDSPROFILER

Forbrukerrådet ønsket å undersøke om forbrukere i fondsprofiler har fått verdi for pengene.

Fondsprofiler er pensjonsprodukter som Individuell pensjonssparing (IPS) og Pensjonskapitalbevis (PKB). Disse er sammensatt som kombinasjonsfond bestående av aksjer og renter. De forvaltes akkurat likt som kombinasjonsfondene, men mange har et gebyrpåslag.

Det går ikke nærmere inn på hva IPS og PKB er, eller fordeler og ulemper med dem.

Undersøkelsen ser utelukkende på fondsprofiler som kombinerer aksjer og renter, og undersøker om forvaltningen av fondsprofilene har gitt andelseierne verdi for pengene.

### 14. Innledning

Markedet for fondsprofiler vokser, og med introduksjonen av Individuell pensjonssparing (IPS) og fokuset på Pensjonskapitalbevis (PBK), ventes det at stadig mer kapital blir satt inn i fondsprofiler hos de forskjellige aktørene.

Undersøkelsen benytter utelukkende Morningstar Direct som verktøy og database for data for fondsprofilene. Det er dessverre en kjensgjerning at mange fondsprofiler ikke er registrert i Morningstar Direct, og blir følgelig ikke en del av undersøkelsen. Forvaltningsselskapene burde ha en egeninteresse av å allmenngjøre og synliggjøre sine resultater, og ikke minst bidra til å sette forbrukerne (og andre med interesse for pengeplassering) i stand til å ta velbegrunnede og faktabaserte investeringsbeslutninger.

Undersøkelsen strekker seg tilbake til og med februar 2001 da den første fondsprofilen ble registrert i Morningstar Direct. Utviklingen i antallet fondsprofiler har vært forholdsvis treg.

Antall og utvikling fondsprofiler	
▪ 10 fondsprofiler i januar 2003	▪ 40 fondsprofiler i februar 2009
▪ 20 fondsprofiler i juni 2005	▪ 50 fondsprofiler i april 2012
▪ 30 fondsprofiler i desember 2007	▪ 60 fondsprofiler i mai 2017

Pr. 30. april 2019 er det 64 levende fondsprofiler registrert i Morningstar Direct, men siden denne undersøkelsen også dekker alle fondsprofiler som har eksistert, hvor flere er avviklet, er det totalt 75 fondsprofiler som dekkes i denne undersøkelsen.

Blant fondsprofilene som er registrert i Morningstar Direct, er det dessverre mange hull og store mangler på en rekke datapunkter. Blant annet kostnader, noe som gjør det utfordrende

å gjøre undersøkelsen av fondsprofilene så grundig og omfattende som slike viktige investeringsprodukter fortjener. Men også hva fondsprofilene har, og er, investert i, og dermed hvordan fondsprofilene har allokert kapitalen mellom aktiva, har store mangler og mange huller. Noe som gjør det utfordrende å etterprøve om referanseindeksene er «korrekte».

Etter beste evne er hullene forsøkt dekket ved å hente inn data fra forvaltningsselskapenes websider, samt gjøre naturlige tillegninger og forenklinger for i det hele tatt å ha mulighet til å kunne trekke noen konklusjoner på et ganske spinkelt datagrunnlag.

## 15. Fondsprofilenes gebyrer

I Morningstar Direct er fondsprofilenes gebyrer kun å finne i datapunktet «*Max Management Fee*». Dette er det maksimale gebyret fondsprofilene kan ta av andelseierne, og skal inkludere alle kostnader. Siden det kun er denne informasjonen som er tilgjengelig, er alle beregninger i undersøkelsen basert på dette datapunktet. For fondsprofilene som også er identiske med kombinasjonsfond, som Skagen sin *Select*-serie og KLP sin *Horisont*-serie, er det kombinasjonsfondenes gebyrer som benyttes, med beregningsmetode beskrevet i TABELL G.

Mange av fondsprofilene har et påslag i gebyr i forhold til kombinasjonsfond, som er et forsikringselement. Dette skal være inkludert i fondsprofilenes totale gebyrer. I undersøkelsen er det derfor tatt for gitt at det er fondsprofilenes totale gebyrer som fremkommer.

For fondsprofilene er det kun de opplyste gebyrene i Morningstar Direct som legges til grunn. Det kan komme til ytterligere gebyrer hvis fondsprofilene inngår i andre spareløsninger (som PKB, fondskonto og så videre). Ved ytterligere gebyrer utover det som er brukt i denne undersøkelsen og gjengitt i denne rapporten, vil fondsprofilenes relative prestasjon svekkes.

For fondsprofilene er samme metode for å beregne hva gebyrene «burde» være som for kombinasjonsfondene. Gebyrene er beregnet på gjennomsnittet for produktene forvaltet av norske kapitalforvaltere, hvor minsteinnskudd er satt til inntil 10 000 kroner. Dermed kan det beregnes hva gebyret til en fondsprofil «burde» være, basert på underliggende fond og fondsprofilens aksjeandel.

	Snitt	Avrundet
Aksjefond	1,43%	1,50%
Obligasjonsfond	0,48%	0,50%
Pengemarkedsfond	0,34%	0,35%

På aggregert nivå er fondsprofilene i gjennomsnitt priset -0,12 prosentpoeng lavere enn de «burde» være. I tabellen er gebyrene brutt ned på kategorinivå. Det er interessant å merke seg at kategorien «Aggressiv», som har høyest aksjeandel, er hele -0,21 prosentpoeng lavere enn det beregnede gebyret, og hele tre av fire fondsprofiler er lavt priset.

Fondsprofilenes gebyr vs. beregnet		
	Gjennomsnitt avvik gebyr	Andel overpriset
Forsiktig	-0,06	33%
Moderat	-0,10	29%
Aggressiv	-0,21	26%

Sammenlignet med kombinasjonsfondene er fondsprofilenes gebyrer ganske mye lavere. På kategori-nivå er det store avvik. Denne tabellen må ikke leses som at fondsprofilene er billige. Tabellen må leses som at kombinasjonsfondene er svært dyre.

Gebyr fondsprofil vs. kombinasjonsfond		
	Fondsprofiler (gjennomsnitt)	Kombinasjonsfond (gjennomsnitt)
Forsiktig	0,67 %	0,87 %
Moderat	0,92 %	1,37 %
Aggressiv	1,05 %	1,46 %

## 16. Fondsprofilenes referanseindekser

Fondsprofilene er behandlet nøyaktig likt som Kombinasjonsfondene hva angår referanseindekser. Det er konstruert unike referanseindekser til hver enkelt av fondsprofilene som inngår i undersøkelsen. Les mer om hvordan referanseindeksene er konstruert i VEDLEGG III. En liste over alle fondsprofilenes referanseindekser, herunder underliggende markedsindekser og vekting mellom dem, er å finne i TABELL H.

Det er i undersøkelsen kun operert med én referanseindeks pr. fondsprofil, som er den sist kjente referanseindeks. Dette er den referanseindeksen som er oppgitt i Morningstar Direct. Således vil ikke tidligere investeringsstrategi(er), mandat(er) eller referanseindeks(er) nødvendigvis være representative sammenlignet mot denne. Dette kan naturlig nok påvirke beregninger av fondsprofilenes relative prestasjoner.

De sist kjente referanseindeksene er sammenholdt med fondsprofilens investeringsstrategi. Imidlertid er samtlige av fondsprofilenes fullstendige historiske allokering analysert, der andelen aksjer, obligasjoner og kontanter er beregnet med gjennomsnittsverdier og avvik i forhold til disse verdiene. For de fondsprofiler hvor det ikke er oppgitt noen referanseindeks, er hele historikken analysert, og referanseindeksene er blitt konstruert ved å bruke «*reverse engineering*».

### 16.1. Korrigering for manglende kreditt og durasjon i obligasjonsindeksene

På samme måte som for kombinasjonsfondene, korrigeres fondsprofilenes referanseindekser for kreditt og durasjon for norske obligasjoner. I VEDLEGG II er beskrivelsen av metodene

benyttet for å korrigere de norske statsobligasjonsindeksene for manglende kreditteksponering, samt korrigeringer for durasjon utover fem år.

## 17. Fondsprofilenes prestasjon mot egen referanseindeks

Det er totalt 75 fondsprofiler som er inkludert i undersøkelsen, hvorav 64 eksisterer i skrivende stund. De resterende elleve fondsprofilene er avviklet.

Fondsprofilene har historikk tilbake til og med februar 2001, og er naturlig nok så langt undersøkelsen strekker seg tilbake i tid. Men det er et svært begrenset utvalg av fondsprofiler med lang historikk. Dette kan forstyrre resultatene noe, da alle fondsprofilenes resultater er likevektet, uavhengig av levetid, antall kunder og forvaltningskapital. Og alle perioder teller nøyaktig like mye.

Når fondsprofiler måles mot sin egen referanseindeks, kan det undersøkes hvordan fondsprofilene har vært forvaltet ut fra forvalternes egen definerte målsetting.

Alle fondsprofilenes nøkkeltall for relativ prestasjon finnes i TABELL B.

### 17.1. Fondsprofilenes prestasjon på aggregert nivå

På aggregert nivå ser vi tydelig at fondsprofilene er forholdsvis annerledes enn sine respektive referanseindekser. Korrelasjonen og R-kvadrat ( $R^2$ ) indikerer at fondsprofilene i gjennomsnitt har veldig lite representative referanseindekser. På aggregert nivå kan vi derfor ikke gjøre noen fornuftig bruk av hverken Beta som mål på risiko eller Alfa som mål på risikojustert avkastning. Ei heller *Tracking Error* eller *Information Ratio* (IR) gir oss nevneverdig verdifull informasjon.

Siden referanseindeksene i gjennomsnitt på aggregert nivå ikke er representative, kan vi heller ikke få meningsfull informasjon hverken fra *Batting Average* eller *Overall Capture Ratio*.

GJENNOMSNIITTLIG PRESTASJON FONDSPROFILER vs. EGEN REFERANSEINDEKS												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IR p.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	75	0,74	46	0,90	-0,96%	1,00	-0,96	3,39	-0,24	62	0,76	0,55
36mnd	62	0,74	48	1,01	-0,81%	1,05	-1,01	3,65	-0,21	61	0,80	0,44
60mnd	52	0,74	48	0,89	-0,92%	1,06	-1,16	3,85	-0,20	60	0,81	0,36

De eneste datapunktene som kan gi oss noe informasjon om fondsprofilenes aggregerte relative prestasjon er å se på differanseavkastning og R-A/R (nøkkeltallet som er introdusert i denne undersøkelsen og rapporten for å kunne gjøre en vurdering av om fondsprofilene har gitt andelseierne verdi for pengene). Siden både differanseavkastning og forholdstallet for



avkastning i forhold til risiko er negative, har ikke fondsprofilene på aggregert nivå gitt andelseierne verdi for pengene. De har gitt lavere relativ avkastning enn de burde, gitt risikoen.

Bryter vi opp fondsprofilene basert på hvor representativ de respektive referanseindeksene er, får vi et mer oversiktlig bilde – og noe bedre grunnlag til å trekke litt mer bastante

GJENNOMSNIITTLIG PRESTASJON FONDSPROFILER vs. EGEN REFERANSEINDEKS															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	75	29	46	75	75	62	25	37	62	62	52	19	33	52	52
Gjennomsnitt	-0,96%	-0,36	-1,01	-0,24	-0,96	-0,81%	-0,44	-1,11	-0,21	-1,01	-0,92%	-0,27	-1,41	-0,20	-1,16
And. pos	33%	48%	28%	12%	31%	34%	48%	24%	8%	30%	33%	42%	15%	10%	21%
And. neg.	67%	52%	72%	88%	69%	66%	52%	76%	92%	70%	67%	58%	85%	90%	79%

konklusjoner.

Målt på differanseavkastning har én av tre fondsprofiler i gjennomsnitt gitt bedre avkastning enn sine respektive referanseindekser. Av de fondsprofilene som faktisk har en representativ referanseindeks (indikert ved R-kvadrat større enn 75), har gruppen samlet sett levert negativ risikojustert avkastning (målt med Alfa). Dog har minst 42 prosent av fondsprofilene gitt positiv risikojustert avkastning.

I Moderne porteføljeteori (MPT) må R-kvadrat være høy nok til at verdiene for Alfa og Beta er valide. I denne undersøkelsen er minimumsnivået for R-kvadrat satt til 75. Ved lav R-kvadrat vil Beta tendere til å gå mot null (eller sågar negativ), og får følgelig implikasjoner for Alfa. Med lav R-kvadrat blir Beta og Alfa «kunstige» tall som det ikke er mulig å basere konklusjoner på.

Av fondsprofilene som ikke har en representativ referanseindeks (indikert ved R-kvadrat mindre enn 75), er raten for R-A/R kraftig negativ, som betyr at fondsprofilene har gitt lavere relativ avkastning enn de skulle ha gjort, basert på fondsprofilenes relative risiko målt mot sine respektive referanseindekser. Det er kun maksimalt 28 prosent av fondsprofilene som kan vise til en positiv rate for R-A/R (relativ avkastning i forhold til relativ risiko).

Det er ikke godt å si om fondsprofilenes store avvik fra sine respektive referanseindekser skyldes stor grad av aktiv forvaltning, utnyttelse av store frihetsgrader eller at referanseindeksene faktisk ikke er representative for hvordan fondsprofilene investerer. For de fondsprofilene hvor R-kvadrat er større enn 75, er gjennomsnittlig korrelasjon 0,92 og gjennomsnittlig *Tracking Error* 2,36. Disse 29 fondsprofilene kan da ikke sies å være svært aktivt forvaltet.

De resterende 46 fondsprofilene hvor R-kvadrat er mindre enn 75, er gjennomsnittlig korrelasjon 0,63 og gjennomsnittlig *Tracking Error* 4,03. Siden Relativ Risiko er 0,96, *Batting Average* er 46 og *Overall Capture Ratio* er 0,94 for denne gruppen, er det vanskelig å kunne slå fast om det er aktiv forvaltning eller ikke-representativ referanseindeks som ligger bak resultatene.

Imidlertid er den relative prestasjonen såpass svak, med gjennomsnittlig negativ differanseavkastning og R-A/R rate (dårlig forholdstall mellom relativ avkastning og relativ risiko), at det nesten ikke spiller noen rolle hva som er årsaken. Andelseierne hadde kommet bedre ut av det ved å velge fondsprofilenes passive strategiske allokering enn å la forvalterne ta hånd om pengene.

## 17.2. Fondsprofilenes prestasjon fordelt på kategorier

Ved å undersøke fondsprofilenes prestasjoner på kategori-nivå, kan det kanskje avdekkes trekk som bedre kan forklare resultatene og gi mer innsikt i om noen fondsprofiler, eller grupper av fondsprofiler har gitt andelseierne verdi for pengene.

### 17.2.1. Kategori «Forsiktig»

Det er 28 fondsprofiler i kategorien «Forsiktig», og favner fondsprofiler med aksjeandel fra og med ti prosent til og med 35 prosent – med et gjennomsnitt på 22 prosent aksjeandel. Med andre ord ventes det å være store variasjoner innad i denne kategorien, noe som gjør at det blir vanskelig å tegne et entydig bilde.

Med en gjennomsnittlig aksjeandel på 22 prosent, er det perioder på 12 og 36 måneder som det bør fokuseres på, da det er mest forenelig med en fornuftig og anbefalt sparehorisont.

Fondsprofiler kategori «Forsiktig» vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12 mnd	28	0,57	48	1,11	-0,96%	0,90	-0,38	3,15	-0,11	42	0,54	1,22
36 mnd	22	0,53	49	0,97	-0,59%	0,97	-0,46	3,45	-0,10	35	0,54	1,56
60 mnd	17	0,52	49	0,55	-0,71%	0,96	-0,55	3,43	-0,11	34	0,56	1,49

Som tabellen over indikerer, ligner kategorien «Forsiktig» lite på referanseindeksene. R-kvadrat er i gjennomsnitt 42 og korrelasjonen er 0,57 målt over rullende 12-månedersperioder. Ergo kan vi slå fast at det ikke gir mening i å se hverken på Beta som risikomål eller Alfa som mål på risikojustert avkastning. Videre gir både *Tracking Error* og *Information Ratio* lite verdifull informasjon, det samme er tilfellet med *Batting Average* og *Overall Capture Ratio*.

Kategorien samlet har i gjennomsnitt gitt negativ differanseavkastning. Men til tross for at det i snitt er noe lavere relativ risiko, får kategorien en negativ R-A/R; fondsprofilene har med andre ord gjort det svakere enn tillatt.

Fondsprofiler kategori «Forsiktig» vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	28	4	24	28	28	22	2	20	22	22	17	1	16	17	17
Gjennomsnitt	-1,0%	0,21	-0,40	-0,11	-0,38	-0,59%	0,44	-0,48	-0,10	-0,46	-0,71%	-0,12	-0,54	-0,11	-0,55
And. pos	36%	75%	42%	21%	43%	41%	100%	40%	14%	41%	41%	0%	25%	18%	24%
And. neg.	64%	25%	58%	79%	57%	59%	0%	60%	86%	59%	59%	100%	75%	82%	76%

Det er kun fire av de 28 fondsprofilene som inngår i kategorien «Forsiktig» som har en representativ referanseindeks (R-kvadrat større enn 75). Målt over perioder på rullende 12 måneder, kan disse fire i snitt vise til positiv Alfa – og tre av fire har slått sine referanseindekser når avkastningen justeres for risiko. To av dem har eksistert i minst tre år, og begge har gitt positiv risikojustert avkastning målt mot sine respektive referanseindekser. Det er kun én fondsprofil i kategorien «Forsiktig» med representativ referanseindeks som har eksistert i minst fem år, men denne har imidlertid ikke innfridd da den har negativ risikojustert avkastning (Alfa).

Av fondsprofilene med ikke-representative referanseindekser (24 i tallet) er det nedslående resultater for relativ avkastning i forhold til relativ risiko. Maksimalt 42 prosent har evnet å produsere en avkastning som forsvaret risikoen når de måles mot egen referanseindeks. Og det er kun 41 prosent av fondsprofilene i kategorien «Forsiktig» som har evnet å levere høyere avkastning enn sine referanseindekser.

Basert på alle nøkkeltall er det tre av 28 fondsprofiler (tilsvarende elleve prosent) i kategorien «Forsiktig» som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene. Med entydig menes at fondsprofiler med ikke-representativ referanseindeks har både gjennomsnittlig positiv R-A/R og gjennomsnittlig *Information Ratio* større enn 0,4. Fondsprofiler med representativ referanseindeks må i tillegg ha gjennomsnittlig positiv Alfa. Da har vi entydige resultater på at de har gitt andelseierne verdi for pengene.

### 17.2.2. Kategori «Moderat»

Kategorien «Moderat» favner 24 fondsprofiler, med aksjeandel fra 45 til 70 prosent – med et gjennomsnitt på 52 prosent aksjeandel. Da er det resultatene fra perioder på 36 og 60 måneder som passer best med en fornuftig og anbefalt sparehorisont. Selv om det er mye verdifull informasjon å hente fra perioder på 12 måneder, som i større grad fanger opp variasjoner.

Kategorien kan samlet sett vise til lite representative referanseindekser all den tid R-kvadrat i gjennomsnitt er 71. Og da kan det ikke festes særlig lit til validiteten på hverken risiko målt med Beta eller risikojustert avkastning målt med Alfa. Den gjennomsnittlige aggregerte korrelasjonen for kategorien er omtrent 0,82, som gir ytterligere indikasjon på at fondsprofilene ikke ligner nevneverdig på sine respektive referanseindekser. Og da gir det ikke mye mening å se på *Tracking Error*, og følgelig ei heller *Information Ratio*.

Ut fra gjennomsnittsresultatene på aggregert nivå, har fondsprofilene i kategori «Moderat» gitt negativ differanseavkastning og samtidig tatt høyere risiko enn sine respektive referanseindekser. Det er ingen god kombinasjon, og betyr at de ikke har gitt verdi for

Fondsprofiler kategori «Moderat» vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff. avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IR p.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12 mnd	24	0,82	46	0,68	-1,03 %	1,03	-1,15	3,13	-0,30	71	0,85	0,37
36 mnd	20	0,83	48	1,12	-0,91 %	1,07	-1,19	3,40	-0,26	71	0,89	0,17
60 mnd	18	0,82	48	1,15	-0,97 %	1,09	-1,32	3,63	-0,24	69	0,89	0,08

pengene.

