

UNIVERSITETET I STAVANGER

Ullandhaug, Våren 2012

ET STUDIUM AV NORDMENNENS ATFERD VED INVESTERING I AKSJEFOND

Masteroppgave i Økonomi & Administrasjon
Spesialiseringsretning: Anvendt Finans



Fakultet: Det Samfunnsvitenskapelige fakultet

Institutt: Handelshøgskolen ved UiS

SKREVET AV KAREN HESKE

Standard forside



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt Finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? **NEI**
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

ET STUDIUM AV NORDMENNENS ATFERD VED INVESTERING I AKSJEFOND

ENGELSK TITTEL:

A STUDY OF NORWEGIANS BEHAVIOUR WHEN INVESTING IN STOCK FUNDS

FORFATTER:

Studentnummer:

202270

Navn:

Karen Heske

VEILEDER:

Kristoffer Wigestrands Eriksen

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2012

Underskrift administrasjon:.....

Forord

Denne oppgaven markerer slutten på mastergradsstudiet i Økonomi og Administrasjon på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Jeg har valgt å fordype meg videre inn i fagområdet atferdsfinans på grunnlag av nysgjerrighet og interesse for hvordan psykologi påvirker mennesker som står ovenfor investeringsvalg. Masteroppgaven har gitt meg et spennende, arbeidsomt og lærerikt siste semester på veien mot å bli Siviløkonom.

Jeg ønsker å benytte resten av dette forordet til å takke alle bidragsyterne underveis i arbeidet. Takk til Verdipapirfondets Forening (VFF) for nettsider med mye informasjon og historikk, og til kommunikasjonsrådgiver i VFF, Caroline Sesvold Tørring, for tilsendte statistikker utover det som finnes på foreningens hjemmesider. Takk til Afsheen Azam i analysebyrået Morningstar for oversikt over aksjefondsavkastning. Takk også til Oslo Børs og Statistisk Sentralbyrå for gode og oversiktlige hjemmesider. Takk til Arild R. Sunde i Skagen Fondene, Mette Borg i DNB Asset Management, Thomas Murby i Odin Forvaltning AS og Kjell Magne Enoksen i Handelsbanken, for konsis og nyttig informasjon om distribusjonskanaler. Takk til farfar, Hugo Jarl Heske, for korrekturlesning og språklige innspill.

Vil også rette en stor takk til min veileder Kristoffer Wigestrands Eriksen, Førsteamanuensis ved Handelshøyskolen på UiS. Jeg setter stor pris på din veiledning for å få meg inn på riktig spor, og dine konstruktive tilbakemeldinger.

Sist, men ikke minst; Takk til familie, venner og Ole-Johan, for tålmodighet og god støtte under en periode bestående av mye arbeid.

Stavanger, 15.juni 2012

Karen Heske

Sammendrag

Tradisjonelle økonomiske teorier legger til grunn et rasjonelt menneske som handler for å maksimere nytte. Etterhvert ble det funnet et stort antall brudd på de tradisjonelle teoriene. Det viste seg at mennesker handler med intuitive tommelfingerregler når en står ovenfor ulike beslutningsvalg. Ved å inkludere psykologiske aspekter i økonomiske modeller, utarbeidet Kahneman og Tversky på 1970-tallet Prospekt teori. Prospekt teori forsøker å fortelle hva folk *faktisk gjør* når de står ovenfor beslutningsvalg, i stedet for hva de *burde gjøre*. Denne utviklingen har videre dannet grunnlag for fagområdet atferdsfinans som studerer hvordan forskjellige psykologiske faktorer påvirker til finansiell beslutningstaking. Med utgangspunkt i atferdsfinans er det i denne masteroppgaven sett på faktorer som påvirker til nordmenns timing for kjøp og salg, samt valg av aksjefond.

Når det gjelder timing for kjøp og salg av aksjefond ser det ut til at nordmenn stort sett tegner fond nært en topp og selger nært en bunn. Et unntak fra dette skjedde da finanskrisen slo inn for fullt i 2008/2009. Da utviste nordmenn god investeratferd ved å nettotegne rekordmange aksjefond nært bunn. Det kan se ut til at det i 2007 samlet sett også ble utvist god investeratferd, da det har vist seg i ettertid at dette var et år med høy børsindeks. Ellers viser altså sammenligninger mellom nordmenns tegninger i aksjefond og svingningene i hovedindeksen på Oslo Børs, tydelige tegn på at nordmenn innløser aksjefond etter fall og tegner nært en topp. Mediebildet ser også ut til å være en påvirkningskraft for valg av investeringstidspunkt.

