



ER FONDENE SOM BANKENE ANBEFALER TIL KUNDENS BESTE?

Flertallet av bankene anbefaler aktive globale aksjefond til tross for at de er fem ganger dyrere enn indeksfondene. Men er de bedre?

16.06.2020

Innhold

Innhold.....	2
1 Oppdaterte tall viser at aktive globale aksjefond øker tapene mot indeksfond	3
1.1 Forrige undersøkelse.....	3
1.2 Derfor oppdaterer vi tallene	3
1.3 Oppdaterte resultat: Globale aktive fond taper mer mot indeksfond	4
1.4 Kundene påføres store tap ved å ledes inn i de aktive fondene.....	5
1.4.1 Tapene akkumulerer seg over tid	5
1.4.2 Metodikk	6
1.5 Dyre forvaltere er flinkere enn de billige, men gevinsten tilfaller ikke kundene	6
1.6 Aktive globale fond taper «alltid» mot indeksfond	7
1.6.1 Forenklet graf viser store tap mot indeksfond	9
1.7 Risikojustering og persistens.....	9
2 Brudd på verdipapirhandellovens § 10-9?	10
2.1.1 Til kundens beste interesse.....	10
2.1.2 Ærlig informasjon	11
3 Brudd på markedsføringsloven § 3?	11
4 En betydelig prisreduksjon kan være løsningen	11
5 Forklaring av aktivt fond og indeksfond.....	12



1 Oppdaterte tall viser at aktive globale aksjefond øker tapene mot indeksfond

Forbrukerrådet har tidligere publisert en analyse¹ av aktive aksjefond, heretter omtalt som «den forrige undersøkelsen». Den målte i hvilken grad fondene oppnådde sin markedsførte målsetting om å gi bedre avkastning enn fondenes referanseindeks. Undersøkelsen baserte seg på 20 års statistikk, til og med 2017. I denne rapporten presenteres oppdaterte tall for de globale aksjefondene med årene 2018, 2019, samt første kvartal 2020. I tillegg er indeksfondenes avkastning i forhold til deres respektive referanseindekser beregnet.

Aktive globale aksjefond er i gjennomsnitt fem ganger dyrere enn globale indeksfond, basert på fondene på Finansportalen. Indeksfond bør anses som standardproduktet, mens aktive fond kan sies å være den dyre spesialvarianten av produktet. Det er derfor av stor betydning å påvise om det betydelige prispåslaget tilfører kundene verdi.

Aksjefond er en langsiktig spareform, typisk til pensjon. Aksjefond inngår dessuten i de såkalte kombinasjonsfondene og fondsprofilene, som til sammen utgjør mesteparten av nordmenns langsiktige sparing.

1.1 Forrige undersøkelse

Resultatene fra den forrige undersøkelsen ga nedslående resultater for de aktive fondene for samtlige kategorier med unntak av Norge-fondene, dvs. aksjefond som investerer på Oslo børs. Aktive globale fond, Europa-fond og Norden-fond tapte med god margin mot indeksfondene, uansett hvordan man regnet på det.

Som eneste unntak viste Norge-fondene god kvalitet gjennom bedre avkastning enn indeksfondene. Norske forvaltere viste seg å være dyktige på hjemmebane. Problemet oppsto når de plukket aksjer utenfor Norge. Man kan litt folkelig si at forvalterne vant NM, men falt igjennom i VM. Da mesteparten av forbrukernes fondsformue nettopp er plassert i fond som investerer i utlandet, påfører dette forbrukerne store tap, målt mot indeksfondene. Forbrukerrådet har per mai 2020 estimert dette tapet til 2,6 milliarder årlig for aksjefond, kombinasjonsfond og rentefond samlet. Norge-fond er altså holdt utenfor.

1.2 Derfor oppdaterer vi tallene

Globale fond er den fondskategorien som både bankene og akademia er enige om at bør utgjøre fundamentet i enhver forbrukers fondssparing. Dette ble

¹ <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/02/velge-aktive-aksjefond-eller-indeksfond-analyse.pdf>



dokumentert i den forrige undersøkelsen. Konklusjonen var at om forbruker skal velge seg en fondstype, bør det være globalt fond. Dette på grunn av den fordelaktige store risikospredningen man oppnår globalt. Derfor tar vi for oss kun de globale fondene i denne rapporten. De aktive Norge-fondene kan uansett holdes utenfor da de påviselig var fordelaktige for forbrukerne. Problemet er de aktive globale fondene.