Borres det ned i materien, viser det seg at nøyaktig halvparten av fondsprofilene (tolv av 24) i kategorien «Moderat» kan vise til en representativ referanseindeks. I snitt har disse tolv gitt negativ risikojustert avkastning målt med Alfa, men hvorav maksimalt 45 prosent kan vise til positiv Alfa. Imidlertid er det bare åtte prosent av hele «Moderat»-utvalget som har positiv *Information Ratio* (det vil si kun to fondsprofiler), hvorav den ene har representativ referanseindeks. Med andre ord har kun én av tolv fondsprofiler med representativ referanseindeks, indikert ved R-kvadrat større enn 75, gitt andelseierne verdi for pengene.

Den resterende halvdelen av fondsprofilene i kategorien «Moderat» har ikke-representativ referanseindeks, og da brukes raten for relativ avkastning og risiko (R-A/R). I gjennomsnitt har de en svært negativ rate, og kun 30 prosent av fondsprofilene kan vise til positive tall.

Dette er svært nedslående og svake resultater, som tydelig indikerer at kategorien i

Fondsprofiler kategori «Moderat» vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	24	12	12	24	24	20	11	9	20	20	18	9	9	18	18
Gjennomsnitt	-1,03 %	-0,20	-1,36	-0,30	-1,15	-0,91 %	-0,36	-1,45	-0,26	-1,19	-0,97 %	-0,31	-1,81	-0,24	-1,32
And. pos	33 %	42 %	29 %	8 %	25 %	30 %	45 %	30 %	5 %	25 %	28 %	44 %	28 %	6 %	17 %
And. neg.	67 %	58 %	71 %	92 %	75 %	70 %	55 %	70 %	95 %	75 %	72 %	56 %	72 %	94 %	83 %

usedvanlig liten grad har gitt andelseierne noe som helst verdi for pengene.

Kun to av 24 fondsprofiler i fondsprofilene i kategori «Moderat» har entydig gitt andelseierne

verdi for pengene. Entydige resultater betyr at fondsprofiler med ikke-representativ referanseindeks har både gjennomsnittlig positiv R-A/R og gjennomsnittlig *Information Ratio* større enn 0,4. Fondsprofiler med representativ referanseindeks må i tillegg ha gjennomsnittlig positiv Alfa.

### 17.2.3. Kategori «Aggressiv»

Det er totalt 23 fondsprofiler i kategorien, og aksjeandelen er mellom 65 og 85 prosent – med et gjennomsnitt på 76 prosent. Da er det resultatene fra perioder på 60 måneder som passer best med en fornuftig og anbefalt sparehorisont, selv om det er mye verdifull informasjon å hente fra perioder på 12 og 36 måneder, som i større grad fanger opp variasjoner.

På aggregert nivå har fondsprofilene i kategori «Aggressiv» en høy R-kvadrat, som gjør det mulig å benytte litt mer informasjon. Sammenholdt med både korrelasjon og *Overall Capture Ratio*, er det tydelig at fondsprofilene i snitt på aggregert nivå er noenlunde like sine respektive referanseindekser.

Fondsprofiler kategori «Aggressiv» vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	23	0,84	45	0,86	-1,12%	1,09	-1,46	3,91	-0,34	77	0,95	-0,09
36mnd	20	0,89	46	0,94	-0,94%	1,12	-1,43	4,13	-0,28	79	0,99	-0,52
60mnd	17	0,87	47	0,94	-1,06%	1,13	-1,59	4,52	-0,24	77	0,99	-0,48

Fondsprofilene i denne kategorien ser ut til i gjennomsnitt, og på aggregert nivå, å ta marginalt lavere risiko (målt ved Beta) enn sine respektive referanseindekser. Imidlertid viser Relativ Risiko (fondsprofilenes standardavvik i forhold til referanseindeksenenes standardavvik) at relativ risiko er høy. Ergo er det to motstridende nøkkeltall for risiko, som gjør det vanskelig å trekke bastante konklusjoner på aggregert nivå. Imidlertid viser både differanseavkastning og risikojustert avkastning, målt både med Alfa, *Information Ratio* og R-A/R, at fondsprofilene ikke har gitt andelseierne verdi for pengene hva angår risikojustert avkastning.

Når tallene brytes ned, er det tydelig at i underkant av hver tredje fondsprofil kan vise til en gjennomsnittlig positiv differanseavkastning. Og samtidig har 83 prosent en Relativ Risiko som viser at fondsprofilene har et høyere standardavvik enn sine respektive referanseindekser. Som igjen betyr at de får en svært negativ rate for relativ avkastning i forhold til risiko. Kun i underkant av hver fjerde fondsprofil kan vise til positiv R-A/R.

Fondsprofiler kategori «Aggressiv» vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	23	13	10	23	23	20	12	8	20	20	17	9	8	17	17
Gjennomsnitt	-1,12%	-0,67	-2,06	-0,34	-1,46	-0,94%	-0,66	-2,30	-0,28	-1,43	-1,06%	-0,25	-2,69	-0,24	-1,59
And. pos	30%	46%	30%	4%	22%	30%	42%	25%	5%	20%	29%	44%	24%	6%	24%
And. neg.	70%	54%	70%	96%	78%	70%	58%	75%	95%	80%	71%	56%	76%	94%	76%

Av fondsprofilene i kategori «Aggressiv» med representativ referanseindeks, 13 i tallet, har i underkant av halvparten gitt positiv risikojustert avkastning (Alfa). Av de resterende er det i underkant av hver tredje fondsprofil som kan vise til positiv risikojustert avkastning (R-A/R).

Sammenholdt med *Information Ratio*, hvor det maksimalt er seks prosent som har en positiv IR, viser resultatene at det kun er én av 23 fondsprofiler i kategorien «Aggressiv» som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene.

#### 17.2.4. Oppsummering fondsprofilenes relative prestasjon fordelt på kategorier

Fondsprofilene kan ikke på noen måte vise til sterke resultater. Den store majoriteten har i svært liten eller ingen grad gitt andelseierne verdi for pengene.

Av de tre kategoriene er det «Forsiktig» som har minst dårlige resultater. Dog har fondsprofilene i denne kategorien svært lite representative referanseindekser, og det vil derfor hefte noe usikkerhet ved resultatene. Kategorien «Forsiktig» har i gjennomsnitt lavest Relativ Risiko; fondsprofilene har i gjennomsnitt hatt et lavere standardavvik enn sine respektive referanseindekser. «Forsiktig» er den kategorien hvor raten for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R) er minst negativ. I kategorien har tre av 28 fondsprofiler (elleve prosent) gitt andelseierne verdi for pengene.

I kategorien «Moderat» har halvparten av fondsprofilene en representativ referanseindeks, uten at resultatene heves av den grunn. Det er stort sett negative resultater uansett hvordan det vris og vendes på resultatene. Høyere relativ risiko enn sine respektive referanseindekser og negativ risikojustert avkastning. I sum, basert på alle nøkkeltall som kan benyttes, er det bare to av 24 fondsprofiler (åtte prosent) som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene.

I kategorien «Aggressiv» er det usedvanlig lite positivt å spore. Disse 23 fondsprofilene, med aksjeandel mellom 65 og 85 prosent, har svært dårlig skår. Høy risiko og lav avkastning er og blir en dårlig kombinasjon. Kun én av 23 fondsprofiler (fire prosent) har entydig gitt andelseierne verdi for pengene. Med entydig menes at fondsprofiler med ikke-representativ referanseindeks har både gjennomsnittlig positiv R-A/R og gjennomsnittlig *Information Ratio* større enn 0,4. Fondsprofiler med representative referanseindeks må i tillegg ha

gjennomsnittlig positiv Alfa.

Alle fondsprofilenes nøkkeltall for relativ prestasjon finnes i TABELL B.

### 17.3. Fondsprofilenes prestasjon fordelt på risikoklasser

Fordeles de 75 fondsprofilene basert på historisk standardavvik (se forklaring på risikoklasser i kapittel 4.2), favner de risikoklassene to til fem – altså totalt fire risikoklasser. Siden risikoklasse 2 kun består av tre fondsprofiler, er det usikkert hva risikoklasser bringer til torgs av informasjon, som ikke ble fanget opp av de mer tradisjonelle kategoriene.

#### 17.3.1. Risikoklasse 2

Med kun tre fondsprofiler sier det seg selv av det ikke er veldig mye nyttig informasjon man kan trekke ut. Okke som, det er i alle fall svært tydelig at disse tre fondsprofilene ikke har representative referanseindekser, all den tid både R-kvadrat og korrelasjon er forsvinnende

Fondsprofiler risikoklasse 2 vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	CaptureRatio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	3	0,38	56	0,47	0,46%	1,18	-0,26	2,64	0,64	25	0,59	2,09
36mnd	3	0,38	55	2,66	0,29%	1,24	-0,67	2,69	0,42	21	0,62	1,98
60mnd	3	0,38	55	0,41	0,13%	1,23	-0,77	2,68	0,37	21	0,62	1,96

lav.

De tre fondsprofilene kan vise til positiv differanseavkastning. Men siden de har hatt såpass høyt standardavvik, har ikke differanseavkastning vært høy nok til å kompensere for den ekstra risikoen. Dog er i alle fall *Information Ratio* (i alle fall for 12 og 36 måneder) høy nok (over 0,4) til at det ikke er en entydig elendighet.

Det er ganske enkelt for få fondsprofiler i risikoklasse 2 for å kunne få et godt nok grunnlag til å trekke noen konklusjoner. Og siden resultatene spriker litt, er det ikke noe nevneverdig meningsfull informasjon å bringe til torgs. Men det resultatene faktisk viser, er at ingen av

Fondsprofiler risikoklasse 2 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	3	0	3	3	3	3	0	3	3	3	3	0	3	52	3
Gjennomsnitt	0,46%	-	-0,26	0,64	-0,26	0,29%	-	-0,67	0,42	-0,67	0,13%	-	-0,77	-0,20	-0,77
And. pos	67%	-	33%	67%	33%	67%	-	33%	67%	33%	67%	-	0%	10%	0%
And. neg.	33%	-	67%	33%	67%	33%	-	67%	33%	67%	33%	-	100%	90%	100%

fondsprofilene i risikoklasse 2 har entydig gitt andelseierne verdi for pengene.

## 17.3.2. Risikoklasse 3

Risikoklasse 3 består av 24 fondsprofiler, og ventes å være svært lik kategorien «Forsiktig».

Fondsprofiler risikoklasse 3 vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	CaptureRatio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	24	0,59	47	1,19	-1,02%	0,85	-0,41	3,18	-0,23	44	0,52	1,08
36mnd	18	0,55	48	0,65	-0,84%	0,90	-0,42	3,55	-0,20	37	0,51	1,48
60mnd	14	0,55	48	0,59	-0,89%	0,90	-0,50	3,59	-0,21	36	0,54	1,38

På aggregert nivå har risikoklasse 3 i liten grad representative referanseindekser, da R-kvadrat og korrelasjon er lav, og følgelig kan vi ikke benytte Beta som mål på risiko eller Alfa som mål på risikojustert avkastning. Heller ikke *Information Ratio* vil gi oss spesiell verdifull informasjon, da *Tracking Error* måles mot referanseindekser som forklarer under halvparten av fondsprofilenes bevegelser. Relativ Risiko indikerer imidlertid at fondsprofilene har hatt noe lavere standardavvik, og således kan den negative differanseavkastning kanskje forsvares.

Kun fire fondsprofiler har representativ referanseindeks, og antallet er for lite til at det kan være beskrivende for risikoklassen. Imidlertid har, av disse fire, majoriteten positiv risikojustert avkastning å vise til, i alle fall for 12 og 36 måneder. Og det er nettopp perioder på 12 og 36 måneder det må fokuseres på, da dette er mest forenelig med en fornuftig og anbefalt sparehorisont for fondsprofiler med lav aksjeandel.

Fondsprofiler risikoklasse 3 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	24	4	20	24	24	18	2	16	18	18	14	1	13	14	14
Gjennomsnitt	-1,02%	0,21	-0,44	-0,23	-0,41	-0,84%	0,44	-0,46	-0,20	-0,42	-0,89%	-0,12	-0,49	-0,21	-0,50
And. pos	29%	75%	46%	13%	42%	33%	100%	50%	6%	44%	36%	0%	29%	7%	29%
And. neg.	71%	25%	54%	87%	58%	67%	0%	50%	94%	56%	64%	100%	71%	93%	71%

I sum har fondsprofilene i risikoklasse 3 levert negativ differanseavkastning, hvor to av tre fondsprofiler er i negativt terreng. Imidlertid har den lavere risikoen, målt med relativt standardavvik, bidratt til at knappe halvparten av fondsprofilene faktisk kan vise til et positivt forholdstall mellom relativ avkastning og relativ risiko – i alle fall over rullende 12 og 36 måneder.

Resultatene for risikoklasse 3 er som forventet svært like som for kategorien «Forsiktig», og funnene understøtter hverandre. Kun to av 24 fondsprofiler har entydig gitt andelseierne verdi for pengene.



## 17.3.3. Risikoklasse 4

Det er 25 fondsprofiler i risikoklasse 4, og denne sammenfaller i stor grad med kategorien «Moderat». På aggregert nivå har heller ikke risikoklasse 4 representative referanseindekser, forklart både av lav R-kvadrat og lav korrelasjon.

Fondsprofiler risikoklasse 4 vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff.avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IRp.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12mnd	25	0,81	46	0,70	-0,93 %	1,05	-1,11	3,19	-0,26	70	0,86	0,44
36mnd	21	0,82	48	1,14	-0,81 %	1,08	-1,15	3,43	-0,23	70	0,89	0,24
60mnd	18	0,82	48	1,15	-0,97 %	1,09	-1,32	3,63	-0,24	69	0,89	0,08

Fondsprofilene i risikoklasse 4 har i sum gitt negativ differanseavkastning samtidig som de i sum har høyere standardavvik enn sine ikke-representative referanseindekser.

Kombinasjonen betyr at den aggregerte risikojusterte avkastningen, målt med R-A/R, er kraftig negativ.

Omtrent halvparten av fondsprofilene i risikoklasse 4 har representativ referanseindeks, og av disse har i underkant av halvparten (45 prosent) gitt positiv risikojustert avkastning, målt med Alfa. Beta-verdien til disse fondsprofilene er rett i underkant av 1. Fire av disse tolv (33 prosent) kan vise til en positiv R-A/R, mens kun én (åtte prosent) kan vise til positiv

Fondsprofiler risikoklasse 4 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	25	12	13	25	25	21	11	10	21	21	18	9	9	18	18
Gjennomsnitt	-0,93 %	-0,20	0,28	-0,26	-1,11	-0,81 %	-0,36	-0,29	-0,23	-1,15	-0,97 %	-0,31	-0,55	-0,24	-1,32
And. pos	36 %	42 %	32 %	12 %	28 %	33 %	45 %	29 %	5 %	24 %	28 %	44 %	28 %	6 %	17 %
And. neg.	64 %	58 %	68 %	88 %	72 %	67 %	55 %	71 %	95 %	76 %	72 %	56 %	72 %	94 %	83 %

*Information Ratio.*

Av fondsprofilene med ikke-representative referanseindekser, er det kun én av tre som har et positivt forholdstall mellom relativ avkastning og risiko.

Når alle nøkkeltall er undersøkt, viser det seg at kun tre av 25 fondsprofiler i risikoklasse 4 har entydig gitt andelseierne verdi for pengene.

## 17.3.4. Risikoklasse 5

23 fondsprofiler er representert i den mest risikofylte klassen. I sum har disse representative referanseindekser.

Fondsprofilene har marginalt lavere risiko (Beta), men har ikke levert positiv risikojustert avkastning (Alfa). Ei heller *Information Ratio* er i positivt terreng.

Fondsprofiler risikoklasse 5 vs. egen referanseindeks												
	Antall	Korrelasjon	Batting Av.	Capture Ratio	Diff. avk. p.a.	Relativ Risiko	R-A/R	Tracking Error	IR p.a.	R <sup>2</sup>	Beta	Alfa
12 mnd	23	0,87	45	0,86	-1,12%	1,09	-1,46	3,91	-0,34	77	0,95	-0,09
36 mnd	20	0,89	46	0,94	-0,94%	1,12	-1,43	4,13	-0,28	79	0,99	-0,52
60 mnd	17	0,87	47	0,94	-1,06%	1,13	-1,59	4,52	-0,24	77	0,99	-0,48

Siden differanseavkastning er negativ, har godt under halvparten av fondsprofilene i risikoklasse 5 levert noen form for risikojustert avkastning. Disse funnene understøtter resultatene for kategorien «Aggressiv», som heller ikke hadde positive resultater å vise til.

Fondsprofiler risikoklasse 5 vs. egen referanseindeks															
	12 måneder					36 måneder					60 måneder				
	Diff. avk.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR	R-A/R	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.	Diff. avk. p.a.	Alfa (R <sup>2</sup> >75)	R-A/R (R <sup>2</sup> <75)	IR p.a.	R-A/R p.a.
Antall	23	13	10	23	23	20	12	8	17	20	17	9	8	17	17
Gjennomsnitt	-1,12%	-0,67	-2,06	-0,34	-1,46	-0,94%	-0,66	-2,30	-0,28	-1,43	-1,06%	-0,25	-2,69	-0,24	-1,59
And. pos	30%	46%	30%	4%	22%	30%	42%	25%	6%	20%	29%	44%	24%	6%	24%
And. neg.	70%	54%	70%	96%	78%	70%	58%	75%	94%	80%	71%	56%	76%	94%	76%

Kun én av 23 fondsprofiler har entydig gitt andelseierne verdi for pengene.

17.3.5. Oppsummering fondsprofilenes relative prestasjon fordelt på risikoklasser  
Det kom ikke noe mer verdifull informasjon fra å gruppere fondsprofilene i risikoklasser kontra kategorier. Resultatene blir i alle fall ikke noe bedre.

Kort oppsummert er det kun et svært lite antall fondsprofiler som har gitt andelseierne verdi for pengene. På samme måte som for kategoriene, er det mellomsegmentet (risikoklasse 3 og 4) som har flest fondsprofiler med best relativ prestasjon.

I risikoklasse 5, som er sammenfallende med kategori «Aggressiv», er det kun én av 23 fondsprofiler som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene.

## 17.4. Oppsummering av fondsprofilenes relative resultater

Med tanke på at fondsprofilene har forholdsvis moderate gebyrer, er det overraskende få fondsprofiler som faktisk har gitt andelseierne verdi for pengene hva angår relativ prestasjon i forhold til sine respektive referanseindekser.

Kun seks av 75 fondsprofiler (åtte prosent) har entydig gitt andelseierne verdi for pengene! Og det er en overraskende lav andel.

De mest risikofylte fondsprofilene er de som har færrest fond med gode resultater (én av 23), mens de minst risikofylte har flest fond med gode resultater (tre av 28). Gruppen i midten har to av 24 fondsprofiler med gode resultater.

En forbruker har dermed store utfordringer når det gjelder å velge riktig leverandør/forvalter av fondsprofiler. All den tid majoriteten (69 av 75 – tilsvarende 92 prosent) ikke har tilført

andelseierne verdi i form av relative resultater i forhold til sine respektive referanseindekser, vil sannsynligheten for å velge «feil» fondsprofil/leverandør/forvalter være høy. Med entydig menes at fondsprofiler med ikke-representativ referanseindeks både har gjennomsnittlig positiv R-A/R og gjennomsnittlig *Information Ratio* større enn 0,4. Fondsprofiler med representative referanseindeks må i tillegg ha gjennomsnittlig positiv Alfa.

Alle fondsprofilenes nøkkeltall for relativ prestasjon finnes i TABELL B.

## 18. Fondsprofilenes persistens

Når det allerede er avdekket at det kun er ytterst få av fondsprofilene som kan vise til positive nøkkeltall for relativ prestasjon i forhold til sin egen referanseindeks, er det ventet at persistensen (et mål på evnen til å gjenta suksess) til fondsprofilene vil være forholdsvis lav.

Siden den store majoriteten av fondsprofiler har gjort det relativt sett forholdsvis svakt, kan det imidlertid være interessant å se om det er slik at dårlige fondsprofiler forblir dårlige.