Nordmenns valg av aksjefond ser ut til å være påvirket av bankenes fondsmenyer. Fondene og forvaltningsselskapene med høyest tegninger distribuerer for det meste aksjefond via egne bankfilialer og rådgivere. Dermed er det grunn til å tro at nordmenn i stor grad velger fond ut fra bankrådgivernes anbefalinger, som gis med utgangspunkt i kundens ønskede sparebeløp, risikoeksponering og tidshorisont. Unntaket er Skagen Fondene som selger det meste av sine aksjefond via egendistribusjon. Ved valg av disse fondene ser det ut som at medieomtale og gjennomsnittlig årlig avkastning er den største påvirkningskraften til investeringsvalgene. Nordmenns investeringsandel i hjemmemarkedet fremfor det internasjonale markedet, ser ut til å variere med de økonomiske konjunktorene. Tegningsandelen i norske aksjefond er høyest i lavkonjunkturer. Det kan dermed se ut som at nordmenn har større optimisme til norsk økonomi (enn til verdensøkonomien for øvrig) i kjølvannet av finanskrisen. Kanskje med god grunn?

Innholdsfortegnelse

Figurliste	7
Diagrammer og Tabeller.....	7
1 Innledning.....	8
1.1 Bakgrunn for oppgaven	8
1.2 Problemstilling.....	8
2 Kort historie – fagområdet "Atferdsfinans" sin utvikling.....	9
3 Atferdsfinans.....	10
3.1 Fra forventet nytteteori til prospekt teori	10
3.2 Prospekt teori.....	12
3.2.1 Verdifunksjonen	14
3.2.2 Rammer og mentale regnskap.....	15
3.3 Atferdsfinans som forklaring på investoratferd	17
3.3.1 Tiltrekning mot hjemmemarkeder, jakting av vinnere og oppmerksomhet.....	18
3.3.2 Overdreven selvsikkerhet ved investeringsbeslutninger.....	20
3.3.3 Investoratferd påvirket av følelser	21
4 Markedspsykologi.....	23
4.1 Er det mulig å slå markedet?.....	23
4.1.1 A Random Walk.....	23
4.1.2 Effisiensteorien	24
4.2 Investering i enkeltaksjer og aksjefond.....	26
4.2.1 Fondsfeller	26
4.2.2 Psykologi ved timing av investeringer.....	27
5 Data og metode.....	30
6 Analysedel: Atferd ved investering i aksjefond.....	33
6.1 Når kjøper og selger norske personkunder aksjefondene sine?	34
6.1.1 Investering i aksjefond og konjunkturer.....	34
6.1.2 Norske personkunders investering i aksjefond og hovedindeksen på Oslo Børs	38
6.1.3 Er tidspunkt for tegning av aksjefond korrelert med nyhetsbildet?.....	43

6.2	Hva bestemmer hvilket aksjefond en kjøper?	46
6.2.1	Er det fondsmenyene til bankene som bestemmer?.....	46
6.2.2	Å jakte vinnere. Kjøper norske aksjefondskunder fjorårets vinner?.....	50
6.2.3	Home Bias. Er det slik at de fleste investerer i norske aksjefond?	52
6.2.4	Påvirker medieomtale hvilke aksjefond vi velger å investere i?	55
6.2.4.1	Nyhetsbildet og forvaltningsselskap.....	57
7	Tolkning og diskusjon: Nordmenns atferd ved investering i aksjefond.....	60
7.1	Investerer norske personkunder i aksjefond på "riktig" tidspunkt?.....	60
7.2	Hva bestemmer hvilket aksjefond en kjøper?	64
7.3	Forhold å ta i betraktning	69
8	Oppsummering av funn.....	71
9	Referanseliste	73
9.1	Personer.....	73
9.2	Skriftlige Referanser.....	73
	Vedlegg.....	79

Figurliste

Figur 1: Logaritmisk nyttefunksjon.....	11
Figur 2: Beslutningsvektfunksjonen.....	13
Figur 3: Verdifunksjonen	14
Figur 4: Hvilken linje er lengst?.....	15
Figur 5: Integrasjon vs. Segregasjon	16
Figur 6: Disposisjonseffekten.....	22
Figur 7: Typisk tankegang for ”Timing” på aksjemarkedet?	28
Figur 8: Når ville du ha kjøpt/solgt aksjene dine?.....	29
Figur 9: Avisoverskrifter i 2008.....	45

Diagrammer og Tabeller

Diagram 1: Konjunkturer. BNP Fastlands-Norge 2000-2011	35
Tabell 1: Månedlig nettotegning 2004-2011 (tall i tusen).....	36
Diagram 2: Årlig vekst i BNP og nettoinvesteringer i aksjefond 2004-2011	36
Diagram 3: Nettotegning i aksjefond og Oslo Børs Hovedindeks 2003-2012.....	38
Diagram 4: Hovedindeksen på Oslo Børs 2004-2011	40
Tabell 2: Årlig nettotegning i aksjefond 2003-2011 (Tall i millioner)	40
Diagram 5: Vending i nettotening i aksjefond og hovedindeks Oslo Børs 2008-2009.....	41
Diagram 6: Nettotegning i aksjefond og Oslo Børs Hovedindeks 2009-2012.....	42
Diagram 7: Oslo Børs hovedindeks januar 2009 – april 2012	43
Diagram 8: Nyhetsbildet og nettoinvestering i aksjefond	44
Tabell 3: Forvaltningsselskapenes distribusjonsmåte	47
Diagram 9: Prosentvis andel av investering av fjorårets vinnere.....	51
Tabell 4: Avkastningsoversikt, fond på topp tegning i 2009, 2010 og 2011	51
Diagram 10: Nettotegning av norske og internasjonale aksjefond 2003-2011	53
Diagram 11: Norske privatkunders tegninger fordelt i aksjefondsgrupper 2003-2011.....	54
Diagram 12: Aksjonærstruktur ved årsslutt på Oslo Børs i % av markedsverdi.....	55
Diagram 13: Aksjefond med høyest tegning og mediebildet 2011	56
Diagram 14: Tegning per forvaltningsselskap og mediebildet 2010/2011	58
Diagram 15: Nettotegning per forvaltningsselskap og mediebildet 2010/2011.....	59