Forbrukerrådet formidlet resultatene fra den forrige undersøkelsen til bankene. Om bankene ikke visste det fra før av, ble de da kjent med analysene som viste at kundene kunne forvente å tape på å velge aktive globale aksjefond fremfor globale indeksfond. Tross denne kunnskapstilførselen viser salgsstatistikken² fra VFF at majoriteten av bankene fortsetter å lede kundene inn i de aktive globale fondene. Fortsatt er 84 % av aksjefondsmidlene i personkundemarkedet plassert i aktive fond. Forbrukerrådet anser det som særlig kritikkverdig at banker leder kundene inn i den fondstypen som de nå «vet» kundene kan forvente å tape på.

Vi har oppdatert analysen av de globale fondene for å kunne avdekke i hvilken grad de forrige resultatene står seg, samt gi et oppdatert grunnlag for å kunne iverksette tiltak som sikrer at investeringsrådgivningen samsvarer med det som beviselig er «i tråd med kundens beste interesse», som er ordlyden i verdipapirhandelloven³, som regulerer investeringsrådgivningen.

1.3 Oppdaterte resultat: Globale aktive fond taper mer mot indeksfond

Oppdateringen av tallmaterialet viser nedslående resultater for de aktive globale aksjefondene. Målt mot sine respektive referanseindekser har de aktive globale aksjefondene samlet sett gitt -1,43 % (negativ) årlig differanseavkastning⁴ siste 20 hele kalenderår samt første kvartal 2020. Dette er en forverring i forhold til den forrige undersøkelse som viste -0,89 %. Nesten hele forverringen kan forklares med de aktive fondene tapte betydelig mot sine referanseindekser i både 2018 og 2019. Utfasing av 1998 og 1999 i den 20-årige måleperioden har kun ubetydelig negativ innvirkning på resultatet. Første kvartal 2020, som inkluderer børskrakket i mars, har ubetydelig positiv effekt på resultatet.

² <https://www.vff.no/hittil-i-%c3%a5r>

³ <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>

⁴ Differanseavkastning er avviket i avkastning mellom fondet og referanseindeksen. Referanseindeksene representerer ulike varianter av børsens generelle avkastning.



1.4 Kundene påføres store tap ved å ledes inn i de aktive fondene

De aktive fondene oppgir i produktinformasjonen at målsettingen er å gi høyere avkastning enn den oppgitte referanseindeksen. Strengt tatt kunne man derfor bare målt fondene på dette. Men alternativet til et aktivt forvaltet fond er i praksis er et indeksfond. Indeksfondet er billig, men ikke gratis. I gjennomsnitt har indeksfondene gitt en årlig negativ avkastning målt mot referanseindeksene på 0,30 %, viser våre tall. Vi har kun tall for indeksfondene tilbake ti år fordi relevante referanseindekser for flere av indeksfondene mangler bakover i tid i Morningstars database. Dessuten eksisterte det svært få globale indeksfond i den forutgående tiårsperioden. Vi antar at indeksfondene har gitt samme årlige differanseavkastning for hele måleperioden på 20 år.

Det må påpekes at samtlige aktive aksjefond markedsfører en målsetting om å slå referanseindeksen, ikke slå indeksfondene. Det er denne forventningen som formidles til kundene. Om et aktivt fond oppfyller den forespeilede kvalitet eller ikke bør derfor måles mot referanseindeksen. Vi er «snille» mot de aktive fondene og måler dem likevel mot indeksfondene før vi konkluderer.

Oppdaterte resultat, siste 20 år:

Kundenes årlige tap i aktivt fond

Aktive globale fond aksjefond	– 1,43 %
<u>Indeksfond, globale</u>	<u>– 0,30 %</u>
Årlig tap	– 1,13 %

Årlig kan forbrukerne forvente å tape 1,1 % årlig på rådene om å velge aktivt globalt fond fremfor indeksfond. Over tid er den økonomiske konsekvensen betydelig for kundene. Se neste tabell.