Den siste observasjonen er satt til 30. april 2019, og målt over uavhengige ikke-overlappende perioder på tre år, er følgende tidsperioder benyttet:

▪ 01.05.2001 – 30.04.2004	▪ 01.05.2010 – 30.04.2013
▪ 01.05.2004 – 30.04.2007	▪ 01.05.2013 – 30.04.2016
▪ 01.05.2007 – 30.04.2010	▪ 01.05.2016 – 30.04.2019

For uavhengige ikke-overlappende perioder på fem år, er følgende tidsperioder benyttet:

▪ 01.05.2004 – 30.04.2009	▪ 01.05.2009 – 30.04.2014	▪ 01.05.2014 – 30.04.2019
---------------------------	---------------------------	---------------------------

Fondsprofilene er målt på følgende nøkkeltall for å undersøke om det er persistens:

▪ Differanseavkastning	▪ R-A/R (når $R^2 < 75$ )
▪ Alfa (hvis $R^2 > 75$ )	▪ R-A/R

Det testes om hvorvidt et positivt/negativt utfall i én periode, følges opp med et positivt/negativt utfall i neste perioder, og så videre. For å ha persistente resultater, må derfor samtlige perioder hvor fondsprofilen deltar ha samme utfall. Det kan være enten positivt eller negativt.

Som tabellen på neste side viser, er det svært liten persistens i fondsprofilenes resultater. Og det er utelukkende på differanseavkastning hvor fondsprofilene har evnet å generere

gjentagelse av positive resultater – dog en svært liten andel.

FONDSPROFILENES PERSISTENS MÅLT MOT EGEN REFERANSEINDEKS																		
	36 måneder									60 måneder								
	Antall deltagere	Differanse-avkastning		Alfa ( $R^2 > 75$ )		R-A/R ( $R^2 < 75$ )		Samlet R-A/R		Antall deltagere	Differanse-avkastning		Alfa ( $R^2 > 75$ )		R-A/R ( $R^2 < 75$ )		Samlet R-A/R	
		Pbs.	Neg.	Pbs.	Neg.	Pbs.	Neg.	Pbs.	Neg.		Pbs.	Neg.	Pbs.	Neg.	Pbs.	Neg.	Pbs.	Neg.
Forsiktig	15	20%	20%	0%	0%	0%	21%	0%	20%	13	23%	0%	0%	0%	0%	36%	0%	38%
Moderat	16	0%	25%	0%	6%	0%	50%	0%	44%	13	8%	15%	0%	25%	0%	71%	0%	62%
Aggressiv	15	0%	33%	0%	7%	0%	71%	0%	40%	13	0%	23%	0%	40%	0%	86%	0%	77%
TOTALT	46	7%	26%	0%	4%	3%	41%	0%	35%	39	18%	13%	0%	33%	0%	60%	0%	59%

Imidlertid er det urovekken høy andel av fondsprofilene som har negativ persistens; altså at når de har gjort det dårlig i én periode, følges det opp også med dårlige resultat i neste uavhengige måleperioder.

Ut fra undersøkelsen av persistens, kan det konkluderes med at en usedvanlig stor andel av de svake fondsprofilene forblir svake. Mens det er en forsvinnende liten andel av fondsprofilene som har produsert gode resultater, som fortsetter å produsere gode resultater.

## 19. Reflekteres fondsprofilenes gebyrer i kvalitet?

I investerings- og spareverdenen er gebyrer en særdeles viktig faktor å hensynta. Siden det er et mer eller mindre gitt forhold mellom forventet avkastning og risiko i finansmarkedene, må forvalterne som skal gi høyere avkastning og/eller lavere risiko, på en eller annen måte være flinkere eller gjøre noe annerledes enn konkurrentene.

Fondsprofiler er et investeringsprodukt bestående av en noenlunde homogen gruppe fond; de er mer eller mindre lik hverandre i form og fasong. Derfor må det undersøkes om fondsprofiler som har høyere gebyrer enn tilsvarende og konkurrerende fondsprofiler – og sågar høyere enn gebyrene «burde» være – forventes å gjenspeiles i høyere kvalitet. Hvis ikke, betaler forbruker for mye for et mindreverdige produkt.

Alle fondsprofilenes skår for gebyr og kvalitet finnes i TABELL D.

### 19.1. Klassifisering av gebyrer

For hver fondsprofil er det beregnet hva gebyret «burde» være, gitt den gjennomsnittlige andelen aksjer og obligasjoner, hvor metode for beregning og grunnlaget er redegjort for i kapittel 15.

#### 19.1.1. Relativt gebyr

Det er det beregnede gebyret det tas utgangspunkt i. Siden fondsprofilene er fordelt på

kategorier, beregnes den billigste og dyreste tredjedelen av fondsprofilene innen kategorien.

Det opereres med gebyrskalaen «Billig», «Medium» og «Dyrt». En fondsprofil som er «Billig» er da billigere enn sitt beregnede gebyr, samt i den billigste tredjedelen av fondsprofilene som inngår i kategorien.

Da blir matrisen oversiktlig, med en tredjedel av fondsprofilene i hvert intervall. Kategoriene har imidlertid stor spredning mellom aksjeandel, og

Fondsprofilenes fordeling gebyr			
	Billig	Medium	Dyrt
Gjennomsnitt	34%	31%	35%

da blir flere av fondsprofilene klassifisert som dyre på feilaktig grunnlag. Dermed vil en slik tilnærming gi resultater som er forskjøvet i favør av de fondsprofilene med lavest aksjeandel.

### 19.1.2. Absolutt gebyr

Siden gebyr er en absolutt størrelse, er det mer naturlig at det er på individuelt nivå fondsprofilene gis en gebyr-skår. Ut fra det beregnede gebyret kreves det at fondsprofilen er minst 5 basispunkter billigere enn det «burde» være, og da blir det klassifisert som «Billig». Er fondsprofilen 5 basispunkter dyrere enn det «burde» være, klassifiseres det som «Dyrt». Og er fondsprofilen innenfor intervallet på +/- 5 basispunkter, klassifiseres det som «Medium».

Da sitter vi igjen med en matrise hvor

fondsprofilenes gebyrer utelukkende er målt mot hva de burde være, med et intervall på +/-

Fondsprofilenes fordeling pris			
	Billig	Medium	Dyrt
Gjennomsnitt	59%	18%	23%

5 basispunkter for å få med kategorien «Medium». Med en slik absolutt tilnærming, kan det muligens skapes noe tydeligere resultater.

## 19.2. Kategorisering av kvalitet

I undersøkelsen er fondsprofilenes gebyrer vurdert og målt opp mot kvalitet. Kvalitet reflekteres i fondsprofilenes resultater.

Det testes først utelukkende på fondsprofilenes differanseavkastning. Men siden majoriteten av fondsprofilene ikke har evnet å produsere positiv differanseavkastning, er det gitt at denne testen i liten grad vil gi andre resultater enn at majoriteten av fondsprofilene er av lav kvalitet.

For å kunne definere kvalitet litt bredere, er det valgt å benytte to tester, hver bestående av to parameter. Årsaken til at det er valgt to ulike tester, er at det er svært mange fondsprofiler som ikke har representativ referanseindeks, og det er ønskelig å teste kvalitetsmålet på en identisk måte for å beregne risikojustert avkastning – og det må da bli R-A/R.

Men samtidig ønskes det å teste de fondsprofilene med representativ referanseindeks på kvalitetsmål for Alfa, mens de resterende testes mot R-A/R.

Ved å operere med tre tester, dog forholdsvis like, kan testene fungere som korrektiv til hverandre.

#### 19.2.1. Differanseavkastning

Som tidligere anført i denne rapporten, har undersøkelsen av fondsprofilene avdekket at kun 34 prosent av fondsprofilene kan vise til positiv differanseavkastning. Det er overraskende svakt på gruppenivå, og vil naturlig nok få implikasjoner for beregning av kvalitet. Det sier seg selv at det blir for snevre resultater kun å operere med differanseavkastning som parameter for fondsprofilene, men testen gjennomføres like fullt.

Undersøkes fondsprofilenes kvalitet utelukkende basert på differanseavkastning i forhold til sine respektive referanseindekser, kan det settes noen kriterier til kvaliteten på differanseavkastningen. Det opereres med kvalitetsskalaen «Lav», «Medium» og «Høy».

«Høy» kvalitet på differanseavkastning betyr at fondsprofilene har gitt gjennomsnittlig positiv differanseavkastning i samtlige av de rullende periodene hvor fondsprofilen deltar.

«Lav» kvalitet betyr at fondsprofilene utelukkende har gitt negativ differanseavkastning.

«Medium» kvalitet betyr at fondsprofilen både har levert gjennomsnittlig positiv og negativ differanseavkastning i en eller flere av de rullende måleperiodene.

Ikke overraskende står man igjen med en matrise som viser at to av tre fondsprofiler er av «Lav» kvalitet. Det stemmer godt med resultatene som er presentert så langt. Men med kun én parameter for kvalitet, blir resultatene ensidige og lite troverdige.

Fordeling kvalitet Differanseavkastning			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	28%	5%	66%

#### 19.2.2. Differanseavkastning og R-A/R

Denne testen ser på samtlige fondsprofilers rate for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R) og fondsprofilenes gjennomsnittlige differanseavkastning – begge i forhold til fondsprofilenes respektive referanseindekser. Begge er målt som gjennomsnitt over rullende 12, 36 og 60 måneder. Det kreves kun deltagelse i 12 måneders-perioden for å bli tildelt en kvalitetskår.

«Høy» kvalitet skal reflekteres i både positiv gjennomsnittlig differanseavkastning og positiv gjennomsnittlig R-A/R i alle perioder fondsprofilen deltar.

«Medium» kvalitet skal gjenspeiles i enten positiv differanseavkastning eller positive R-A/R (den ene kan være negativ så lenge den andre er positiv). For fondsprofiler som har mer enn tre års historikk, er det tillatt med én negativ periode for fortsatt å være ansett som «Medium».

«Lav» kvalitet reflekteres i at hverken differanseavkastning eller R-A /R har vært positiv i alle perioder fondsprofilen deltar.

Ved å vurdere fondsprofilenes differanseavkastning i sammenheng med risikojustert avkastning (målt ved R-A/R), får vi et mye bedre bilde over den historiske prestasjonen; viktigst er det at vi oppnår en bedre spredning på kvalitetsintervallene, slik at det er mulig faktisk å sammenligne historisk prestasjon med historisk gebyr.

Fondsprofilenes fordeling kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	18%	24%	58%

### 19.2.3. Differanseavkastning og Alfa eller R-A/R

Denne testen ser på de fondsprofilene som har representativ referanseindeks (det vil si R-kvadrat større enn 75), hvor Alfa kan brukes som måltall for risikojustert avkastning. For de resterende (R-kvadrat er mindre enn 75) benyttes raten for relativ avkastning i forhold til risiko (R-A/R). Begge måltallene sammenholdes med fondsprofilenes gjennomsnittlige differanseavkastning. Alt er målt som gjennomsnitt over rullende 12, 36 og 60 måneder. Som tidligere kreves det kun deltagelse i 12-månedersperioden for å bli tildelt en kvalitetssskår.

«Høy» kvalitet skal reflekteres i både positiv gjennomsnittlig differanseavkastning og positiv gjennomsnittlig Alfa eller R-A/R i alle perioder fondsprofilen deltar.

«Medium» kvalitet skal gjenspeiles i enten positiv differanseavkastning eller positiv Alfa eller R-A/R (den ene kan være negativ så lenge den andre er positiv). For fondsprofiler med mer enn tre års historikk, er det tillatt med én negativ periode for fortsatt å være ansett som «Medium».

«Lav» kvalitet reflekteres i at hverken differanseavkastning eller Alfa eller R-A /R har vært positiv i alle perioder fondsprofilen deltar.

Ved å benytte Alfa som mål for risikojustert avkastning for fondsprofiler med R-kvadrat større enn 75, mens R-A/R benyttes for de resterende, og sammenholde den skåren med fondsprofilenes differanseavkastning, blir bildet enda klarere

Fordeling kvalitet Diff.avk. & Alfa el. R-A/R			
	Høy	Medium	Lav
Gjennomsnitt	19%	28%	53%

med fordeling på kvalitetsintervallene. Noe som gjør at konklusjonene som trekkes blir enda mer robuste. Men fortsatt er det altså over halvparten av fondsprofilene som må betegnes med lav kvalitet.

### 19.3. Resultater sammenheng gebyrer og kvalitet

Majoriteten av fondsprofilene er allerede plassert i boksen med «Lav» kvalitet. Samtidig som majoriteten av fondsprofilene havner i boksen «Billig». Det er et dårlig utgangspunkt, og betyr at det vil være overrepresentasjon av fondsprofiler med «Lav» kvalitet som er «Billige».

#### 19.3.1. Sammenheng gebyr og kvalitet differanseavkastning

Det er den absolutte gebyr-tilnærmingen som benyttes for å skåre fondsprofilenes gebyrer.

Når fondsprofilene fordeles ut fra kvalitet, der hvert kvalitetsintervall summeres til 100 prosent (vertikal summering), ser vi at «Billig» er overrepresentert i både «Høy» og «Lav» kvalitet.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	52%	50%	63%
Medium	19%	50%	14%
Dyrt	29%	0%	23%

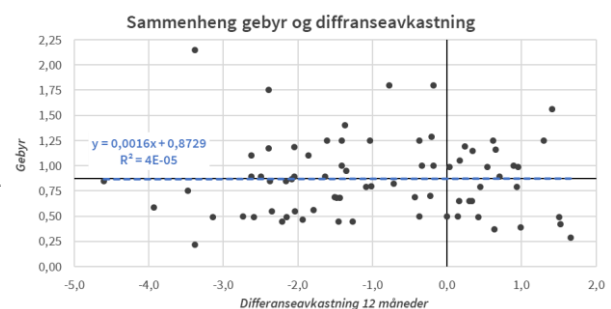
Snur vi på det og vurderer fondsprofilene med utgangspunkt i gebyrene, der hvert gebyrintervall summeres til 100 prosent (horisontal summering), ser vi at «Lav» kvalitet skiller seg ut med en kraftig overvekt.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	25%	5%	70%
Medium	31%	15%	54%
Dyrt	35%	0%	65%

Fordeles fondsprofilene i matrisen basert på andel av hele universet, der summen av 3x3-matrisen blir 100 prosent, er overvekten (to av tre fondsprofiler) i kategorien «Lav» kvalitet. Akkurat som forventet.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	15%	3%	42%
Medium	5%	3%	9%
Dyrt	8%	0%	15%

I kryssdiagrammet til høyre ser vi at det ikke finnes noen sammenheng mellom gebyrer og gjennomsnittlig differanseavkastning målt over rullende 12 måneder. Regresjonslinjen viser at R-kvadrat er tilnærmet lik null, som betyr at det ganske enkelt ikke finnes noen sammenheng.



Bildet er tilnærmet identisk for gjennomsnittlig differanseavkastning målt over rullende 36 og 60 måneder, der R-kvadrat er 0,00 i begge tilfeller.



### 19.3.2. Sammenheng gebyr og kvalitet differanseavkastning og R-A/R

Igjen benyttes den absolutte gebyr-tilnærmingen for å skåre fondsprofilenes gebyrer. Disse sammenholdes nå både med differanseavkastning og risikojustert avkastning målt ved R-A/R (relativ avkastning i forhold til relativ risiko).

Fordeles fondsprofilene ut fra kvalitet, der hvert kvalitetsintervall summeres til 100 prosent (vertikal summering), ser vi at «Billig» er overrepresentert i alle kvalitetsintervall, men «Lav» kvalitet skiller seg merkbart ut.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	54%	50%	65%
Medium	8%	33%	14%
Dyrt	38%	17%	21%

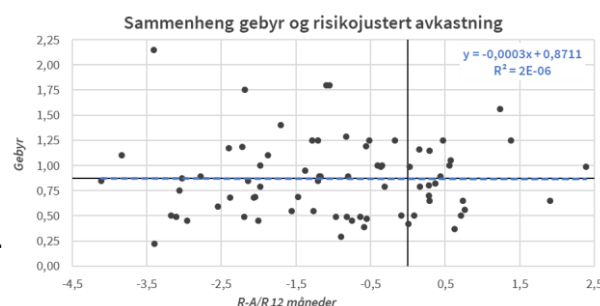
Snur vi på det og vurderer fondsprofilene med utgangspunkt i gebyrene, der hvert gebyrintervall summeres til 100 prosent (horisontal summering), ser vi igjen at «Lav» kvalitet er dominerende.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	16%	20%	64%
Medium	8%	46%	46%
Dyrt	29%	18%	53%

Fordeles fondsprofilene i matrisen basert på andel av hele universet, der summen av 3x3-matrisen blir 100 prosent, kan det igjen konkluderes med at majoriteten av fondsprofilene er av «Lav» kvalitet.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	9%	12%	38%
Medium	1%	8%	8%
Dyrt	7%	4%	12%

I kryssdiagrammet til høyre ser vi at det ikke finnes noen sammenheng mellom gebyrer og gjennomsnittlig risikojustert avkastning (R-A/R) målt over rullende 12 måneder. Regresjonslinjen viser at R-kvadrat er tilnærmet lik null, som betyr at det ganske enkelt ikke finnes noen



sammenheng. Bildet er tilnærmet identisk for gjennomsnittlig R-A/R målt over rullende 36 og 60 måneder, der R-kvadrat er 0,000 i begge tilfeller.

### 19.3.3. Sammenheng gebyr og kvalitet differanseavkastning og Alfa eller R-A/R

Det er den absolutte gebyr-tilnærmingen som benyttes for å skåre fondsprofilenes gebyrer. Disse sammenholdes nå både med differanseavkastning og risikojustert avkastning målt ved Alfa der R-kvadrat er større enn 75, mens resterende blir målt med R-A/R (relativ avkastning i forhold til relativ risiko).

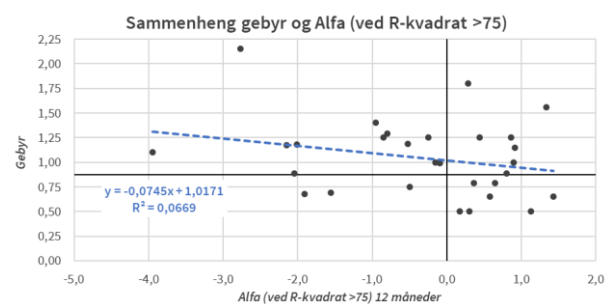
Fondsprofilene er i matrisen fordelt ut fra kvalitet, og hvert kvalitetsintervall summeres til 100 prosent (vertikal summering). «Billig» er som vanlig overrepresentert i alle kvalitetsintervall, men «Lav» kvalitet skiller seg igjen merkbart ut.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	50%	48%	69%
Medium	7%	38%	10%
Dyrt	43%	14%	21%

Vurderes fondsprofilene med utgangspunkt i gebyr, der hvert gebyrintervall summeres til 100 prosent (horisontal summering), er det ikke overraskende at «Lav» kvalitet er dominerende.

Fondsprofiler Pris vs. kvalitet			
	Høy	Medium	Lav
Billig	16%	23%	61%
Medium	8%	62%	31%
Dyrt	35%	18%	47%

I kryssdiagrammet til høyre ser vi at det ikke finnes noen signifikant sammenheng mellom gebyrer og gjennomsnittlig Alfa for fondsprofiler med R-kvadrat større enn 75. Selv om regresjonslinjen er svakt hellende, og visuelt indikerer en negativ sammenheng, er R-kvadrat tilnærmet lik null. Da finnes det ikke noen sammenheng. Bildet er tilnærmet identisk for gjennomsnittlig Alfa for fondsprofiler med R-kvadrat større enn 75 målt over rullende 36 og 60 måneder, der R-kvadrat er null i begge tilfeller.



#### 19.4. Oppsummering gebyr versus kvalitet

Fondsprofilenes gebyrer er lave – sågar lavere enn de «burde» være. Men dessverre er også kvaliteten til fondsprofilene lav – sågar svært lav. Uten at det er noen sammenheng mellom gebyr og kvalitet. De dyre fondsprofilene er akkurat like dårlige som de billige. Og fondsprofilene som hverken er billige eller dyre, har en kvalitet som hverken er høy eller lav.

Siden majoriteten av fondsprofilene ikke har evnet å produsere en gjennomsnittlig positiv differanseavkastning til andelseierne, er det naturlig at akkurat dette momentet vil spille inn på alle tilnærminger til å måle kvalitet. Og da blir kvaliteten ganske enkelt lav.

Da det ikke finnes noen sammenhenger mellom gebyr og kvalitet, underforstått at alle er like dårlige, er i prinsippet gebyrene det eneste forbrukerne kan benytte ved valg av fondsprofil (alt annet like). Da skal alltid den billigste av fondsprofilene velges, alt annet like.

Alle fondsprofilenes skår for gebyr og kvalitet finnes i TABELL D.

## 20. Konklusjoner og oppsummering fondsprofiler

Undersøkelsen har forsøkt å finne relevante fakta som kan gi forbrukerne beslutningsstøtte ved valg av investering i fondsprofiler. Hensikt har vært å avdekke om fondsprofilene har gitt forbrukeren verdi for pengene, om gebyrenes størrelse har hatt betydning for prestasjon, samt vurdere om historisk prestasjon har betydning for fremtidig prestasjon.

Det er brukt deskriptiv statistikk av fondsprofilenes relative prestasjon til sine egne referanseindekser målt over rullende 12, 36 og 60 måneder tilbake til februar 2001, samt ikke-overlappende perioder på tre og fem år tilbake til 2001.

Fondsprofilene som gruppe har lave gebyr, og lavere enn det gebyret «burde» være. De fremstår dermed som helt greie investeringsprodukter ut fra gebyrene.

Kun et svært lavt antall fondsprofiler har evnet å levere verdi for pengene til andelseierne:

- Maksimalt 34 prosent har evnet å produsere positiv differanseavkastning.
- Av de med representativ referanseindeks (utgjør 39 prosent) har maksimalt 48 prosent evnet å produsere positiv Alfa (mål for risikojustert avkastning).
- Av de med ikke-representativ referanseindeks (utgjør 61 prosent) har maksimalt 28 prosent evnet å produsere positiv risikojustert avkastning, målt ved R-A/R.
- Maksimalt 12 prosent har produsert Information Ratio større enn 0,4 («nullpunktet»).
- Maksimalt 31 prosent har evnet å produsere risikojustert avkastning, målt med R-A/R.

Splittes prestasjonen på kategorinivå, er andelen fondsprofiler som entydig har gitt andelseierne verdi for pengene nedslående:

- I kategorien «Forsiktig» har tre av 28 fondsprofiler (tilsvarende elleve prosent) entydig gitt andelseierne verdi for pengene.
- I kategorien «Moderat» har to av 24 fondsprofiler (tilsvarende åtte prosent) entydig gitt andelseierne verdi for pengene.
- I kategorien «Aggressiv» har én av 23 fondsprofiler (tilsvarende fire prosent) entydig gitt andelseierne verdi for pengene.

## 21. Bemerkninger og avsluttende merknader for fondsprofiler

Det var ventet at fondsprofilenes historiske prestasjoner ikke skulle være vesentlig annerledes enn for andre grupper fond. Altså at minst halvparten var ganske dårlige (og halvparten av disse igjen var elendige), mens rundt 20 prosent av utvalget skulle være noenlunde bra.

Men fondsprofilene skuffet betydelig. En urovekkende lav andel fondsprofiler kan betegnes

som bra – og en svært høy andel må betegnes som dårlige.

For å oppnå gode langsiktige avkastningsresultater må man, enten det spares små beløp hver måned eller man er profesjonell investor, ha en investeringsstrategi som både er fornuftig og mulig å holde seg til under varierende markedsforhold. Fra atskillige studier og undersøkelser vet vi at veldig mange investorer dessverre ikke har et bevisst forhold til hvordan de investerer; de mangler altså en investeringsstrategi. Dette fører til at avkastningsresultatene blir svakere enn de burde. Akkurat det å finne en velfungerende og velprøvd investeringsstrategi er ikke komplisert. Det viktigste er at investeringsstrategien rett og slett gir mening. Da snakker vi om at den gir mening for den enkelte, har støtte fra akademisk forskning, og at den fungerer i den virkelige verden. Uansett hvor god investeringsstrategien er, hjelper det lite dersom investor ikke klarer å følge strategien over tid.

Selv om fondsprofilene som sådan ikke har gitt andelseierne verdi for pengene, og at de rett og slett må betegnes som dårlige investeringsprodukter, kan det hende at andelseierne gjennom fondsprofilene faktisk har fått en investeringsstrategi de kan leve med. For på strategisk nivå gir det både mening og er rasjonelt å kombinere forskjellige aktivaklasser. Hvis majoriteten av andelseierne er kjent med, og bevisst på, at de har plassert penger i fondsprofiler som i forsvinnende liten grad har gitt verdi for pengene, er det jo andelseiernes privilegium å gjøre nettopp det valget – så lenge det er et informert valg.

Norske forbrukere må spare mer på egen hånd i fremtiden. Og da vil produkter som IPS og lignende være fornuftig for mange. Da fortjener norske forbrukere å kunne velge mellom flere gode produkter. Og basert på denne undersøkelsen, bør alle tilbydere av slike produkter la forbrukerne selv velge om de vil plassere pengene i en fondsprofil eller selv selektere investeringsprodukter og komponere sin egne portefølje. For det skal usedvanlig lite innsikt til for å gjøre det betydelig bedre enn de aller, aller fleste fondsprofilene som er dekket i denne undersøkelsen.





TABELL C: Kombinasjonsfondenes gebyr og kvalitet

	Gebyr	Kvalitet				
		Diff.avk.	R-A/R	R-A/R & diff.avk	Alfa el. R-A/R	Alfa el. R-A/R & diff.
ABN AMRO Optimal Acc	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Alfred Berg Kombi	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Alfred Berg Optimal Allokering	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Carnegie Multifond	Dyrt	Høy	Lav	Medium	Lav	Medium
Carnegie Total 3 SEK	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Danske Invest Horisont 20	Dyrt	Høy	Lav	Medium	Lav	Medium
Danske Invest Horisont 20 NOK I	Snitt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Danske Invest Horisont 35	Dyrt	Høy	Lav	Medium	Lav	Medium
Danske Invest Horisont 35 NOK	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Medium	Medium
Danske Invest Horisont 50	Dyrt	Høy	Medium	Medium	Medium	Medium
Danske Invest Horisont 50 NOK I	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Danske Invest Horisont 65	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Danske Invest Horisont 65 KL NOK	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Danske Invest Horisont 80	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Danske Invest Horisont 80 NOK I	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Delphi Kombinasjon A	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
DNB Aktiv 10	Dyrt	Høy	Lav	Medium	Lav	Medium
DNB Aktiv 30	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DNB Aktiv 50	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Medium	Medium
DNB Aktiv 80	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Medium	Medium
DNB Folkefond	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DNB Fremtid	Dyrt	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
DNB Global Allokering	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DNB Kombispar	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DNB Kompass	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DnB NOR Kombi Bedrift Acc	Snitt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DnB NOR Kombi Vekst Acc	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DnB NOR Multi Global 50 Acc	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
DnB NOR Multi Global 75 Acc	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
DNB Private Banking Premium 30	Snitt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DNB Private Banking Premium 50	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
DNB Private Banking Premium 80	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Eika Balansert	Dyrt	Høy	Lav	Medium	Medium	Medium
Eika Kombinasjon	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Eika Pensjon	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Fidelity Euro Balanced A-Dis-EUR	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Medium	Medium
Finansco Dynamisk Aktivaallokering EUR	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Finansco Dynamisk Aktivaallokering NOK	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Fondsfinans Aktiv 60/40	Billig	Høy	Medium	Medium	Medium	Medium
FRAM Kombinasjon	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Handelsbanken Aktiv 30	Dyrt	Høy	Medium	Medium	Høy	Høy
Handelsbanken Aktiv 50	Dyrt	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
Handelsbanken Aktiv 70	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Handelsbanken Click Norja 90	Dyrt	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
Heimdal Flex	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Jyske Invest Balanced Strategy NOK CL	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
KLP Kombinasjon	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
KLP Kort Horisont	Billig	Lav	Høy	Medium	Høy	Medium
KLP Lang Horisont	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Nordea Plan Balansert	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Nordea Plan Konservativ NO	Dyrt	Lav	Høy	Medium	Høy	Medium
Nordea Plan Moderat	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Nordea Plan Offensiv	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Nordea Plan Vekstorientert	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Nordea Stabil Avkastning	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
ODIN Flex C	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
ODIN Horisont C	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
ODIN Konservativ C	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Optimum Balanced Fund RNOK	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Pareto Balanse A	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Pareto Moderat A	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Pareto Nordic Return A	Snitt	Høy	Medium	Medium	Høy	Høy
Pareto Offensiv A	Snitt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Balanse 60/40	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 15	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 30	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 60	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 80	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SR-Bank 50 A	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Aktiv Allokering	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Kombinasjon A	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Vekterfond Balansert	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Vekterfond Offensiv	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Vekterfond Trygg	Dyrt	Lav	LAV	Lav	Lav	Lav
Vibrand Absolutt	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
WarrenWcklund Utbytte	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy

TABELL D: Fondsprofilenes gebyr og kvalitet

	Gebyr	Kvalitet				
		Diff.avk.	R-A/R	R-A/R & diff.avk	Alfa el. R-A/R	Alfa el. R-A/R & diff.
Aktiv Pensjonsprofil Balansert	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Aktiv Pensjonsprofil Offensiv	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Aktiv Pensjonsprofil Trygg	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Aktiva 10	Billig	Høy	Lav	Medium	Medium	Medium
Aktiva 30	Snitt	Høy	Lav	Medium	Medium	Medium
Aktiva 50	Snitt	Høy	Lav	Medium	Lav	Medium
Aktiva 65	Snitt	Høy	Lav	Medium	Lav	Medium
Aktiva 80	Snitt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Aktiva Bedrift 10	Billig	Høy	Lav	Medium	Medium	Medium
Aktiva Bedrift 30	Billig	Høy	Lav	Medium	Medium	Medium
Aktiva Bedrift 50	Billig	Medium	Lav	Medium	Lav	Medium
Aktiva Bedrift 65	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Aktiva Bedrift 80	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Danica Valg Forsiktig	Dyrt	Lav	Medium	Medium	Medium	Medium
Danica Valg Moderat	Snitt	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
Danica Valg Offensiv	Snitt	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
Handelsbanken Pensjon 30	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Handelsbanken Pensjon 50	Billig	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Handelsbanken Pensjon 70	Billig	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Horisont - Saturn	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Medium	Medium
Indeksert Pensjonsprofil Balansert	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Indeksert Pensjonsprofil Offensiv	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Indeksert Pensjonsprofil Trygg	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
KLP Lang Horisont	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Kombinert Pensjonsprofil Bal Privat	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Kombinert Pensjonsprofil Balansert	Billig	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Kombinert Pensjonsprofil Offensiv	Billig	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Kombinert Pensjonsprofil Offensiv Privat	Billig	Lav	Lav	Lav	Medium	Medium
Kombinert Pensjonsprofil Trygg	Billig	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Kombinert Pensjonsprofil Trygg Privat	Dyrt	Lav	Medium	Medium	Medium	Medium
Nordea Liv Indeksforvaltning 10	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Nordea Liv Indeksforvaltning 30	Billig	Lav	Høy	Medium	Høy	Medium
Nordea Liv Indeksforvaltning 50	Billig	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Nordea Liv Indeksforvaltning 80	Billig	Medium	Lav	Medium	Medium	Medium
Pensjonsprofil I 10	Billig	Lav	Medium	Medium	Medium	Medium
Pensjonsprofil I 30	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Pensjonsprofil I 50	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Pensjonsprofil I 80	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Pensjonsprofil II 20	Billig	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
Pensjonsprofil II 35	Billig	Høy	Medium	Medium	Medium	Medium
Silver 25	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Silver 50	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Silver 75	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Balanse 60/40	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 15	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 30	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 60	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SKAGEN Select 80	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SpareBank 1 PKB Forsiktig	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
SpareBank 1 PKB Forsiktig Basis	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SpareBank 1 PKB Moderat	Dyrt	Høy	Medium	Medium	Høy	Høy
SpareBank 1 PKB Moderat Basis	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SpareBank 1 PKB Offensiv	Snitt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
SpareBank 1 PKB Offensiv Basis	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SpareBank 1 PMODIN Forsiktig	Dyrt	Høy	Høy	Høy	Høy	Høy
SpareBank 1 PMODIN Moderat	Snitt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SpareBank 1 PMODIN Offensiv	Snitt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
SpareBank 1 privat Forsiktig	Billig	Lav	Medium	Medium	Medium	Medium
SpareBank 1 privat Moderat	Snitt	Lav	Lav	Lav	Medium	Medium
SpareBank 1 privat Offensiv	Snitt	Lav	Lav	Lav	Medium	Medium
Storebrand Aktiv 20-100	Snitt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Balansert Allokering	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Balansert Indeks	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Balansert P	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Forsiktig Allokering	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Forsiktig Indeks	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Forsiktig P	Snitt	Lav	Medium	Medium	Medium	Medium
Storebrand Offensiv Allokering	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Offensiv Indeks	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Offensiv P	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Storebrand Pensjon 80	Billig	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Vektorspar Balansert	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Vektorspar Offensiv	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav
Vektorspar Trygg	Dyrt	Lav	Lav	Lav	Lav	Lav



## TABELL E: Kombinasjonsfondene som er inkludert i undersøkelsen

	Etablert	Avviklet	Type	Fusjonert	Gebyr	Andel aksjer %	Kategori	Risikoklasse
ABN AMRO Optimal Acc	27.02.1992	12.11.2007	Liquidated		1,20	60	Moderat	4
Alfred Berg Kombi	15.09.1997				1,00	14	Forsiktig	3
Alfred Berg Optimal Allokering	01.06.2007	13.06.2018	Liquidated		1,25	83	Moderat	4
Carnegie Multifond	30.12.1987	04.11.2016	Liquidated		1,20	12	Moderat	4
Carnegie Total 3 SEK	30.08.2016				1,80	59	Moderat	4
Danske Invest Horisont 20	15.08.2011				0,98	23	Forsiktig	3
Danske Invest Horisont 20 NCK I	03.12.2015				1,50	22	Forsiktig	3
Danske Invest Horisont 35	02.09.2013				1,50	39	Moderat	3
Danske Invest Horisont 35 NCK	03.12.2015				1,50	38	Moderat	3
Danske Invest Horisont 50	15.08.2011				1,50	54	Moderat	4
Danske Invest Horisont 50 NCK I	08.12.2015				1,50	53	Moderat	4
Danske Invest Horisont 65	02.09.2013				1,50	70	Aggressiv	4
Danske Invest Horisont 65 KL NCK	08.12.2015				2,00	69	Aggressiv	4
Danske Invest Horisont 80	15.08.2011				1,50	85	Aggressiv	5
Danske Invest Horisont 80 NCK I	14.12.2015				2,00	84	Aggressiv	5
Delphi Kombinasjon A	20.10.1997				1,25	56	Moderat	4
DNB Aktiv 10	15.03.1995				0,60	12	Forsiktig	2
DNB Aktiv 30	22.09.2010				0,85	34	Forsiktig	3
DNB Aktiv 50	17.02.1997				1,05	55	Moderat	4
DNB Aktiv 80	26.09.2005				1,30	87	Aggressiv	5
DNB Folkefond	12.06.2003	04.10.2013	Merged	DNB Aktiv 30	1,00	28	Moderat	3
DNB Fremtid	07.03.2005	04.10.2013	Merged	DNB Aktiv 80	1,50	79	Moderat	5
DNB Global Allokering	20.09.2004	04.10.2013	Merged	DNB Aktiv 30	1,25	29	Moderat	3
DNB Kombispår	13.02.1997	04.10.2013	Merged	DNB Aktiv 50	1,25	49	Moderat	3
DNB Kompass	05.05.2003	04.10.2013	Merged	DNB Aktiv 30	1,00	28	Moderat	3
DnB NOR Kombi Bedrift Acc	21.10.1998	18.01.2008	Liquidated		1,00	2	Moderat	4
DnB NOR Kombi Vekst Acc	19.10.1998	17.11.2008	Liquidated		1,70	0	Moderat	5
DnB NOR Multi Global 50 Acc	03.05.2001	05.09.2006	Liquidated		1,70	42	Moderat	4
DnB NOR Multi Global 75 Acc	03.05.2001	05.09.2006	Liquidated		1,85	64	Moderat	5
DNB Private Banking Premium 30	25.09.2009				0,85	34	Forsiktig	3
DNB Private Banking Premium 50	25.09.2009				1,05	55	Moderat	4
DNB Private Banking Premium 80	25.09.2009				1,30	86	Aggressiv	4
DNB Spare 30	18.03.2019				0,35	30	Forsiktig	3
DNB Spare 50	18.03.2019				0,35	50	Moderat	4
DNB Spare 80	18.03.2019				0,35	80	Aggressiv	5
Eika Balansert	15.10.2002				1,20	49	Moderat	4
Eika Kombinasjon	07.05.2001	07.03.2014	Merged	Eika Balansert	0,60	4	Moderat	2
Eika Pensjon	21.01.2010				1,25	71	Aggressiv	4
Fidelity Euro Balanced A-DIS-EUR	17.10.1994				1,00	59	Moderat	4
Finansco Dynamisk Aktivaallokering EUR	05.07.2012				0,30	60	Moderat	5
Finansco Dynamisk Aktivaallokering NCK	31.01.2017				1,80	60	Moderat	5
Fondsfinans Aktiv 60/40	04.04.2000				1,00	59	Moderat	4
FRAM Kombinasjon	01.06.2012				2,00	77	Aggressiv	5
Handelsbanken Aktiv 30	13.04.2016				2,00	30	Forsiktig	3
Handelsbanken Aktiv 50	13.04.2016				2,00	49	Moderat	4
Handelsbanken Aktiv 70	13.04.2016				2,00	69	Aggressiv	4
Handelsbanken Click Norja 90	28.09.2006	24.03.2010	Liquidated		1,30	33	Moderat	3
Heimdal Flex	11.09.2013	05.07.2018	Liquidated		2,20	49	Aggressiv	5
Jyske Invest Balanced Strategy NCK QL	05.05.2008				2,00	40	Moderat	4
KLP Kombinasjon	21.03.2011	08.06.2017	Merged	KLP Lang Horisont	0,22	57	Moderat	4
KLP Kort Horisont	20.03.2017				0,22	18	Forsiktig	3
KLP Lang Horisont	21.03.2011				0,22	58	Moderat	4
Nordea Plan Balansert	09.03.2007				1,20	53	Moderat	4
Nordea Plan Konservativ NO	09.03.2007				0,80	14	Forsiktig	2
Nordea Plan Moderat	09.03.2007				1,00	34	Forsiktig	3
Nordea Plan Offensiv	09.03.2007				1,50	89	Aggressiv	5
Nordea Plan Vekstorientert	09.03.2007				1,40	67	Aggressiv	4
Nordea Stabil Avkastning	19.04.2006				1,30	59	Moderat	4
ODIN Flex C	01.09.2009				1,00	51	Moderat	4
ODIN Horisont C	01.09.2009				1,25	73	Aggressiv	4
ODIN Konservativ C	01.09.2009				0,70	26	Forsiktig	3
Optimum Balanced Fund RNCK	24.11.2014	13.04.2018	Liquidated		1,50	56	Moderat	4
Pareto Balanse A	10.01.2014				2,20	71	Aggressiv	4
Pareto Moderat A	10.01.2014				2,20	61	Moderat	4
Pareto Nordic Return A	01.02.1987				1,20	85	Aggressiv	4
Pareto Offensiv A	10.01.2014				2,20	89	Aggressiv	5
SKAGEN Balanse 60/40	29.02.2012	13.12.2017	Merged	SKAGEN Select 60	0,68	58	Moderat	4
SKAGEN Select 15	05.05.2017				4,00	14	Forsiktig	3
SKAGEN Select 30	05.05.2017				4,00	26	Forsiktig	3
SKAGEN Select 60	23.03.2017				4,00	57	Moderat	4
SKAGEN Select 80	23.03.2017				4,00	76	Aggressiv	4
SR-Bank 20 A	31.12.2018				0,70	19	Forsiktig	3
SR-Bank 50 A	02.05.2013				1,00	53	Moderat	4
SR-Bank 80 A	31.12.2018				1,25	83	Aggressiv	5
Storebrand Aktiv Allokering	04.11.2002	19.06.2015	Merged	Storebrand Kombinasjon A	1,75	54	Moderat	4
Storebrand Kombinasjon A	10.02.2006				0,80	53	Moderat	4
Vekterfond Balansert	11.09.2006				0,90	51	Moderat	4
Vekterfond Offensiv	11.09.2006				1,15	79	Aggressiv	4
Vekterfond Trygg	11.09.2006				0,65	20	Forsiktig	3
Vibrant Absolutt	31.12.2002				1,50	80	Moderat	4
WarrenWicklund Utbytte	01.08.2003	07.03.2014	Merged	Eika Balansert	1,50	73	Moderat	4