1.4.1 Tapene akkumulerer seg over tid

Nedenstående tabell viser hva en kunde over tid kan forvente å tape basert på resultatene omtalt ovenfor. Tabellen viser en kunde som plasserer et engangsbeløp i et aktivt globalt aksjefond og lar beløpet stå i ro over ulike antall år. Tapet er definert som differansen i avkastning mellom globale aktive fond og indeksfond, dvs. 1,1 % årlig. Denne differansen utgjøres i all hovedsak av forskjellen i gebyr mellom indeksfondene og de aktive fondene.



Samlet tap i aktivt fond fremfor indeksfond			
Sparebeløp i år 0	Tidshorisont		
	10 år	20 år	30 år
200 000	41 100	148 600	402 900
500 000	102 800	371 400	1 007 300
1 000 000	205 700	742 900	2 014 700

Kilde: Forbrukerrådet, Morningstar.

Tabell 1

Det er lagt til grunn 7 % årlig avkastning i aksjefondene før gebyr.

Over 20 år kan en forbruker som plasserer 500.000 i et aktivt aksjefond forvente å tape hele 371.400 sammenlignet med et indeksfond.

To forhold forklarer de store tapene: 1) Vi har lagt til grunn at fondet gir avkastning. Dermed vokser sparebeløpet som belastes gebyr. 2) Fondet går glipp av avkastning på den delen av formuen som trekkes ut til gebyrer.

Det årlige tapet på 1,12 % er ikke den eksakte fasit. Størrelsen på tapet avhenger av lengden på måleperioden. Vi har valgt 20 år og begrunner dette i den forrige rapporten. Vi kunne ha valgt 10 år. Det ville gitt samme måleperiode for indeksfondene og de aktive fondene. Dessuten er 10 år det maksimale antall år Morningstar benytter ved rating av fond, en rating som om lag samtlige banker i dag benytter. Målt over siste 10 år blir kundens tap betydelig større. De globale aktive aksjefondene taper da årlig 2,09 % mot referanseindeksene.

1.4.2 Metodikk

Hvert fond vektes med antall år det har eksistert i måleperioden. Ett kalenderår med avkastning teller med som én prestasjonsenhet. Et fond som har eksistert i f.eks. fire hele kalenderår bidrar med fire prestasjonsenheter til totalresultatet. Totalt 73 aktive globale fond og 10 globale indeksfond, som utgjør 883 årlige observasjoner avkastning ligger til grunn for analysen av globale fond. Les alt om målemetodikken på sidene 10-16 i den forrige undersøkelsen.⁵

Den oppdaterte undersøkelsen har imidlertid med nystartede fond i perioden 2018-2019 som kan vise til minst et kalenderår med avkastning.

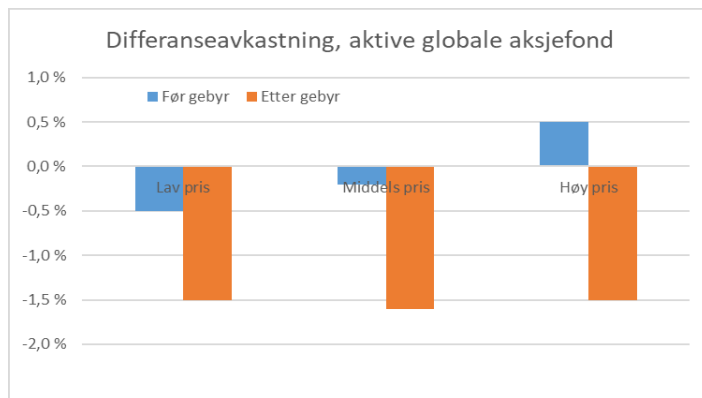
1.5 Dyre forvaltere er flinkere enn de billige, men gevinsten tilfaller ikke kundene

Videre har vi gruppert de aktive fondene etter pris. Lav pris = 0-1,25 % i årlig gebyr. Middels pris = 1,25 % – 1,75 %. Høy pris er alt over 1,75 %. Tallmaterialet

⁵ <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/02/velge-aktive-aksjefond-eller-indeksfond-analyse.pdf>



indikerer at de dyre forvalterne er flinkere enn de billigere forvalterne. Før gebyrene belastes, har de dyre forvalterne gitt 0,5 % høyere årlig avkastning enn sine referanseindekser. Til sammenligning taper de billigste forvalterne 0,5 % mot referanseindeksene – før gebyr. Men etter at gebyrene belastes, blir avkastningen tilnærmet lik mellom de tre prisgruppene (- 1,5 %). De flinke forvalterne beholder hele gevinsten selv. Ingenting til kunden utover gebyrer:



Figur 1

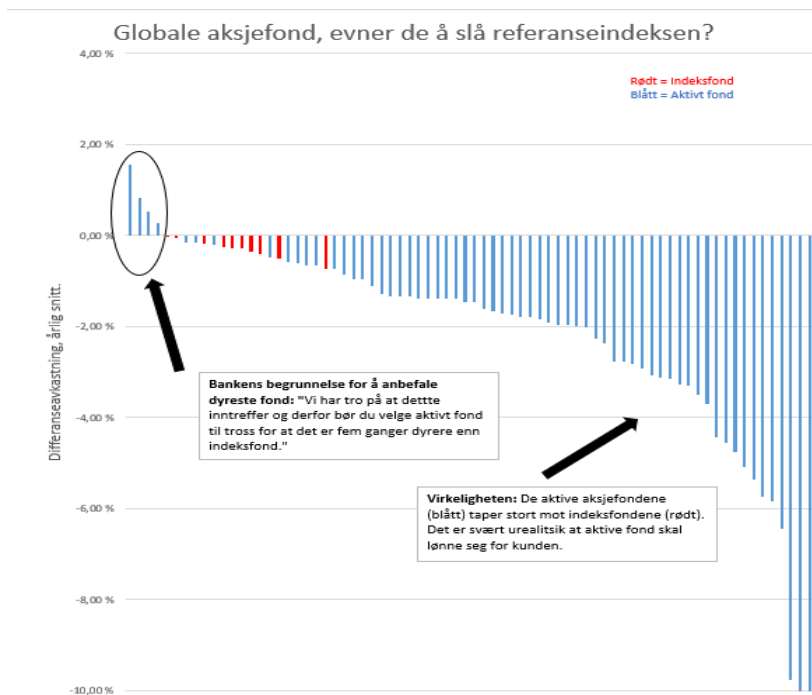
Grafen viser litt større negativ differanseavkastning enn det samlede gjennomsnittet i forrige kapittel. Årsaken er at grafen vekter alle fondene likt.

1.6 Aktive globale fond taper «alltid» mot indeksfond

La oss sammenligne aktive globale aksjefond mot indeksfond på produktnivå. Vi må da måle over siste 10 kalenderår (pluss første kvartal 2020) på grunn av mangelfulle data for indeksfondene lengre tilbake.

Nedenstående diagram viser fondenes årlige differanseavkastning siste 10 år. Indeksfondene viser en lav negativ differanseavkastning som nær tilsvarer gebyret. Aktiv forvaltning gir et utfallsrom for både positiv og negativ differanseavkastning. Men grafen viser at utfallsrommet i dominerende grad er negativt. Kun de innsirklede fondene har slått børsen.