TABELL F: Fondsprofilene som er inkludert i undersøkelsen

	Etablert	Avviklet	Type	Gebyr	Andel aksjer %	Kategori	Risikoklasse
Aktiv Pensjonsprofil Balansert	28.02.2001			1,25	50	Moderat	4
Aktiv Pensjonsprofil Offensiv	28.02.2001			1,56	80	Moderat	5
Aktiv Pensjonsprofil Trygg	28.02.2001			0,99	20	Moderat	3
Aktiva 10	05.11.2007			0,49	10	Moderat	2
Aktiva 30	16.11.2007			0,79	30	Moderat	3
Aktiva 50	16.03.2006			0,99	50	Moderat	4
Aktiva 65	16.03.2006			1,19	65	Moderat	5
Aktiva 80	16.03.2006			1,29	80	Moderat	5
Aktiva Bedrift 10	03.04.2008			0,29	10	Moderat	2
Aktiva Bedrift 30	03.04.2008			0,39	30	Moderat	3
Aktiva Bedrift 50	03.04.2008			0,49	50	Moderat	4
Aktiva Bedrift 65	03.04.2008			0,69	65	Moderat	5
Aktiva Bedrift 80	03.04.2008			0,79	80	Moderat	5
Danica Valg Forsiktig	31.12.2003			0,82	25	Forsiktig	3
Danica Valg Moderat	31.12.2003			0,99	50	Moderat	4
Danica Valg Offensiv	31.12.2003			1,16	70	Aggressiv	5
Handelsbanken Pensjon 30	02.10.2017			0,69	30	Forsiktig	3
Handelsbanken Pensjon 50	31.12.2009			0,79	50	Moderat	4
Handelsbanken Pensjon 70	31.12.2009			0,89	85	Moderat	5
Horisont - Saturn	04.12.2006			1,80	50	Moderat	4
Indeksert Pensjonsprofil Balansert	03.04.2017			0,49	50	Moderat	4
Indeksert Pensjonsprofil Offensiv	03.04.2017			0,49	80	Aggressiv	5
Indeksert Pensjonsprofil Trygg	03.04.2017			0,49	20	Forsiktig	3
Kombinert Pensjonsprofil Bal Privat	07.03.2014			0,89	50	Moderat	4
Kombinert Pensjonsprofil Balansert	01.08.2006			0,65	50	Moderat	4
Kombinert Pensjonsprofil Offensiv	01.08.2006			0,65	80	Moderat	5
Kombinert Pensjonsprofil Offensiv Privat	07.03.2014			0,89	80	Moderat	5
Kombinert Pensjonsprofil Trygg	01.08.2006			0,65	20	Moderat	3
Kombinert Pensjonsprofil Trygg Privat	07.03.2014			0,89	20	Moderat	3
Nordea Liv Indeksforvaltning 10	01.02.2016			0,50	10	Forsiktig	3
Nordea Liv Indeksforvaltning 30	01.02.2016			0,50	30	Forsiktig	3
Nordea Liv Indeksforvaltning 50	01.02.2016			0,50	50	Moderat	4
Nordea Liv Indeksforvaltning 80	01.02.2016			0,50	80	Aggressiv	5
Pensjonsprofil I 10	07.06.2010			0,56	10	Moderat	2
Pensjonsprofil I 30	14.11.2007			0,55	30	Moderat	3
Pensjonsprofil I 50	14.11.2007			0,68	50	Moderat	4
Pensjonsprofil I 80	14.11.2007			0,87	75	Moderat	5
Pensjonsprofil II 20	16.12.2008	05.12.2013	Liquidated	0,37	20	Moderat	3
Pensjonsprofil II 35	16.12.2008	05.12.2013	Liquidated	0,42	35	Moderat	4
Silver 25	31.12.2012	27.02.2017	Liquidated	0,59	25	Moderat	3
Silver 50	31.12.2012	27.02.2017	Liquidated	0,75	50	Moderat	4
Silver 75	31.12.2012	27.02.2017	Liquidated	0,89	72	Moderat	5
SpareBank 1 PKB Forsiktig	02.01.2001			1,05	25	Moderat	3
SpareBank 1 PKB Forsiktig Basis	10.06.2013			0,85	25	Moderat	3
SpareBank 1 PKB Moderat	02.01.2001			1,15	50	Moderat	4
SpareBank 1 PKB Moderat Basis	25.07.2007			0,85	50	Moderat	4
SpareBank 1 PKB Offensiv	02.01.2001			1,25	75	Moderat	5
SpareBank 1 PKB Offensiv Basis	10.06.2013			0,85	70	Moderat	5
SpareBank 1 PM ODIN Forsiktig	19.05.2016			1,00	25	Forsiktig	3
SpareBank 1 PM ODIN Moderat	19.05.2016			1,00	50	Moderat	4
SpareBank 1 PM ODIN Offensiv	19.05.2016			1,25	70	Aggressiv	5
SpareBank 1 privat Forsiktig	02.05.2005			0,70	25	Moderat	3
SpareBank 1 privat Moderat	02.05.2005			1,00	50	Moderat	4
SpareBank 1 privat Offensiv	02.05.2005			1,25	70	Moderat	5
Storebrand Aktiv 20-100	12.11.2014	31.05.2017	Liquidated	1,25	70	Moderat	4
Storebrand Balansert Allokering	17.12.2002	07.05.2015	Liquidated	1,40	60	Moderat	4
Storebrand Balansert Indeks	21.06.2006			0,45	50	Moderat	4
Storebrand Balansert Pensjon P	31.03.2004			0,95	50	Moderat	4
Storebrand Forsiktig Allokering	12.12.2002	07.05.2015	Liquidated	1,00	30	Moderat	3
Storebrand Forsiktig Indeks	26.06.2007			0,45	20	Forsiktig	3
Storebrand Forsiktig Pensjon P	31.03.2004			0,80	25	Moderat	3
Storebrand Offensiv Allokering	17.12.2002	07.05.2015	Liquidated	1,80	85	Moderat	5
Storebrand Offensiv Indeks	26.06.2007			0,45	80	Aggressiv	5
Storebrand Offensiv Pensjon P	31.03.2004			1,10	75	Moderat	5
Storebrand Pensjon 80	23.02.2011	24.02.2015	Liquidated	1,10	75	Moderat	5
Vektorspar Balansert	14.12.2009			1,75	45	Moderat	4
Vektorspar Offensiv	14.12.2009			2,15	70	Moderat	5
Vektorspar Trygg	14.12.2009			1,25	20	Moderat	3

# TABELL G: Kombinasjonsfondenes referanseindekser

Primary Prospectus Benchmark	Investment Strategy	Referanseindeks i analysen
AEN AFRO Optimal Acc	Fondet er et alternativ for investorer som ønsker en godt diversifisert portefølje. Rundt halvparten av investeringene er i Norge, mens resten vil være i de store internasjonale markedene. Normalt ligger 60% av fondet i rentebærende papirer og de resterende 40% aksjer. Allokeringen følger AEN AFROs markedsstevn til enhver tid. Durasjonen på renteporteføljen vil være mellom 2 og 7 år. Fondet kan benytte derivater. Referanseindeksen har følgende faste vekt: 10% Oslo Børs Statsobligasjonsindeks med 90 dagers løpetid, 25% Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 og 5 år, 25% JPMorgan World Government Bond Indexi NOK, 20% Oslo Børs Fondsindeks, 20% MSCI World Indexi NOK. Fondets målsetning er å skape meravkastning utover underliggende marked.	OSE Statsobligasjonsfond 0,25 10% + Kredittindeks 12,5% + Durasjonsindeks 12,5% + JPMWBGI TR USD 25% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 20% + MSCI World NR USD 20%
Alfred Berg Kombi	OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 25,000% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 75,000%	OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 25% + Kredittindeks 25% + OSE Statsobligasjonsfond 1,00 25% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 25%
Alfred Berg Optimal Allokering	MSCI World NR USD 35,000% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 15,000% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 50,000%	MSCI World NR USD 35% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 15% + Kredittindeks 30% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 15% + OSE Statsobligasjonsfond 1,00 10% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 5%
Carnegie Multifond	OSE Oslo Børs Benchmark TR NOK 50,000% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 50,000%	OSE Oslo Børs Benchmark TR NOK 50% + Kredittindeks 25% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 25%
Carnegie Total 3 SEK	Not Benchmarked	MSCI World NR USD 30% + MSCI AC Asia NR USD 5% + NASDAQ OMX Stockholm Benchmark GR SEK 15% + FTSE Swedish GBI SEK 15% + NOKX Credit SEK TR SEK 15% + JPM GBI Sweden 3 Mon TR SEK 20%
Danske Invest Horisont 20	MSCI World NR USD 13,000% + OSE FLTT Mutual Fund Index Linked/ TOTX 7,000% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 80,000%	MSCI World NR USD 13% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 7% + Kredittindeks 30% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 20% + OSE Statsobligasjonsfond 1,00 15% + OSE Statsobligasjonsfond 0,50 7,5% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 7,5%
Danske Invest Horisont 20 NOKI	OSEFX 10,000% + ST4X 28,000% + ST1X 28,000% + BbgBarc Capital Global High-Yield 5,000% + BbgBarc Euro Agg 500MM Cor A-BBB NR USD 8,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 8,000% + MSCI World NR USD 10,000%	MSCI World NR USD 10% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 10% + Kredittindeks 18% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 10% + OSE Statsobligasjonsfond 1,00 14% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 14% + BbgBarc Global High Yield TR USD 8% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 8% + BbgBarc Euro Agg 500MM BBB TR EUR 8%
Danske Invest Horisont 35	BbgBarc Euro-Agg 500MM Corp 7,000% + BbgBarc Capital Global High-Yield 7,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 6,000% + MSCI World NR USD 17,500% + OSE FLTT Mutual Fund Index Linked/ TOTX 17,500% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 22,500% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 22,500%	Fomålet med forvaltningen av fondet er å oppnå høyest mulig relativt avkastning i forhold til referanseindeksen. Fondet betaler ikke utbytte. Utbytte som fondet mottar reinvesteres i fondet.
Danske Invest Horisont 35 NOK	OSEFX 17,500% + ST4X 22,500% + ST1X 22,500% + BbgBarc Capital Global High-Yield 7,000% + BbgBarc Euro Agg 500MM Cor A-BBB NR USD 7,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 6,000% + MSCI World NR USD 17,500%	Fondet har en normalinvestering med 35% aksjer og 65% renter. Fondets investeringsstrategi er både å aktivt fordele kapitalen mellom aksje og rentemarkedet samt innenfor ulike aksje- og rentemarkeder og velge gode aktivt forvaltede underfond. Fondet er en aktivt forvaltet portefølje, hvor forvalter kan øke aksjandelen til maksimalt 48% eller senke den til minimum 22% alt etter hva forvalter mener er strategisk riktig i gjeldende markedsituasjon.
Danske Invest Horisont 50	MSCI World NR USD 17,000% + OSE FLTT Mutual Fund Index Linked/ TOTX 33,000% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 50,000%	Fondet har en normalinvestering med 50% aksjer og 50% renter. Fondets investeringsstrategi er både å aktivt fordele kapitalen mellom aksje og rentemarkedet samt innenfor ulike aksje- og rentemarkeder og velge gode aktivt forvaltede underfond. Fondet er en aktivt forvaltet portefølje, hvor forvalter kan øke aksjandelen til maksimalt 65% eller senke den til minimum 40% alt etter hva forvalter mener er strategisk riktig i gjeldende markedsituasjon.
Danske Invest Horisont 50 NOKI	OSEFX 25,000% + ST4X 17,500% + ST1X 17,500% + BbgBarc Capital Global High-Yield 3,000% + BbgBarc Euro Agg 500MM Cor A-BBB NR USD 5,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 5,000% + MSCI World NR USD 25,000%	Fondet har en normalinvestering med 50% aksjer og 50% renter. Fondets investeringsstrategi er både å aktivt fordele kapitalen mellom aksje og rentemarkedet samt innenfor ulike aksje- og rentemarkeder og velge gode aktivt forvaltede underfond. Fondet er en aktivt forvaltet portefølje, hvor forvalter kan øke aksjandelen til maksimalt 65% eller senke den til minimum 35% alt etter hva forvalter mener er strategisk riktig i gjeldende markedsituasjon.
Danske Invest Horisont 65	BbgBarc Capital HY 2% Issuer Capped 3,000% + BbgBarc Euro Agg 500MM Cor A-BBB NR USD 4,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 3,000% + MSCI World NR USD 32,500% + OSE FLTT Mutual Fund Index Linked/ TOTX 32,500% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 12,500% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 12,500%	Fondet har en normalinvestering med 65% aksjer og 35% renter. Fondets investeringsstrategi er både å aktivt fordele kapitalen mellom aksje og rentemarkedet samt innenfor ulike aksje- og rentemarkeder og velge gode aktivt forvaltede underfond. Fondet er en aktivt forvaltet portefølje, hvor forvalter kan øke aksjandelen til maksimalt 83% eller senke den til minimum 47% alt etter hva forvalter mener er strategisk riktig i gjeldende markedsituasjon.
Danske Invest Horisont 65 KL NOK	OSEFX 32,500% + ST4X 12,500% + ST1X 12,500% + BbgBarc Capital Global High-Yield 2,000% + BbgBarc Euro Agg 500MM Cor A-BBB NR USD 4,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 3,000% + MSCI World NR USD 32,500%	Fondet har en normalinvestering med 65% aksjer og 35% renter. Fondets investeringsstrategi er både å aktivt fordele kapitalen mellom aksje og rentemarkedet samt innenfor ulike aksje- og rentemarkeder og velge gode aktivt forvaltede underfond. Fondet er en aktivt forvaltet portefølje, hvor forvalter kan øke aksjandelen til maksimalt 83% eller senke den til minimum 47% alt etter hva forvalter mener er strategisk riktig i gjeldende markedsituasjon.
Danske Invest Horisont 80	BbgBarc Capital HY 2% Issuer Capped 2,000% + BbgBarc Euro Agg 500MM Cor A-BBB NR USD 10,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 2,000% + MSCI World NR USD 40,000% + OSE FLTT Mutual Fund Index Linked/ TOTX 40,000% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 7,000% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 7,000%	Fondet har en normalinvestering med 80% aksjer og 20% renter. Fondets investeringsstrategi er både å aktivt fordele kapitalen mellom aksje og rentemarkedet samt innenfor ulike aksje- og rentemarkeder og velge gode aktivt forvaltede underfond. Fondet er en aktivt forvaltet portefølje, hvor forvalter kan øke aksjandelen til maksimalt 100% eller senke den til minimum 60% alt etter hva forvalter mener er strategisk riktig i gjeldende markedsituasjon.
Danske Invest Horisont 80 NOKI	OSEFX 40,000% + ST4X 7,000% + ST1X 7,000% + BbgBarc Capital Global High-Yield 2,000% + BbgBarc Euro Agg 500MM Cor A-BBB NR USD 2,000% + JPMWBGI Global Diversifed TR USD 2,000% + MSCI World NR USD 40,000%	Fondet har en normalinvestering med 80% aksjer og 20% renter. Fondets investeringsstrategi er både å aktivt fordele kapitalen mellom aksje og rentemarkedet samt innenfor ulike aksje- og rentemarkeder og velge gode aktivt forvaltede underfond. Fondet er en aktivt forvaltet portefølje, hvor forvalter kan øke aksjandelen til maksimalt 100% eller senke den til minimum 60% alt etter hva forvalter mener er strategisk riktig i gjeldende markedsituasjon.
Delphi Kombinasjon A	VNX Benchmark Cap NR NOK 50,000% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 50,000%	Delphi Kombinasjon er et kombinasjonsfond som har mål å oppnå langsiktig meravkastning ved å investere i nordiske aksjer og norske rentepapirer. Fondet forvaltes aktivt, og benytter Delphi-metoden (aksjedelen) som kombinerer tradisjonell fundamental analyse med trendanalyse. Fondets reinvesteringer kan gjøres både i statsgaranterte verdipapirer og private verdipapirer som er gjenstand for kreditt risiko. Laveste tillatte kredittkvalitet for en enkeltinvestering er BB- på investerings tidspunkt. Både aksje- og rentedelens skal til enhver tid være mellom 30 og 70 prosent, og det er forvalters oppgave å plassere midlene der hvor han mener utkastene er best. Fondets aksjedel forvaltes av Håkon H. Strøm, mens fondets rentedel forvaltes av Tia Tollefsen. Fondet har UCITS status. For mer informasjon, se fondets prospekt.
DNB Aktiv 10	BbgBarc Global Agg Corp ex CHF TR CHF 25,000% + NBP Norwegian RMB-RMB Duration 3 NOK UH 25,000% + MSCI ACWI NR USD 8,000% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 2,000% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 40,000%	DNB Aktiv 10 er et aktivt forvaltet kombinasjonsfond som normalt investerer 10 prosent av fondets midler i aksjemarkedet, og 90 prosent i rentemarkedet. Investeringene i DNB Aktiv 10 har en bred eksponering i de globale og norske markedene. Fondet oppnår sin eksponering hovedsakelig gjennom verdipapirfondssandier i andre aksje- og rentefond (herunder pengemarkedsfond og obligasjonsfond). Fondets målsetning er over tid å gi bedre avkastning etter kostnader enn fondets referanseindeks.
DNB Aktiv 30	BbgBarc Global Agg Corporate TR 25,000% + NBP Norwegian RMB-RMB Duration 3 NOK UH 25,000% + MSCI ACWI NR USD 24,000% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 6,000% + OSE Statsobligasjonsfond 0,25 20,000%	DNB Aktiv 30 er et aktivt forvaltet kombinasjonsfond som normalt investerer 30 prosent av fondets midler i aksjemarkedet, og 70 prosent i rentemarkedet. Investeringene i DNB Aktiv 30 har en bred eksponering i de globale og norske markedene. Fondet oppnår sin eksponering hovedsakelig gjennom verdipapirfondssandier i andre aksje- og rentefond (herunder pengemarkedsfond og obligasjonsfond). Fondets målsetning er over tid å gi bedre avkastning etter kostnader enn fondets referanseindeks.
DNB Aktiv 50	BbgBarc Global Agg Corporate TR 20,000% + NBP Norwegian RMB-RMB Duration 3 NOK UH 20,000% + MSCI ACWI NR USD 40,000% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 10,000% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 10,000%	DNB Aktiv 50 er et aktivt forvaltet kombinasjonsfond som normalt investerer 50 prosent av fondets midler i aksjemarkedet, og 50 prosent i rentemarkedet. Investeringene i DNB Aktiv 50 har en bred eksponering i de globale og norske markedene. Fondet oppnår sin eksponering hovedsakelig gjennom verdipapirfondssandier i andre aksje- og rentefond (herunder pengemarkedsfond og obligasjonsfond). Fondets målsetning er over tid å gi bedre avkastning etter kostnader enn fondets referanseindeks.
DNB Aktiv 80	BbgBarc Global Agg Corporate TR 10,000% + NBP Norwegian RMB-RMB Duration 3 NOK UH 10,000% + MSCI ACWI NR USD 64,000% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 16,000%	DNB Aktiv 80 er et aktivt forvaltet kombinasjonsfond som normalt investerer 80 prosent av fondets midler i aksjemarkedet, og 20 prosent i rentemarkedet. Investeringene i DNB Aktiv 80 har en bred eksponering i de globale og norske markedene. Fondet oppnår sin eksponering hovedsakelig gjennom verdipapirfondssandier i andre aksje- og rentefond (herunder pengemarkedsfond og obligasjonsfond). Fondets målsetning er over tid å gi bedre avkastning etter kostnader enn fondets referanseindeks.
DNB Folketfond	MSCI World NR EUR 20,000% + OSE BLTT Benchmark Index Linked/ TOTX 10,000% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 70,000%	DNB Folketfond er en all-i-ett portefølje for investorer som ønsker å investere både i rente- og aksjefond, men som ikke selv ønsker å følge med som aktiv investor. Fondets midler plasseres i aksjemarkedet, noe som skal gi en stabil utvikling. Forvalterne har imidlertid stor frihet til å gjøre aktive skifter i denne fordelingen.
DNB Fremtid	MSCI World NR EUR 7,000% + OSE BLTT Benchmark Index Linked/ TOTX 3,000% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 90,000%	DNB Fremtid er en all-i-ett portefølje for investorer som ønsker å investere både i rente- og aksjefond, men som ikke selv ønsker å følge med som aktiv investor. 80 prosent vil normalt være plassert i aksjemarkedet, resten plasseres i rentemarkedet, noe som skal gi en stabil utvikling. Forvalterne har imidlertid stor frihet til å gjøre aktive skifter i denne fordelingen.
DNB Global Allokering	MSCI World NR EUR 20,000% + OSE BLTT Benchmark Index Linked/ TOTX 10,000% + OSE Statsobligasjonsfond 3,00 70,000%	DNB Global Allokering er en all-i-ett portefølje for investorer som ønsker å investere både i rente- og aksjefond, men som ikke selv ønsker å følge med som aktiv investor. 30 prosent vil normalt være plassert i aksjemarkedet, resten plasseres i rentemarkedet, noe som skal gi en stabil utvikling. Forvalterne har imidlertid stor frihet til å gjøre aktive skifter i denne fordelingen.