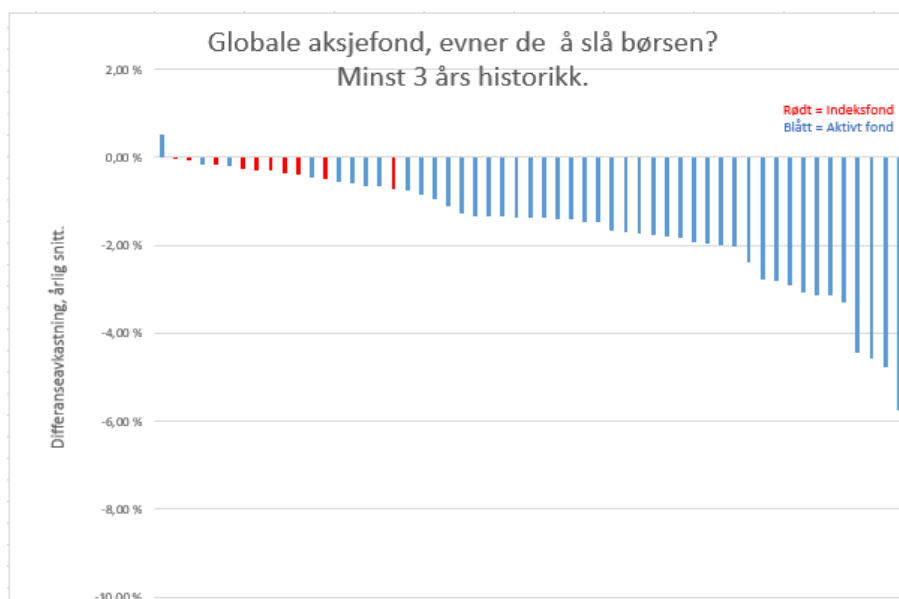




Figur 2

Da dette diagrammet viser alle fond uten hensyn til hvor lenge fondet har eksistert, kan de største utslagene være et resultat av tilfeldige svingninger i fond med kort historikk.

La oss derfor begrense 10 års statistikken til fond med minst 3 års historikk. Se neste diagram. Fondene med ekstrem negativ differanseavkastning forsvinner da. Men det samme gjelder de fleste fondene med positiv differanseavkastning. Faktisk står vi igjen med kun ett fond som har slått sin referanseindeks. Fondet Öhman Global Hållbar A. Dette fondet er ikke en gang norskregistrert, og ikke i salg hos bankene, ifølge Forbrukerrådets gjennomgang.

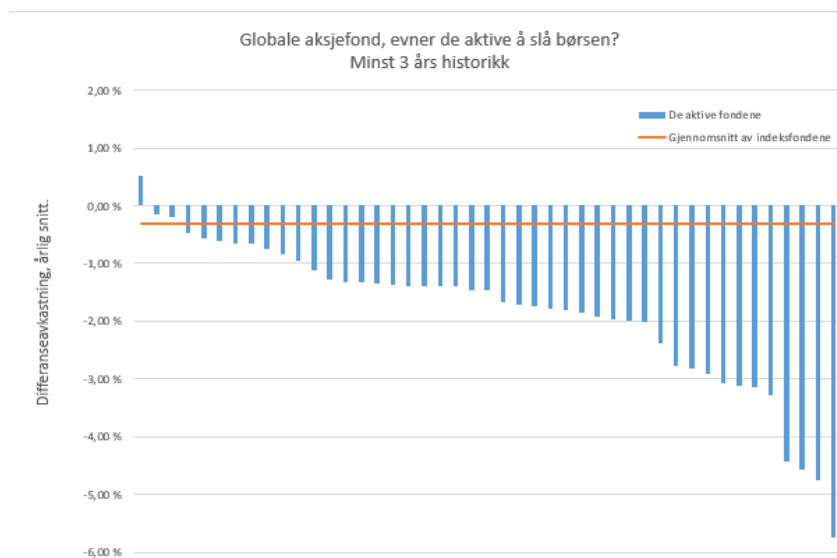


Figur 3



1.6.1 Forenklet graf viser store tap mot indeksfond

Som omtalt tidligere måler vi helst de aktiv globale fondene mot indeksfondene. Selv om fondene i reklamen påstår at de «skal» slå referanseindeksen, er det strengt tatt indeksfondene de må slå for å kunne forsvare sin høye pris. Vi har derfor lagt inn gjennomsnittlig differanseavkastning (oransje linje) for indeksfondene og måler de aktive fondene mot denne. Kun tre fond smyer seg så vidt over denne målestokken, mens de fleste fondene taper stort. Kundene har altså tapt mye på å følge bankenes råd om å velge de dyre aktive globale fondene fremfor de globale indeksfondene:



Figur 4

1.7 Risikojustering og persistens

Strengt tatt bør den historiske avkastningen risikojusteres. Det er ikke gjort ved oppdatering av dataene denne gangen. Men i en oppfølgingsrapport⁶ til den forrige undersøkelsen ble fondene målt på risikojustert avkastning uten at dette endret resultatene.

I den rapporten ble også fondene sjekket for persistens, dvs evnen til å gjenta tidligere prestasjoner. Konklusjonen var at ingen av de globale fondene viste evne til å gjenta tidligere perioder med meravkastning, det vil si persistens i sin levetid. Dersom ett aktivt globalt fond skiller seg ut med positiv differanseavkastning, kan altså resultatet forklares med tilfeldigheter. Også et slikt fond kan altså forventes å tape mot referanseindeksen i neste måleperiode.