# Kombinasjonsfond og fondsprofiler – en undersøkelse om de har gitt verdi for pengene

	Primary Prospectus Benchmark	Investment Strategy	Referanseindeks i analysen
Jyske Invest Balanced Strategy NOK CL	JPMGBI Global TR Hg EUR 50.000% + BoFAM LUSHg yield BB-B TR Hg EUR 2.500% + ICE BoFAM.LBB.B Euran Cy HYR-HEUR 2.500% + JPM BMBI Global Diversified Hedge TR EUR5.000% + MSC AOM NR USD 40.000%	Afdelingen investerer i en globalt sammensatt akte- og obligasjonsportefølie. Andelen af aktier ligger mellom 30–60%. Selskaberne i aktiedelen er spredt på flere forskjellige regioner, lands og sektorer. Aktieportefølien vil typisk bestå af 30–50 selskaber. Der investeres fortrinnsvis i obligasjoner utstedt av eller garantert av stater, realkreditinstitutter og internasjonale organisasjoner samt obligasjoner utstedt av virksomheter. Minst 75% av formuen vil på ethvert tidspunkt være investert i norske kroner (NOK) eller valutakursikret over for norske kroner. Målet for afdelingen er på sikt å oppnå et alfast, som ligger over, eller minst på nivå med, utviklingen i det globale obligasjons- og aktiemarked.	MSCI ACW NR USD 40% + JPMGBI Global TR Hg EUR 50% + JPM BMBI Global Diversified Hedge TR EUR5% + ICE BoFAM.LBB.B Euran Cy HYR-HEUR 2,5% + ICE BoFAM LUSHg Yield TR EUR 2,5%
KLP Kombinasjon	BbgBarc Gbl Credit 20.000% + KLP WRLD NOK 30.000% + OSE Oslo Børs Benchmark TR NOK 30.000% + OSE Statsobligasjonsind 5.00 20.000%	KLP Kombinasjon er et fond i fond som investerer i KLP Aksje Norge Indeks (ca. 30%), KLP Aksje Global Indeks II (ca. 30%), KLP Obligasjon Sår (ca. 20%) og KLP Obligasjon Global (ca. 20%). Fordelingen mellom aksjefond og obligasjonsfond er 60/40 i gjennomsnitt, men kan svinge med inntil +/- 6 prosentpoeng. Alle investeringer gjøres i samsær med KLP-fondenes etiske retningslinjer.	MSCI World NR USD 30% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 30% + BbgBarc Global Credit TR USD 20% + OSE Statsobligasjonsind 5.00 20%
KLP Kort Horisont	N/A	Verdipapirfondet KLP Kort Horisont er et kombinasjonsfond som investerer i andre aksje- og rentefond forvaltet av KLP Kapitalforvaltning AS. Hiv aktiv allokering ca 62% i renter og ca 16% i aksjer. Denne satsen kan svinge inntil 3%.	MSCI World NR USD 9% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 9% + BbgBarc Global Credit TR USD 30% + Kredittindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 5.00 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 11% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 11%
KLP Lang Horisont	BbgBarc Gbl Credit 20.000% + KLP WRLD NOK 30.000% + OSE BEX DnB NOR 30.000% + OSE Statsobligasjonsind 5.00 20.000%	Verdipapirfondet KLP Kombinasjon MÅler å oppnå høyest mulig avkastning innenfor fondets risikoramme gjennom en forvaltet portefølje av finansielle instrumenter. Fondet er et verdipapirfond med begrenset krets av innskylere. Følgende kan tegne andeler i KLP Kombinasjon M Personen med pensjonsrettigheter i KLP. Andre verdipapirfond forvaltet av KLP Fondsforvaltning og KLP. Fondet er valutakursikret til norske kroner, som innebærer at verdiene i fondet endres svært lite som følge av svingninger i valutakursene. Et valutakursikret fond kan i perioder svinge mer enn et ikke-valutakursikret fond.	MSCI World NR USD 30% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 30% + BbgBarc Global Credit TR USD 20% + OSE Statsobligasjonsind 5.00 20%
Nordea Plan Balansert	Not Benchmark	Nordea Plan 50 er et kombinasjonsfond som investerer i norske og internasjonale aksje- og rentemarkeder. Fondet investerer hovedsakelig i andre verdipapirfondandeler forvaltet av fondsforvaltningselskaper i Nordea-konsernet. Aksjeandelen i fondet vil normalt utgjøre ca 50%, men avhengig av forvalterteamets markedsyn kan andelen variere mellom 35% og 65% hvis vi ser stor risiko eller store muligheter i aksjemarkedet. Aksjeandelen består av en global portefølje for å redusere risikoen. Det søkes å oppnå meravkastning gjennom å variere fondets aksjeandel i de ulike geografiske markeder, samt gjennom valg av ulike typer fond. Nordea Plan 50 er et godt plasseringsalternativ for investorer som ønsker middels risiko.	MSCI North America NR USD 20% + MSCI Europe NREUR 10% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 10% + MSCI EM NR USD 10% + BbgBarc Global Aggregate TR USD 5% + FTSE HY Market TR USD 5% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 5% + Kredittindeks 7,5% + Durasjonsindeks 7,5% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
Nordea Plan Konservativ NO	Not Benchmark	Nordea Plan 10 er et kombinasjonsfond som investerer i norske og internasjonale aksje- og rentemarkeder. Fondet investerer hovedsakelig i andre verdipapirfondandeler forvaltet av fondsforvaltningselskaper i Nordea-konsernet. Aksjeandelen i fondet vil normalt utgjøre ca 30%, men avhengig av forvalterteamets markedsyn kan andelen variere mellom 0% og 25% hvis vi ser stor risiko eller store muligheter i aksjemarkedet. Aksjeandelen består av en global portefølje for å redusere risikoen. Det søkes å oppnå meravkastning gjennom å variere fondets aksjeandel i de ulike geografiske markeder, samt gjennom valg av ulike typer fond. Nordea Plan 10 er et godt plasseringsalternativ for investorer som ønsker begrenset risiko.	MSCI ACW NR USD 10% + BbgBarc Global Aggregate TR USD 15% + FTSE HY Market TR USD 5% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 10% + Kredittindeks 25% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 12,5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 12,5%
Nordea Plan Moderat	Not Benchmark	Nordea Plan 30 er et kombinasjonsfond som investerer i norske og internasjonale aksje- og rentemarkeder. Fondet investerer hovedsakelig i andre verdipapirfondandeler forvaltet av fondsforvaltningselskaper i Nordea-konsernet. Aksjeandelen i fondet vil normalt utgjøre ca 30%, men avhengig av forvalterteamets markedsyn kan andelen variere mellom 15% og 45% hvis vi ser stor risiko eller store muligheter i aksjemarkedet. Aksjeandelen består av en global portefølje for å redusere risikoen. Det søkes å oppnå meravkastning gjennom å variere fondets aksjeandel i de ulike geografiske markeder, samt gjennom valg av ulike typer fond. Nordea Plan 30 er et godt plasseringsalternativ for investorer som ønsker moderat risiko.	MSCI North America NR USD 15% + MSCI Europe NREUR 5% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 5% + MSCI EM NR USD 5% + BbgBarc Global Aggregate TR USD 10% + FTSE HY Market TR USD 5% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 10% + Kredittindeks 20% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 9% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
Nordea Plan Offensiv	Not Benchmark	Nordea Plan 80 er et kombinasjonsfond som investerer i norske og internasjonale aksje- og rentemarkeder. Fondet investerer hovedsakelig i andre verdipapirfondandeler forvaltet av fondsforvaltningselskaper i Nordea-konsernet. Aksjeandelen i fondet vil normalt utgjøre ca 80%, men avhengig av forvalterteamets markedsyn kan andelen variere mellom 65% og 95% hvis vi ser stor risiko eller store muligheter i aksjemarkedet. Aksjeandelen består av en global portefølje for å redusere risikoen. Det søkes å oppnå meravkastning gjennom å variere fondets aksjeandel i de ulike geografiske markeder, samt gjennom valg av ulike typer fond. Nordea Plan 80 er et godt plasseringsalternativ for investorer som prioriterer høy avkastning og aksepterer aksjemarkeds svingninger.	MSCI North America NR USD 30% + MSCI Europe NREUR 20% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 20% + MSCI Pacific USD 5% + MSCI EM NR USD 10% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 5% + Kredittindeks 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Nordea Plan Vektororientert	Not Benchmark	Nordea Plan 65 er et kombinasjonsfond som investerer i norske og internasjonale aksje- og rentemarkeder. Fondet investerer hovedsakelig i andre verdipapirfondandeler forvaltet av fondsforvaltningselskaper i Nordea-konsernet. Aksjeandelen i fondet vil normalt utgjøre ca 65%, men avhengig av forvalterteamets markedsyn kan andelen variere mellom 50% og 80% hvis vi ser stor risiko eller store muligheter i aksjemarkedet. Aksjeandelen består av en global portefølje for å redusere risikoen. Det søkes å oppnå meravkastning gjennom å variere fondets aksjeandel i de ulike geografiske markeder, samt gjennom valg av ulike typer fond. Nordea Plan 65 er et godt plasseringsalternativ for investorer som ønsker middels risiko.	MSCI North America NR USD 30% + MSCI Europe NREUR 15% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 10% + MSCI EM NR USD 10% + BbgBarc Global Aggregate TR USD 5% + FTSE HY Market TR USD 5% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Nordea Stabil Avkastning	Not Benchmark	Nordea Stabil Avkastning investerer i internasjonale rentepapirer og internasjonale aksjer. Fondets aksjeandel vil kunne variere fra 25% til 75% over tid, men aksjeandelen svinger mindre enn aksjemarkedet generelt. Gjennom en veldefinert og strukturert investeringsprosess velger forvalter aksjer i satskaper som har vist stabile resultater uavhengig av konjunkturer. Dette gjøres ved å vurdere hvert enkelt selskap med hensyn til stabilitet i blant annet inntjening, resultat, marginer og aksjekurs. Slike aksjer har vist seg å gi en mer stabil verdiløst over tid, og har hittil vist seg å gi like god avkastning som mer risikofylte satskaper over tid.	MSCI World NR USD 40% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 15% + BbgBarc Global Aggregate TR USD 10% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 5% + Durasjonsindeks 10% + Kredittindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
ODIN Flex C	VNX Benchmark Cap NOK NI 25.000% + Momingstar DM Large-Mid Cap NR USD 25.000% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 50.000%	Fondet er et aktivt forvaltet kombinasjonsfond. Fondens midler skal plasseres i finansielle instrumenter og/eller bankinnskudd. Fondens investeringsstrategi skal være å investere i enkeltpapirer/fond (seleksjon/alfa-forvaltning) med et globalt perspektiv i alle markeder. Ved sammensetning av porteføljen skal det forholdet mellom risiko og forventet avkastning hensyntas. Fondets formål er med de midler fondet får til disposisjon å foreta en aktiv allokering mellom ulike aktivklasser og regioner ved å plassere midler i norske og utenlandske UOTS og non-UOTS fond samt andre finansielle instrumenter.	MSCI ACW NR USD 25% + VNX Benchmark Cap TR NOK 25% + Kredittindeks 15% + Durasjonsindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 20%
ODIN Horisont C	VNX Benchmark Cap NOK NI 37.500% + Momingstar DM Large-Mid Cap NR USD 37.500% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 25.000%	Fondet er et aktivt forvaltet kombinasjonsfond. Fondens midler skal plasseres i finansielle instrumenter og/eller bankinnskudd. Fondens investeringsstrategi skal være å investere i enkeltpapirer/fond (seleksjon/alfa-forvaltning) med et globalt perspektiv i alle markeder. Ved sammensetning av porteføljen skal det forholdet mellom risiko og forventet avkastning hensyntas. Fondets formål er med de midler fondet får til disposisjon å foreta en aktiv allokering mellom ulike aktivklasser og regioner ved å plassere midler i norske og utenlandske UOTS og non-UOTS fond samt andre finansielle instrumenter.	MSCI ACW NR USD 37,5% + VNX Benchmark Cap TR NOK 37,5% + Kredittindeks 7,5% + Durasjonsindeks 7,5% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10%
ODIN Konservativ C	VNX Benchmark Cap NOK NI 12.500% + Momingstar DM Large-Mid Cap NR USD 12.500% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 75.000%	Fondet er et aktivt forvaltet kombinasjonsfond. Fondens midler skal plasseres i finansielle instrumenter og/eller bankinnskudd. Fondens investeringsstrategi skal være å investere i enkeltpapirer/fond (seleksjon/alfa-forvaltning) med et globalt perspektiv i alle markeder. Ved sammensetning av porteføljen skal det forholdet mellom risiko og forventet avkastning hensyntas. Fondets formål er med de midler fondet får til disposisjon å foreta en aktiv allokering mellom ulike aktivklasser og regioner ved å plassere midler i norske og utenlandske UOTS og non-UOTS fond samt andre finansielle instrumenter.	MSCI ACW NR USD 12,5% + VNX Benchmark Cap TR NOK 12,5% + Kredittindeks 35% + OSE Statsobligasjonsind 5.00 15% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Optimum Balanced Fund R NOK	N/A	For å oppnå underfondets investeringsmål, vil eiendelene normalt investeres mellom 55% og 65% direkte eller indirekte, i aksjer og aksjerelaterte verdipapirer. De resterende netto eiendelene vil normalt investeres direkte eller indirekte, i gjeldsinstrumenter og kontanter, for å oppnå en balansert eksponering fordelt på aksjer og gjeldsinstrumenter over lang sikt. Underfondet søker å oppnå investeringsmålet ved å kjøpe andeler i investeringsfond som forvaltes av enheter i Franklin Templeton Investments-gruppen, og investeringsfond som forvaltes av tredjepartskapitalforvaltere som investerer i aksjer og gjeldsinstrumenter. Underfondet kan også investere i andre finansielle instrumenter. Investeringsfondene som underfondet kan investere i, vil primært bestå av investeringsfond etablert i EØS-området.	BbgBarc Global Aggregate TR USD 15% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 15% + MSCI ACW NR USD 55% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
Pareto Balanse A	Not Benchmark	Pareto Balanse er et fond-i-fond som investerer i andre verdipapirfond, både i Norge, Norden og globalt. Fondets målsetning er å gi en positiv avkastning med et middels risikonivå. Pareto Wealth Managements investeringskomité er fondets rådgiver. Fondet investerer i ulike fond, herunder aksjefond, obligasjonsfond, pengemarkedsfond og andre verdipapirfond. Allokeringen til disse er basert på strategisk allokering, diversifisering, selektiv forvalter- og produktseleksjon, samt rebalansering. Pareto Balanse kan kjøpe eller selge derivater med et mål om å redusere valutarisikoen forbundet med utenlandske valutasingninger i fondet. Pareto Balanse verdsettes hver barkedag. Investor i fondet kan kjøpe og selge sine andeler hver virkedag.	MSCI North America NR USD 40% + MSCI Europe NREUR 10% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 5% + MSCI Pacific NR USD 5% + BbgBarc Global Aggregate TR USD 10% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 10% + FTSE HY Market TR USD 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
Pareto Moderat A	Not Benchmark	Pareto Moderat er et fond-i-fond som investerer i andre verdipapirfond, både i Norge, Norden og globalt. Fondets målsetning er å gi en positiv avkastning med et moderat risikonivå. Pareto Wealth Managements investeringskomité er fondets rådgiver. Fondet investerer i ulike fond, herunder aksjefond, obligasjonsfond, pengemarkedsfond og andre verdipapirfond. Allokeringen til disse er basert på strategisk allokering, diversifisering, selektiv forvalter- og produktseleksjon, samt rebalansering. Pareto Moderat kan kjøpe eller selge derivater med et mål om å redusere valutarisikoen forbundet med utenlandske valutasingninger i fondet. Pareto Moderat verdsettes hver barkedag. Investor i fondet kan kjøpe og selge sine andeler hver virkedag.	MSCI North America NR USD 30% + MSCI Europe NREUR 10% + OSE Oslo Børs Mutual Fund 5% + MSCI Pacific NR USD 5% + BbgBarc Global Aggregate TR USD 25% + ICE BoFAM LUSHg Global Corporate TR USD 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
Pareto Nordic Return A	Not Benchmark	Formålet for forvaltningen av Pareto Nordic Return er å oppnå høyest mulig risikjustert avkastning for andelseiere. Pareto Nordic Return er et kombinasjonsfond som investerer i primært nordiske aksjer og rentebærende papirer, som sertifikater og obligasjoner. Aksjeandelen reflekterer vårt syn på avkastningsmulighetene i aksjemarkedet. Fondet er aktivt forvaltet. Det innebærer at investeringsbeslutningene blir tatt basert på egne analyser hos forvalter Pareto Nordic Investments AS.	VNX Benchmark Cap TR NOK 35% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 40% + Kredittindeks 5% + Durasjonsindeks 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%

# Kombinasjonsfond og fondsprofiler – en undersøkelse om de har gitt verdi for pengene

	Primary Prospectus Benchmark	Investment Strategy	Referanseindeks i analysen
Pareto Offensiv A	Not Benchmarked	Pareto Offensiv er et fond-i-fond som investerer i andre verdipapirfond, både i Norge, Norden og globalt. Fondets målsetning er å gi en positiv avkastning med et høyt risikolivå. Pareto Wealth Managements investeringskomité er fondets rådgiver. Fondet investerer i ulike fond, herunder aksjefond, obligasjonsfond, pengemarkedsfond og andre verdipapirfond. Allokeringen til disse er basert på strategisk allokering, diversifisering, selektiv forvalter- og produktseleksjon, samt rebalansering. Pareto Offensiv kan kjøpe eller selge derivater med et mål om å redusere valutarisikoen forbundet med utlandsk valuta svingninger i fondet. Pareto Offensiv verdsettes hver bankdag. Investorer i fondet kan kjøpe og selge sine andeler hver virkedag.	MSCI World NR USD 77.5% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 7.5% + ICE BofAML Global Corporate TR USD 7.5% + OSE Statsobligasjonsind. 0.25 7.5%
SKAGEN Balanse 60/40	MSCI ACWI NR USD 37.500% + MSCI EM NR USD 15.000% + OSE Oslo Børs Benchmark TR NOK 7.500% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 40.000%	SKAGEN Balanse 60/40 består av 60 prosent aksjefond og 40 prosent rentefond og er det som kalles et fond-i-fond. Det betyr at det investerer i andre fond. De tre aksjefondene SKAGEN Veikt, SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki har alle over tid gitt svært gode resultater. På rentesiden har vi kombinert SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon og SKAGEN Avkastning. Fondets oppstart er 29. februar 2012.	MSCI ACWI NR USD 37.5% + MSCI EM NR USD 15% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 7.5% + Kredittindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
SKAGEN Select 15	Not Benchmarked	Fondets målsetning er å gi andelseierne best mulig langsiktig avkastning for den risikoen fondet tar. Fondets midler skal plasseres i verdipapirfondandeler i aksje- og rentefond forvaltet av SKAGEN (andelsklasse A) og andre forvaltere i Norge og utlandet. Fondet kan også investere i andre omsettelige verdipapirer. Fondet plasserer normalt 5-20 prosent av midlene i aksjefond og 75-95 prosent i rentefond og bankinnskudd. Resultatene i de underliggende verdipapirfondene skapes over tid, og det gjør også fondets avkastning.	MSCI ACWI TR USD 10% + MSCI EM NR USD 6% + BBG Barc Global Aggregate TR USD 15% + Kredittindeks 30% + OSE Statsobligasjonsindeks 0.50 12.5% + OSE Statsobligasjonsindeks 0.25 12.5%
SKAGEN Select 30	Not Benchmarked	Fondets målsetning er å gi andelseierne best mulig langsiktig avkastning for den risikoen fondet tar. Fondets midler skal plasseres i verdipapirfondandeler i aksje- og rentefond forvaltet av SKAGEN (andelsklasse A) og andre forvaltere i Norge og utlandet. Fondet kan også investere i andre omsettelige verdipapirer. Fondet plasserer normalt 20-40 prosent av midlene i aksjefond og 60-80 prosent i rentefond og bankinnskudd. Resultatene i de underliggende verdipapirfondene skapes over tid, og det gjør også fondets avkastning.	MSCI ACWI TR USD 10% + MSCI Nordic Countries NR EUR 5% + MSCI EM NR USD 5% + BBG Barc Global Aggregate TR USD 5% + ICE BofAML Global Corporate TR USD 12.5% + OSE Statsobligasjonsindeks 0.50 15% + Kredittindeks 25% + OSE Statsobligasjonsindeks 0.50 20%
SKAGEN Select 60	Not Benchmarked	Fondets målsetning er å gi andelseierne best mulig langsiktig avkastning for den risikoen fondet tar. Fondets midler skal plasseres i verdipapirfondandeler i aksje- og rentefond forvaltet av SKAGEN (andelsklasse A) og andre forvaltere i Norge og utlandet. Fondet kan også investere i andre omsettelige verdipapirer. Fondet plasserer normalt 50-70 prosent av midlene i aksjefond og 30-50 prosent i rentefond og bankinnskudd. Resultatene i de underliggende verdipapirfondene skapes over tid, og det gjør også fondets avkastning.	MSCI ACWI TR USD 45% + MSCI EM NR USD 10% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 5% + BBG Barc Global Aggregate TR USD 5% + ICE BofAML Global Corporate TR USD 5% + Kredittindeks 10% + OSE Statsobligasjonsindeks 0.50 15% + OSE Statsobligasjonsindeks 0.25 5%
SKAGEN Select 80	Not Benchmarked	Fondets målsetning er å gi andelseierne best mulig langsiktig avkastning for den risikoen fondet tar. Fondets midler skal plasseres i verdipapirfondandeler i aksje- og rentefond forvaltet av SKAGEN (andelsklasse A) og andre forvaltere i Norge og utlandet. Fondet kan også investere i andre omsettelige verdipapirer. Fondet plasserer normalt 70-90 prosent av midlene i aksjefond og 10-30 prosent i rentefond og bankinnskudd. Resultatene i de underliggende verdipapirfondene skapes over tid, og det gjør også fondets avkastning.	MSCI ACWI TR USD 60% + MSCI EM NR USD 10% + MSCI Nordic Countries NR EUR 10% + Kredittindeks 10% + OSE Statsobligasjonsindeks 0.50 10%
SR-Bank 20 A	Norwegian Regular Market (NORM123D1) 80.000% + MSCI World NR USD 20.000%	Fondets formål er å oppnå høyest mulig risikjustert avkastning på de midler fondet får til disposisjon av andelseierne. Fondets investeringer skal ha en langsiktig horisont og være i henhold til investeringsstrategi og risikoprofil. Fondets avkastning måles mot referanseindeks 80% MSCI World Net Index (NOK) og 20% NORM123D1. Referanseindeksene er utbyttejustert.	MSCI World NR USD 20% + Kredittindeks 60% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 20%
SR-Bank 50 A	MSCI World NR USD 25.000% + OSE Oslo Børs Benchmark TR NOK 25.000% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 50.000%	Fondets formål er å oppnå høyest mulig risikjustert avkastning på de midler fondet får til disposisjon fra andelseierne. Fondets investeringer skal ha en langsiktig horisont og være i henhold til investeringsstrategi og risikoprofil. Fondets avkastning måles mot en referanseindeks som består av 25% OSEBX 25% MSCI World Net Index (NOK) og 50% ST3X Referanseindeksene er utbyttejustert.	MSCI World NR USD 25% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 25% + Kredittindeks 30% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 20%
SR-Bank 80 A	Norwegian Regular Market (NORM123D1) 20.000% + MSCI World NR USD 80.000%	Fondets formål er å oppnå høyest mulig risikjustert avkastning på de midler fondet får til disposisjon av andelseierne. Fondets investeringer skal ha en langsiktig horisont og være i henhold til investeringsstrategi og risikoprofil. Fondets avkastning måles mot referanseindeks 80% MSCI World Net Index (NOK) og 20% NORM123D1. Referanseindeksene er utbyttejustert.	MSCI World NR USD 80% + Kredittindeks 20%
Storebrand Aktiv Allokering	OSE Statsobligasjonsind 0.25	Storebrand Aktiv Allokering er et kombinasjonsfond som har som mål å gi deg høyest mulig risikjustert avkastning utover fondets referanseindeks. Strategien er å flytte midlene aktivt mellom aksjemarkedet og rentemarkedet basert på gjeldende markedsyn. Andelen aksjer skal til enhver tid være mellom 20 og 80 prosent. Markedsynet vil også angiere hvilke aksjestrategier som velges, slik som vekst versus verdi eller norsk versus utenlandsk eksponering. Tilsvarende vil forvaltere variere andelen mellom ulike rentemarkedsstrategier, slik som kort versus lang løpetid og statlig versus privat utsteder. Fondets investeringer gjøres primært ved å kjøpe andeler i utvalgte fond, men fondet kan også velge å investere direkte i underliggende verdipapirer.	MSCI World NR USD 30% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 20% + Kredittindeks 20% + OSE Statsobligasjonsind 5.0 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
Storebrand Kombinasjon A	MSCI World NR USD 34.000% + OSE Oslo Børs Benchmark TR NOK 16.000% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 50.000%	Storebrand Kombinasjon er et kombinasjonsfond som har som mål å oppnå langsiktig meravkastning ved å investere i hele bredden av Storebrands fondutvalg, aktive aksje- og rentefond, modellbaserte faktorfond, samt indeksfond. Forvalters muligheter til å skape meravkastning over tid varetas i hovedsak gjennom høyere eller lavere aksjeandel (maks 70 prosent aksjer, minimum 30 prosent), ulike geografisk områder, samt bruk av faktorfond og aktive fond. Fondet er et UCTSFond, og referanseindeksen er en sammensatt indeks. Fondet forvaltes i tråd med Storebrands prinsipp for bærekraftige investeringer. For mer informasjon, se fondets prospekt.	MSCI World NR USD 34% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 16% + Kredittindeks 25% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 10%
Vekterfond Balansert	BBG Barc Global Aggregate TR Hdg NOK 25.000% + OSEFX Mutual Fund 4.000% + MSCI World NR USD 40.000% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 25.000%	Fondet forvaltes som en modellportefølje som aktivt overvåkes og følges opp i forhold til markedsutviklingen. Fondsporteføljen består i hovedsak av norske og globale rente- og aksjefond. Fondet vil normalt bestå av 50 prosent aksjefond og 50 prosent rentefond og er et godt alternativ til å sette sammen sin egen portefølje med verdipapirfond. Forvalterne og deres fond velges ut etter en grundig analyse av så vel kvalitative som kvantitative egenskaper hos forvalterne.	BBG Barc Global Aggregate TR Hdg NOK 25% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 10% + MSCI World NR USD 40% + Kredittindeks 20% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 5%
Vekterfond Offensiv	BBG Barc Global Aggregate TR Hdg NOK 10.000% + OSEFX Mutual Fund 16.000% + MSCI World NR USD 64.000% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 10.000%	Fondet forvaltes som en modellportefølje som aktivt overvåkes og følges opp i forhold til markedsutviklingen. Fondsporteføljen består i hovedsak av norske og globale rente- og aksjefond. Fondet vil normalt bestå av 80 prosent aksjefond og 20 prosent rentefond og er et godt alternativ til å sette sammen sin egen portefølje med verdipapirfond. Forvalterne og deres fond velges ut etter en grundig analyse av så vel kvalitative som kvantitative egenskaper hos forvalterne.	BBG Barc Global Aggregate TR Hdg NOK 10% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 16% + MSCI World NR USD 64% + Kredittindeks 5% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 5%
Vekterfond Trygg	BBG Barc Global Aggregate TR Hdg NOK 40.000% + OSEFX Mutual Fund 4.000% + MSCI World NR USD 16.000% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 40.000%	Fondet forvaltes som en modellportefølje som aktivt overvåkes og følges opp i forhold til markedsutviklingen. Fondsporteføljen består i hovedsak av norske og globale rente- og aksjefond. Fondet vil normalt bestå av 20 prosent aksjefond og 80 prosent rentefond og er et godt alternativ til å sette sammen sin egen portefølje med verdipapirfond. Forvalterne og deres fond velges ut etter en grundig analyse av så vel kvalitative som kvantitative egenskaper hos forvalterne.	BBG Barc Global Aggregate TR Hdg NOK 40% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 4% + MSCI World NR USD 16% + Kredittindeks 30% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 10%
Vibrand Absolutt	Not Benchmarked	Vibrand Absolutt er et kombinasjonsfond som søker en attraktivt absolutt avkastning. Fondet har fleksibilitet til å investere i bank, rentebærende papirer og aksjer. Fondet har i motsetning til tradisjonelle aksjefond muligheten til å begrense effekten av et negativt aksjemarked ved å selge seg helt ut av aksjer. Samtidig vil fondet ha muligheten til å være med på et positivt aksjemarked ved å plassere alle midlene i aksjer. Dette betyr at forvalterne overtar den vanskelige oppgaven å fordøle sparemidlene mellom rentebærende papirer og/eller aksjer. Fondets målsetning er en avkastning på mellom 10-15 % p.a. Mandatet vil søke å investere i selskaper med god likviditet, høy fremtidig inntjening og god ledelse.	OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 30% + MSCI Nordic Countries NR EUR 20% + Kredittindeks 15% + Durasjonindeks 10% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
WarrenWicklund Utbytte	OSE Statsobligasjonsind 0.25	Fondet investerer primært i utbytteaksjer notert på nordisk børs eller tilsvarende markedsplass, samt egenkapitalbevis og rentepapirer med ulik kreditt risiko. Fondet forvaltes med en aktiv investeringsstrategi som over tid skal gi meravkastning utover referanseindeksen. Investeringer foretas basert på en metodikk med top/down identifikasjon av investeringstema, og bottom/up valg av selskap. Porteføljen komponeres med fokus på lav risikokonsentrasjon og begrenset volatilitet i avkastningen.	OSE Oslo Børs Mutual Fund TR NOK 70% + Kredittindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%







## Kombinasjonsfond og fondsprofiler – en undersøkelse om de har gitt verdi for pengene

Fondsprofil	Primary Prospectus Benchmark	Investment Strategy	Bmrk
Storebrand Aktiv 20-100	MSCI ACW NR EUR 40.000% + OSE Oslo Børs Benchmark TRNOK 20.000% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 40.000%	Storebrand Aktiv 20-100 forvaltes svært aktivt ut fra forvalters gjeldende markedsyn. Fondets aksjeandel vil variere mellom 20 og 100 prosent, og være investert i de fondene forvalter har mest tro på til enhver tid.	MSO ACW NR USD 40% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 20% + Kredittindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Storebrand Balansert Allokering	OSE Statsobligasjonsind 0.25	Fondet plasserer midlene i de mest attraktive fondene som Storebrand Livsforsikring til enhver tid tilbyr, gitt forvalters markedsyn. En stor del av midlene plasseres i aksjer, resten investeres i pengemarkeds- og obligasjonsfond. Aksjeandelen kan variere fra 45 prosent til 70 prosent, med 60 prosent som normalposisjon. Fondet er utsatt for valutarisiko.	MSO ACW NR USD 40% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 20% + Kredittindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Storebrand Balansert Indeks	ST4X 22.500% + ST1X 5.000% + BBGBarc Global Corporate Bond 22.500% + MSCI World NR USD 35.000% + MSCI EM NR USD 5.000% + OSE BOLT Benchmark Index Linked/TOTX 10.000%	Fondet fordeler midlene med 50 prosent i aksjer og 50 prosent i renter. Forvaltningen er knyttet tett opp til markedsindeksens sammensetning. Fondet har høy grad av valutaisking. Alle investeringer er i henhold til Storebrands krav til bærekraftig forvaltning.	MSO World NR USD 35% + MSCI EM NR USD 5% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 10% + BBGBarc Global Aggregate TRUSD 10% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 12.5% + Kredittindeks 22.5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Storebrand Balansert Pensjon P	ST4X 17.500% + ST1X 5.000% + Real Estate 5.000% + BBGBarc Global Corporate Bond 17.500% + Private Equity 5.000% + MSCI ACW NR USD 37.500% + OSE BOLT Benchmark Index Linked/TOTX 12.500%	Fondet fordeler midlene med 50 prosent i aksjer, 40 prosent i renter, og resten er eiendom og private equity. Forvaltningen er knyttet tett opp til markedsindeksens sammensetning. Investeringer i utlandet er delvis valutaiskret.	MSO ACW NR USD 37.5% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 12.5% + BBGBarc Global Aggregate TRUSD 10% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 17.5% + Kredittindeks 17.5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Storebrand Forsiktig Allokering		Fondet plasserer midlene i de mest attraktive fondene som Storebrand Livsforsikring til enhver tid tilbyr, gitt forvalters markedsyn. Størstedelen av midlene plasseres i pengemarkeds- og obligasjonsfond, mens resten plasseres i aksjer. Aksjeandelen kan variere fra 15 prosent til 40 prosent, med 30 prosent som normalposisjon. Fondet er utsatt for valutarisiko.	MSO ACW NR USD 20% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 10% + Kredittindeks 20% + OSE Statsobligasjonsind 5.00 20% OSE Statsobligasjonsind 1.00 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Storebrand Forsiktig Indeks	ST5X 10.000% + ST4X 20.000% + ST1X 30.000% + BBGBarc Global Corporate Bond 20.000% + MSCI World NR USD 13.000% + MSCI EM NR USD 2.000% + OSE BOLT Benchmark Index Linked/TOTX 5.000%	Fondet fordeler midlene med 20 prosent i aksjer og 80 prosent i renter. Forvaltningen er knyttet tett opp til markedsindeksens sammensetning. Fondet har høy grad av valutaisking. Alle investeringer er i henhold til Storebrands krav til bærekraftig forvaltning.	MSO World NR USD 15% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 5% + BBGBarc Global Aggregate TRUSD 15% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 15% + Kredittindeks 25% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Storebrand Forsiktig Pensjon P	Faktisk Private Equity avkastning 3.000% + Faktisk eiendomsavkastning 3.000% + JPM GBI Ex Japan Hdg NOK 12.000% + MSCI World Net Hdg NOK 15.000% + BBGBarc Gbl Corporate 12.000% + OSE BOLT Benchmark Index Linked/TOTX 5.000% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 26.000% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 24.000%	Fondet er hovedsakelig investert i renter, men har 20 prosent aksjer og en mindre andel i eiendom og private equity. Fondet har relativt lav risiko og forvaltningen er knyttet tett opp til markedsindeksens sammensetning. Investeringer i utlandet er delvis valutaiskret.	MSO World NR USD 15% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 5% + BBGBarc Global Aggregate TRUSD 15% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 15% + Kredittindeks 25% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Storebrand Offensiv Allokering	MSCI World NR EUR 80.000% + OSE Oslo Børs Benchmark TRNOK 20.000%	Fondet plasserer midlene i de mest attraktive fondene som Storebrand Livsforsikring til enhver tid tilbyr, gitt forvalters markedsyn. Aksjeandelen kan variere fra 75 prosent til 100 prosent, med 90 prosent som normalposisjon.	MSO World NR USD 80% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 10%
Storebrand Offensiv Indeks	ST4X 10.000% + BBGBarc Global Corporate Bond 10.000% + MSCI World NR USD 52.000% + MSCI EM NR USD 8.000% + OSE BOLT Benchmark Index Linked/TOTX 20.000%	Fondet fordeler midlene med 80 prosent i aksjer og 20 prosent i renter. Forvaltningen er knyttet tett opp til markedsindeksens sammensetning. Fondet har høy grad av valutaisking. Alle investeringer er i henhold til Storebrands krav til bærekraftig forvaltning.	MSO World NR USD 52% + MSCI EM NR USD 8% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 20% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 10% + Kredittindeks 10%
Storebrand Offensiv Pensjon P	ST4X 5.000% + Real Estate 3.000% + BBGBarc Global Corporate Bond 5.000% + Private Equity 7.000% + MSCI ACW NR USD 60.000% + OSE BOLT Benchmark Index Linked/TOTX 20.000%	Fondet investerer 80 prosent i aksjer, mens resten plasseres i renter, eiendom og private equity. Forvaltningen er knyttet tett opp til markedsindeksens sammensetning. Investeringer i utlandet er delvis valutaiskret.	MSO ACW NR USD 65% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 20% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 10% + Kredittindeks 5%
Storebrand Pensjon 80		Fondet investerer størstedelen av midlene i aksjer (80%) og resten i renter. Fondet er tilpasset langsiktig pensjonssparing.	MSO World NR USD 60% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 20% + Kredittindeks 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 5%
Vekterspar Balansert	N/A	Fondet forvaltes som en modellportefølje som aktivt overvåkes og følges opp i forhold til markedsutviklingen. Fondsporteføljen består i hovedsak av norske og globale rente- og aksjefond. Fondet vil normalt bestå av 50 prosent aksjefond og 50 prosent rentefond og er et godt alternativ til å sette sammen sin egen portefølje med verdipapirfond. Forvalterne og deres fond velges ut etter en grundig analyse av så vel kvalitative som kvantitative egenskaper hos forvalterne. Forvaltningsselskapet skal søke å oppnå meravkastning ved å finne frem til de beste tilgjengelige forvalterne i verden og kombinere disse verdipapirfond i en portefølje som gir en balansert risiko, men beholder muligheten for meravkastning. Forvaltningsselskapet vil søke etter svært aktive forvaltere, men redusere forvalterspesifikk risiko ved å spre investeringene på flere forvaltere, dels også innenfor samme aktieklasser.	MSO World NR USD 40% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 10% + BBGBarc Global Aggregate TRUSD 10% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 10% + Kredittindeks 10% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 10% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%
Vekterspar Offensiv	N/A	Fondet forvaltes som en modellportefølje som aktivt overvåkes og følges opp i forhold til markedsutviklingen. Fondsporteføljen består i hovedsak av norske og globale rente- og aksjefond. Fondet vil normalt bestå av 20 prosent aksjefond og 80 prosent rentefond og er et godt alternativ til å sette sammen sin egen portefølje med verdipapirfond. Forvalterne og deres fond velges ut etter en grundig analyse av så vel kvalitative som kvantitative egenskaper hos forvalterne. Forvaltningsselskapet skal søke å oppnå meravkastning ved å finne frem til de beste tilgjengelige forvalterne i verden og kombinere disse verdipapirfond i en portefølje som gir en balansert risiko, men beholder muligheten for meravkastning. Forvaltningsselskapet vil søke etter svært aktive forvaltere, men redusere forvalterspesifikk risiko ved å spre investeringene på flere forvaltere, dels også innenfor samme aktieklasser.	MSO World NR USD 60% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 20% + BBGBarc Global Aggregate TRUSD 5% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 5% + Kredittindeks 5% + OSE Statsobligasjonsind 1.00 5%
Vekterspar Trygg	N/A	Fondet forvaltes som en modellportefølje som aktivt overvåkes og følges opp i forhold til markedsutviklingen. Fondsporteføljen består i hovedsak av norske og globale rente- og aksjefond. Fondet vil normalt bestå av 20 prosent aksjefond og 80 prosent rentefond og er et godt alternativ til å sette sammen sin egen portefølje med verdipapirfond. Forvalterne og deres fond velges ut etter en grundig analyse av så vel kvalitative som kvantitative egenskaper hos forvalterne. Forvaltningsselskapet skal søke å oppnå meravkastning ved å finne frem til de beste tilgjengelige forvalterne i verden og kombinere disse verdipapirfond i en portefølje som gir en balansert risiko, men beholder muligheten for meravkastning. Forvaltningsselskapet vil søke etter svært aktive forvaltere, men redusere forvalterspesifikk risiko ved å spre investeringene på flere forvaltere, dels også innenfor samme aktieklasser.	MSO World NR USD 15% + OSE Oslo Børs Mutual Fund TRNOK 5% + BBGBarc Global Aggregate TRUSD 15% + ICE BofAML Global Corporate TRUSD 20% + Kredittindeks 20% + OSE Statsobligasjonsind 3.00 15% + OSE Statsobligasjonsind 0.50 5% + OSE Statsobligasjonsind 0.25 5%

## VEDLEGG I: Beregning av gebyrer

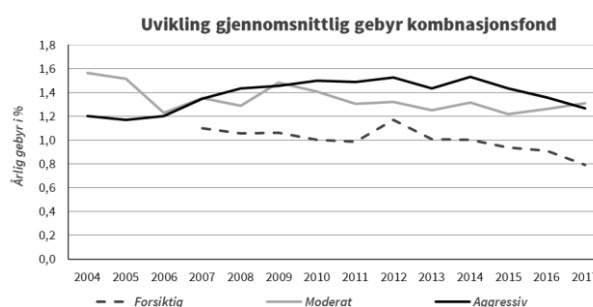
Kombinasjonsfond består av aksjer og renter, der kombinasjonsfondene i det store og hele investerer i andre aksjefond, obligasjonsfond og pengemarkedsfond. De fleste kombinasjonsfondene investerer mesteparten av kapitalen i fond fra egen familie – fond forvaltet av egen organisasjon: DNB velger DNB, KLP velger KLP, Skagen velger Skagen og så videre. Da kan forvalteren investere i underliggende fond med svært høye minsteinnskudd og dermed lave(re) gebyrer. Noe av denne reduksjonen i gebyr bør da komme andelseierne til gode, og således være reflektert i kombinasjonsfondenes gebyrer.