⁶ <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/12/analyse-av-aksjefond-flaks-eller-dyktighet.pdf>



2 Brudd på verdipapirhandellovens § 10-9?

La oss legge de ovenstående resultatene til grunn. Resultatene samsvarer for øvrig med samtlige uavhengige analyser Forbrukerrådet har sporet opp (omtalt i den forrige rapporten). Beregningene er også etterprøvd av Norsk Regnesentral, på oppdrag for DNB, med samme resultat.

Våre analyser viser at samtlige norskregistrerte aktive globale fond rettet mot småsparere har tapt mot referanseindeksen siste 10 år. Uten unntak. Bevismaterialet som bekrefter de aktive globale fondenes underlegenhet i forhold til indeksfondene er nå formidabelt. Også Morningstar har publisert analyser⁷ som viser det samme resultat som Forbrukerrådets analyser. Dessuten, bankene har ennå ikke fremlagt analyser som underbygger deres påstander, til tross for at det er tilbydere som bærer bevisbyrden for sine påstander.

Kundene har utvilsomt tapt stort på aktive aksjefond som investerer utenfor Norge. Kundene kan forvente å tape ved å velge et aktivt globalt aksjefond fremfor et globalt indeksfond. Denne kunnskapen har bankene. Likevel formidles ikke disse fakta til kundene. Tvert imot påstår flere banker at det motsatte er tilfelle, men uten å dokumentere det. Mest iherdig har trolig Nordea vært som i markedsføringen har påstått⁸ at «de har tro på» aktive fond og derfor lenge har anbefalt kundene de dyre aktive fondene fremfor indeksfond.

Verdipapirhandellovens intensjon er blant annet å sikre investorbekyttelse. Dvs. sikre at også investors (forbrukers) interesser blir ivaretatt ved salg og rådgivning av investeringsprodukter (bl.a. aksjefond). Bankene og øvrige distributører av fond omfattes av loven.

Verdipapirhandelloven § 10-9 (1) sier følgende:

«Foretaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse.»

2.1.1 Til kundens beste interesse

Det er høyst relevant å spørre seg om bankens anbefaling av aktive globale fond er «i tråd med kundens beste interesse» når bankene i dag har full tilgang til informasjon som tilsier at kunden kan forvente å tape på et slik råd, målt opp mot beste alternativ, som altså er indeksfond.

⁷ <http://www.morningstar.no/no/news/170886/fiasco-er-alltid-en-mulighet.aspx>

⁸ <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/klager-inn-nordea/>



2.1.2 Ærlig informasjon

Det er høyst relevant å spørre seg om bankene innfrir lovteksten om å «opptre ærlig» når ingen banker informerer kundene om de negative egenskapene ved aktive globale fond. Hvor er advarselen om at kundene som velger et aktivt globalt fond kan forvente lavere avkastning enn et tilsvarende indeksfond, og det til om lag samme risiko? I dag holdes denne informasjonen tilbake.

3 Brudd på markedsføringsloven § 3?

Ved investeringsrådgivning gis det anbefalinger av konkrete fond. Dersom en rådgiver anbefaler et aktivt fond fremfor indeksfond, må det implisitt bety at rådgiver påstår at det aktive fondet har egenskaper som tilsier at det er bedre for kunden enn indeksfondet. Da er det naturligvis ikke tilstrekkelig at rådgiver begrunner dette med «at vi har tro på aktiv forvaltning». Påstanden om at et aktivt forvaltet fond kan forventes å være et bedre valg enn indeksfond må kunne dokumenteres. Dette sier markedsføringsloven § 3:

«Påstander i markedsføring om faktiske forhold, herunder om ytelsers egenskaper eller virkning, skal kunne dokumenteres. Dokumentasjonen skal foreligge på annonsørens hånd når markedsføringen skjer.»

Forbrukerrådet har kontaktet alle de store bankene og bedt dem dokumentere sine påstander om aktiv forvaltning. Samtlige har avvist dette.

At et aktivt fond i gjennomsnitt er fem ganger dyrere enn indeksfondet, bør være skjerpene til kravet til å dokumentere påstandene.

4 En betydelig prisreduksjon kan være løsningen

Forskjellen i avkastning mellom aktive fond og indeksfond er nær identisk med forskjellen i årlig gebyr. Det er altså ikke den aktive forvaltningen i seg selv som er hovedproblemet. Det er prisen. Om prisen på et aktivt fond er like lav som et indeksfond, er den gjennomsnittlige forventede avkastningen nær den samme, viser våre analyser (men risikoen i det aktive fondet er litt høyere enn indeksfondet). Er prisen for det aktive fondet lav nok, er det å anse som et ok produkt.

Finanstilsynet har tidligere fastslått at prisen på et aksjefond skal stå i forhold til muligheten for meravkastning⁹ i fondet. Dette fastslo Finanstilsynet i brevene til DNB vedrørende fondet DNB Norge, som Forbrukerrådets gruppesøksmål mot DNB var en forlengelse av. Tilsynet skrev at fondets årlige gebyr ikke kan være høyere enn at det gir kunden «en realistisk mulighet til meravkastning». Finansnæringen argumenterer for at aktive fond er dyrere fordi de beviselig gir

⁹ Meravkastning = Positiv differanseavkastning, omtales ofte som «å slå børsen».



en god mulighet til å slå børsen. Men fond som beviselig har tapt mot børsen over lang tid, kan vanskelig støtte seg på en slik argumentasjon. Og det gjelder nær samtlige aktive globale aksjefond.

Når en av målingene over viser at bare 1 av 44 aktive globale fond har gitt kundene meravkastning målt over de siste 10 år, er spørsmålet om kundene har blitt gitt en realistisk mulighet til meravkastning.

Dersom prisene reduseres betydelig, øker også realismen i fondenes uttalte kvalitetsmål, dvs. å slå referanseindeksen (gi meravkastning).

Til slutt. Hva legger man i Finanstilsynets begrep «realistisk»? Om noen uttaler at «det er realistisk at vi kommer til å rekke bussen», er sannsynligheten da over 50 %? Eller er den lavere? Det er neppe så lav som 1 til 44, som tilsvarer om lag 2 % sannsynlighet. Da er sannsynligheten 98 % for at du ikke rekker bussen. Realistisk? Neppe.

5 Forklaring av aktivt fond og indeksfond

Basisproduktet for en forbruker som ønsker å eksponere sparemidlene for aksjemarkedet, er å kjøpe tilgang til børsens utvikling. Indeksfond er således å anse som basisproduktet da fondet nærmest helautomatisk følger børsens referanseindeks til en lav pris. Forbruker får da aksjemarkedets utvikling fratrukket et årlig gebyr. Forbruker kan vurdere å betale mer – i gjennomsnitt fem ganger mer¹⁰ – for å skaffe seg en viss mulighet til avkastning som er høyere enn børsens indeks. Et fond med denne iboende tilleggsten heter aktivt forvaltet aksjefond. Forvalter tar da egne investeringsvalg som fraviker børsens aksjesammensetning i et forsøk på å gi en høyere avkastning enn referanseindeksen. Slike fond markedsfører et mål om å «slå børsen». Likevel er det mer relevant å vite om det aktive fondet «slår» indeksfondene.

De aktive aksjefondene forsøker å slå markedet, og flere fond kan vise til at noen har klart nettopp det. Det er vanskelig for forbrukerne å skille mellom hva som skyldes flaks, og hva som skyldes dyktighet hos forvalter. Et fonds positive meravkastning fremstår åpenbart som en god prestasjon. Fond som har prestert bra, oppnår stort salg. Forbrukerne velger fond fra toppen av resultatlistene, og bankene anbefaler gjerne disse fondene.

Spørsmålene forbrukerne bør kreve svar på:

1. Slår de aktive aksjefondene indeksfondene som gruppe?
2. Ofte er det alltid enkelte aktive fond som slår indeksen en periode. Kan man forvente at slike fond også slår indeksen i fremtiden?

¹⁰ Forbrukerrådets aritmetiske gjennomsnittsberegning basert på aksjefondene i Finansportalen.no



Forbrukerrådets analyser viser at de aktive globale fondene svikter på begge disse punktene. De fremstår derfor som dårlige kjøp.

Kontaktinfo:

Geir Ormseth, seniorrådgiver, Forbrukerrådet

Geir.ormseth@forbrukerradet.no