For de underliggende fond som kjøpes inn fra eksterne forvaltere, betaler kombinasjonsfondene et netto gebyr (vanligvis halvparten av det opplyste gebyret); eventuelt betales et tilsvarende beløp tilbake til kombinasjonsfondene i form av returprovisjon. Det forventes at også dette er reflektert i kombinasjonsfondenes gebyrer.

I sum bør derfor kombinasjonsfondene ha gebyrer som er lavere enn det forbrukerne selv må betale. Dog må det justeres for at forvalterne faktisk utfører en tjeneste utover å kjøpe billige(re) underliggende fond. Forvalterne skal tross alt selekttere hvilke fond de skal investere i, gjøre taktiske allokeringer basert på markedsutsikter og styre porteføljen innenfor det risikobudsjett forvalteren er tildelt.

Kapitalforvaltning har i de senere årene opplevd et sterkt press på fondenes gebyrer, blant annet som følge av interessen og fremveksten av effektive indeksfond og børshandlede fond (ETF). De fleste investorer har skjønnt at gebyrene er det eneste man vet med sikkerhet, mens fremtidig avkastning er det ingen forunt å kunne forutse. Derfor fokuserer stadig flere investorer på gebyrene i fondene, da de naturlig nok ønsker å betale minst mulig i årlig forvaltningsgebyr for fondene de investerer i. Følgelig har mange kapitalforvaltere redusert gebyrene sine for å svare på kundenes krav.

I undersøkelsen av gebyrene er både eksisterende og avviklede fond tatt med. Når gebyrene på kategori-nivå måles tilbake til og med 2004, er det ikke kraftig fall i gebyrene, ei heller lett å se at gebyrkuttene har kommet andelseierne til gode. Grafen viser utvikling i gebyrene fra og med 2004.



### Beregning av gebyrer

For å danne et bilde av hva kombinasjonsfondene bør koste, er det undersøkt hva som er

maksimalt gebyr for fond i Norge. Minsteinntekst for fondene er satt til å være inntil 10 000 kroner, og det er kun gjort beregninger for fond som er forvaltet av norske kapitalforvaltere og åpne for nye kunder.

I tabellen til høyre er gjennomsnittet for årlig maksimalt forvaltningsgebyr gjengitt. Beregningen inkluderer både indeksfond og aktivt forvaltede fond. Med denne gebyrstrukturen som utgangspunkt, er det enkelt å

beregne hvilke gebyr kombinasjonsfond bør ha. For enkelthets skyld antas det at det for både aksjefond og obligasjonsfond fordeles investeringen med 50/50 i Norge og globalt. Ved å runde opp får vi en svært enkel, men veldig håndterbar gebyrstruktur.

	Norge	Globalt
Aksjefond	1,52%	1,35%
Obligasjonsfond	0,44%	0,52%
Pengemarkedsfond	0,34%	-

	Snitt	Avrundet
Aksjefond	1,43%	1,50%
Obligasjonsfond	0,48%	0,50%
Pengemarkedsfond	0,34%	0,35%

Gebyrene i kombinasjonsfond varierer ut fra vektingen fondene har mot de forskjellige aktivaklassene, og siden mange kombinasjonsfond har fleksible mandater som gjør at forvalter kan vekte opp/ned en aktivaklasse, må derfor hele gebyrhistorikken til kombinasjonsfondene undersøkes, og da er hvert kombinasjonsfonds oppgitte gebyr i årsrapportene benyttet. Det er imidlertid hull i databasen hva angår hvilke kombinasjonsfond som rapporterer hvilke gebyrer. Derfor er det gjort en beregning av gebyrer når det er hull.

Følgende datapunkter er benyttet, hentet fra og med juni 1998 på månedlig basis:

- *Ongoing Cost Estimated (Annualized)*
- *Representative Cost Inc Transaction Fee (Annualized)*

Det er beregnet et gjennomsnitt hvor de to parameterne er likevektet, oppad begrenset til oppgitt maksimalt årlig forvaltningsgebyr.

Ved å bruke kombinasjonsfondenes årsrapporter og fylle eventuelle hull, kan hvert enkelte kombinasjonsfonds gebyr beregnes, og dermed undersøkes om kombinasjonsfondene i seg selv fremstår som for dyre/billige.

Ved å bruke Morningstar sine kategorier for kombinasjonsfond, og se på hvert enkelt fonds historisk gjennomsnittlige aktivaallokering (sammenholdt med hvert enkelt fonds referanseindeks), kan de tre kategoriernes historiske «reelle» gebyrer beregnes og sammenholdes med hva det gebyret burde være i gjennomsnitt.

I tabellen under er merkostnaden for kategoriene gjengitt. Det er tatt utgangspunkt i det høye anslaget på gjennomsnittlige gebyrer for det beregnede gebyret; altså hva som burde være maksimalt gebyr for de tre kategoriene. På kategorinivå er det nærliggende å konkludere med

at kombinasjonsfondene fremstår som for dyre. Altså, ut fra kombinasjonsfondenes gebyrer har de ikke gitt andelseierne verdi for pengene, da de har høyere gebyrer enn de burde hatt.

Som andelseier i et kombinasjonsfond er det naturlig at man betaler forvalteren for jobben med å gjøre taktiske valg mellom aktiva og selektere de underliggende fondene det investeres i. For det er jo nettopp dette som skal være verdien i et kombinasjonsfond. Antar man at kombinasjonsfond er et lavterskeltilbud – til de investorene som hverken vil eller evner å gjøre jobben med å forvalte sine egne kombinasjonsfond – må jo andelseierne betale for tjenesten de får.

Basert på det beregnede gebyret og avviket til «reelt» gebyr i kombinasjonsfondene, må merkostnaden være gebyret for forvaltningsjobben i selve kombinasjonsfondet. Muligens er det verdt å betale inntil 0,38 prosentpoeng i økt gebyr for at en forvalter gjør jobben med å selektere underliggende fond, forvalte porteføljen og gjøre taktiske valg.

Et interessant aspekt som må kommenteres er at fondsprofilene (som undersøkes i en egen seksjon) tilbyr andelseierne nøyaktig den samme tjenesten som kombinasjonsfondene. Siden tjenesten er identisk, burde også gebyrene være forholdsvis like. Men så er ikke tilfellet.

Gebyr fondsprofil vs. kombinasjonsfond				
	Fondsprofiler (gjennomsnitt)	Kombinasjonsfond (gjennomsnitt)	Gebyr differanse	Gebyr diff. i prosent
Forsiktig	0,67 %	0,81 %	+0,14 p.p	21 %
Moderat	0,92 %	1,33 %	+0,41 p.p	45 %
Aggressiv	1,05 %	1,40 %	+0,35 p.p	33 %

I tabellen over gjengis merkostnaden i kombinasjonsfondene i forhold til fondsprofilene. All den tid dette er identiske produkter med hensyn på forvaltning, er det nærliggende å kunne konkludere med at kombinasjonsfondene er kraftig overpriset i forhold til fondsprofilene.

Svaret på om det er verdt å betale et høyere gebyr for disse tjenestene, må reflekteres i at kombinasjonsfondene faktisk leverer en verdifull tjeneste med noenlunde kvalitet, som materialiserer seg i form av positiv differanseavkastning og/eller risikojustert avkastning.

## VEDLEGG II: Metode for korrigering av kreditt og durasjon

I 2016 gjorde Finanstilsynet et tematilsyn på kombinasjonsfond<sup>7</sup>, som resulterte i en analyse som inneholdt enkelte forbedringspunkter for kombinasjonsfondene. Blant annet hva angår manglende obligasjonsindekser som tar hensyn både til kreditt- og durasjonsrisiko.

Finanstilsynet skrev:

*«Mange av de norske kombinasjonsfondene benytter Oslo Børs statsobligasjonsindeks som referanseindeks for renteeksponering mot det norske markedet. Kombinasjonsfondenes renteplasseringer er derimot vanligvis i rentepapirer utstedt av finansforetak og industriselskaper, og som innehar både kreditt- og likviditetsrisiko. Oslo Børs statsobligasjonsindeks vil da ikke representere et relevant sammenlikningsgrunnlag ettersom denne indeksen verken har kreditt- eller risiko for manglende likviditet. Det finnes per i dag ikke en renteindeks som dekker kredittet for norske rentepapirer. I den utstrekning fondet benytter en referanseindeks som ikke er relevant, er det Finanstilsynets oppfatning at prospektet, og eventuelt annet markedsføringsmaterieell, må inneholde informasjon om at fondets referanseindeks på rentedelen ikke gjenspeiler risikoen i fondets plasseringer. Det vises blant annet til at prospektet skal inneholde den informasjon som kreves for å kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet og risikoen forbundet ved investering i fondet.»*

Problemet er at det rett og slett ikke er obligasjonsindekser som tar høyde for kreditt og durasjon i det norske obligasjonsmarkedet. Nå er det riktignok kommet noen indekser fra Nordic Bond Pricing, som blant annet Verdipapirfondenes forening var med å etablere, men deres indekser strekker seg bare tilbake til 2014. Dessuten er de heller ikke tilgjengelig i Morningstar Direct.

For å ta høyde for at kombinasjonsfondene og fondsprofilene i stor utstrekning investerer i både kreditt og durasjon, har det for denne undersøkelsen blitt beregnet en «Kredittindeks» og en «Durasjonsindeks».

«Kredittindeks» er ganske enkelt Statsobligasjonsindeks 3.00 med et påslag på 1 prosent pr. år, fordelt geometrisk utover året.

«Durasjonsindeks» er ganske enkelt Statsobligasjonsindeks 5.00 med et påslag på 1,5 prosent pr. år, fordelt geometrisk utover året.

Begrunnelsen for påslaget er basert på hva kreditt-/foretaksindekser har gitt av høyere avkastning sammenlignet med statsobligasjonsindekser med samme løpetid.

---

<sup>7</sup> Finanstilsynet Tematilsyn Kombinasjonsfond (2016):  
<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2016/okt-interesse-for-kombinasjonsfond-bor-folges-av-bedret-informasjon-og-storre-oppmerksomhet-om-kostnadsniva/?id=>

Det er hentet inn data fra indeksfamiliene BloombergBarclays, ICE BofAML og FTSE.

Hele spekteret ned til og med B (og tilsvarende rating) er tatt med, så langt tilbake som indeksene har eksistert.

Landene som er brukt er: Sverige, Tyskland, Storbritannia og USA.

Det er på månedlig og årlig basis beregnet avkastningsforskjeller mot statsobligasjoner med samme løpetid. Deretter er disse tallene snittet på tvers av landene. Da det er store forstyrrelser i indeksene i forbindelse med finanskrisen i 2008, er datagrunnlaget testet med og uten 2008.

Det var svært stor variasjon måned til måned og år til år, og på tvers av landene. Dette gjorde det vanskelig å finne ett tall som kunne være representativt for kreditteksponering.

Som beste lave estimat, og for i det minste å korrigere noe for kreditteksponering i Norge, ble 1 prosent pr. år valgt.

Fordelen med å legge dette påslaget på en eksisterende obligasjonsindeks, er at i alle fall litt av volatiliteten fanges opp, men på langt nær alt.

På samme måte ble durasjonsindeksen bygd opp, basert på de samme landene. Nå med statsobligasjonsindekser både med tre og fem års løpetid. Data for statsobligasjonsindekser med forskjellig durasjon ble brukt, blant annet fast durasjon og intervall (1-3, 3-5, 5-7, 7-10 og så videre) for å beregne hva som har vært et naturlig påslag på indeksene når man beveger seg ut på kurven.

Også på durasjon var det stor variasjon måned til måned og år til år. Igjen ble et minste felles multiplum løsningen, og 1,5 prosent pr. år (geometrisk fordelt) ble brukt som beste lave estimat.

Om ikke det fanger kreditt- og durasjonsrisiko i stor grad, er det i alle fall en viss korrigerende av de norske statsobligasjonsindeksene.

### VEDLEGG III: Konstruksjon av referanseindekser og representativitet

De aller fleste kombinasjonsfondene og fondsprofilene som er med i denne undersøkelsen, har referanseindekser bestående av mange forskjellige markedsindekser både for aksjeeksponeringen og for obligasjonseksponeringen. Imidlertid har ingen av kombinasjonsfondene eller fondsprofilene fått registrert sin egen referanseindeks i Morningstar Direct. Derfor måtte det for denne undersøkelsen legges inn data for referanseindeksene til samtlige kombinasjonsfond og fondsprofiler.

Det er tatt utgangspunkt i de referanseindekser som er oppgitt, sammenholdt med kombinasjonsfondets investeringsstrategi som er gjengitt i Morningstar Direct.

For de kombinasjonsfondene og fondsprofilene som har oppgitt den prosentvise sammensetningen av markedsindekser, og hvilke markedsindekser, har det så langt som mulig blitt benyttet de samme underliggende markedsindeksene med lik vektning<sup>8</sup>. Det er flere underliggende markedsindekser som ikke er tilgjengelig i Morningstar Direct. For å sikre at kombinasjonsfondene og fondsprofilene blir målt mot representative underliggende markedsindekser, samt at alle kombinasjonsfondene og fondsprofilene blir behandlet likt, er det plukket ut en serie markedsindekser som er brukt som substitutt for de markedsindeksene som har vært utilgjengelig. Markedsindeksene som er brukt som substitutt, er helt komplementære med dem som kombinasjonsfondene og fondsprofilene har oppgitt, så dermed skulle ikke det slå ut på resultatene.

Det er spesielt på obligasjonssiden det er gjort tillempninger og brukt substitutter. Følgende tre indekser er benyttet:

- BBgBarc Global Aggregate TR USD
- FTSE HY Market TR USD
- ICE BofAML Global Corporate TR USD

Bakgrunnen for valget er at det var ønskelig med representanter fra forskjellige indeksfamilier som gjør at de fanger underliggende obligasjoner. Viktigst er det at undertegnede kjenner til hvordan disse indeksene er konstruert og hva de fanger. De er uansett svært gode substitutter for de fondene som opererer med andre markedsindekser.

På aksjesiden er det primært markedsindekser fra MSCI sin indeksfamilie som går igjen hos fondene. Imidlertid ble det valgt at alle indeksene skal være Net Total Return, og er overstyrt fondenes valg. For aksjeeksponering i Norge har alle fått tildelt OSE Oslo Børs Mutual Fund TR

---

<sup>8</sup> Dette gjelder ikke for norske obligasjoner, da det har vært nødvendig å korrigere for kreditt og durasjon. Metoden for dette er beskrevet i VEDLEGG II.

NOK som markedsindeks, uansett hva som er oppgitt.

For alle kombinasjonsfond og fondsprofiler er det blitt gjort en analyse av hvordan det har vært investert historisk. Det er gått tilbake 20 år og elleve måneder, med månedlige observasjoner. Den hele og fullstendige historikken som er tilgjengelig i Morningstar Direct er benyttet, og da fra et «*Holder Based*»-perspektiv; altså hva fondene faktisk har eid av underliggende papirer.

Hele den historiske allokering er analysert, der andelen aksjer, obligasjoner og kontanter er beregnet med gjennomsnittsverdier og avvik i forhold til disse verdiene. Avvikene er gjort av frekvensmålinger innenfor 1 og 2 standardavvik, samt selve standardavviket av observasjonene.

For aksjeeksponeringen er det beregnet et historisk gjennomsnitt for hvordan fondet har investert; altså andel norske aksjer, amerikanske aksjer, nordiske aksjer, aksjer i fremvoksende økonomier og så videre. Også her er det beregnet et historisk gjennomsnitt med avviksanalyse.

For obligasjonsinvesteringen er det beregnet hvordan fondet historisk har vært eksponert, der geografi (Norge, globalt og så videre), kreditt (statsobligasjoner, foretaksobligasjoner, «High Yield» og så videre) og durasjon (kort, mellomlang og lang) har vært fokusområdene. Igjen er det gjennomsnittsverdier med avviksanalyser som ligger til grunn for den obligasjonsfordelingen som er valgt for hvert enkelt fond.

Også residualen – resten av det som ikke er aksjer eller obligasjoner – er analysert, og er i prinsippet blitt ansett som «kontanter»; mer presist, bankinnskudd. Svært mange kombinasjonsfond oppgir en svært høy andel av fondet i risikofri plassering (Statsobligasjonsindeksen med tre måneders løpetid (ST1X)). Derfor er naturlig nok denne kontantandelen (inklusive residualen) analysert for å avdekke hvordan hvert enkelt kombinasjonsfond har investert historisk.

Det må bemerkes at i konstruksjonen av hvert enkelt kombinasjonsfonds unike referanseindeks har tiltroen alltid kommet kombinasjonsfondene til gode. Det er alltid tatt laveste verdi for de investeringer som har høyest forventet avkastning (og dermed også høyest forventet risiko), for ikke å gjøre det for vanskelig for kombinasjonsfondene å slå sin egen referanseindeks. Dette spesielt siden referanseindeksene rebalanseres hver måned, og at de underliggende markedsindeksene er kostnadsfrie og ikke har noen form for transaksjonsgebyrer.



De kombinasjonsfondene og fondsprofilene som ikke har oppgitt en referanseindeks, eller faktisk har en referanseindeks, er blitt tildelt en «*reverse engineered*» referanseindeks basert på hvordan fondet historisk har investert.

Alle referanseindeksene til kombinasjonsfondene, med underliggende markedsindekser og vektingen av disse, er i TABELL G. Der er også fondenes oppgitte referanseindeks og oppgitte investeringsstrategi.

Alle referanseindeksene til fondsprofilene, med underliggende markedsindekser og vektingen av disse, er i TABELL H. Der er også fondenes oppgitte referanseindeks og oppgitte investeringsstrategi.

## Avsluttende merknader

Undertegnede har forfattet hele denne rapporten og gjort alle beregninger og analyser som er gjengitt her.

Undertegnede eier ingen andeler i noen av kombinasjonsfondene eller fondsprofilene som inngår i undersøkelsen.

Undertegnede har tidligere arbeidet med seleksjon av verdipapirfond og forvaltning av «fond-i-fond»-porteføljer, men har aldri anbefalt kombinasjonsfond/fondsprofiler overfor kunder. Ei heller benyttet kombinasjonsfond/fondsprofiler i forvaltning på vegne av kunder.

### Undertegnedes nåværende formelle verv innen kapitalforvaltning:

- **Alchemy Fund Management AS: Styremedlem**  
*Alchemy Fund Management er en frittstående uavhengig registrert AIF-forvalter med konsesjon fra Finanstilsynet som verdipapirforetak med aktiv forvaltning. Alchemy forvalter i dag ett spesial-/hedgefond.*  
*[www.alchemy.no](http://www.alchemy.no)*
- **Global Assets and Trading AS: Styremedlem**  
*Global Assets and Trading er et frittstående uavhengig meglerhus med konsesjon fra Finanstilsynet til mottak og formidling av ordre, investeringsrådgivning og utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger og finansielle analyser.*  
*[www.globalassets.no](http://www.globalassets.no)*

Helge B. Rutgersen  
1. oktober 2019

\*\*\*