1 Innledning

1.1 Bakgrunn for oppgaven

Bakgrunnen for denne oppgaven er interesse og nysgjerrighet for hvordan investorer og aksjemarkedet generelt blir påvirket av psykologi. Investoratferd er et eskalerende fagområde med mange spennende problemstillinger og aspekter. Flere og flere begynner å se nytten i å inkludere psykologi i økonomiske teorier og modeller. Det kan tenkes at investor har mye å lære av å kjenne sin egen iboende psykologiske vurderingsevne og fellene det er lett å gå i.

Tidligere er det hevdet at mennesker er rasjonelle, og at i den grad de er irrasjonelle vil dette gå begge veier og dermed gjøre at markedet følger en tilfeldig utvikling. Adam Smith var likevel allerede på 1700-tallet opptatt av å inkluderte psykologi i økonomiske modeller.

På bakgrunn av dette bli vil det i denne oppgaven stilles spørsmål som: Blir investors tro på egen kunnskap og andre psykologiske krefter mer avgjørende faktorer for investeringen, enn de estimerte verdiene som er tilgjengelige i markedet generelt? Vi vet at investorer som handler i enkeltaksjer, blir påvirket av forskjellige erfaringsbaserte (ubevisste eller bevisste) tommelfingerregler. Men, hvordan er investeringsatferden i markedet for investeringer i fond? Dette finnes det lite forskning rundt. Siden norske personkunders investeringer i aksjefond stadig øker, er det interessant å se om det finnes tilsvarende mønstre for investoratferd ved investering i fond. Med særlig fokus på aksjefond. Kanskje vil det på sikt vise seg at den beste investeringen investor kan gjøre, er å tilegne seg kunnskap om investoratferd og ulike psykologiske drivkrefter?

1.2 Problemstilling

”Den private investoren klarer ikke å holde tritt med markedet ved investering i aksjer. Hvordan er investoratferd ved investering i fond? Går nordmenn i de samme fellene ved investering i aksjefond?”

2 Kort historie – fagområdet ”Atferdsfinans” sin utvikling

Allerede på 1700-tallet inkluderte Adam Smith, som regnes som det moderne økonomifagets grunnlegger, filosofi og psykologi i sine arbeider om økonomi. Etter hvert hardnet økonomifaget likevel gradvis til og matematiske modeller på grunnlag av markedets antatte iboende rasjonalitet var nærmest enerådende i faget etter andre verdenskrig. Økonomene hadde en felles forståelse om at mennesker og investorer stort sett er rasjonelle og at det fører med seg en ”usynlig hånd” som holder økonomien stabil. Disse økonomene så markedet som en gigantisk regnemaskin som effektivt prosesserer all relevant informasjon, akkurat som de matematiske modellene. I 1930-årene oppdaget økonomen John Maynard Keynes at psykologi påvirker finansielle beslutninger (Keynes, 1964). Mens på 1950-tallet begynte også den amerikanske økonomen Vernon L. Smith å spørre seg om hva som skjer når en tradisjonelle økonomiske teorien om rasjonalitet ut i praksis (Smith, 1962). Det ble starten på et studie om menneskers økonomiske atferd som ga ham Nobelprisen i økonomi i 2002. Også økonomiprofessoren Robert J. Shiller mener en ikke kan forstå økonomiske sammenhenger uten å se nærmere på psykologien som ligger bak (Shiller, 1981). Slik tankegang har blitt stadig mer utbredt siden slutten av 1970-tallet da psykologen Daniel Kahneman utviklet en teori som viser avvik fra rasjonell oppførsel slik de tradisjonelle teoriene tilsa. Dermed var Adam Smiths indikasjoner om at psykologi bør inkluderes i økonomifaget tilbake på dagsorden. Senere har flere studier vist et gap mellom de tradisjonelle teoriene om rasjonelle beslutninger og folks faktiske oppførsel. ”Økonomiske begivenheter kan aldri forstås hvis vi ikke konfronterer det faktum at årsakene i stor grad er mentale” (Thaler, 2009). I 2012 er atferdsfinans et fagfelt i vekst som hevder at investorers iboende irrasjonalitet påvirker finansmarkedene.

”Vi må ta innover oss at mennesket ikke er hundre prosent kalkulerende og rasjonelt, men også styres av faktorer som flokkmentalitet, nærsynthet, tapsaversjon og frykt.”

(Kvaløy, 2011)

3 Atferdsfinans

”Atferdsfinans er studiet om hvordan psykologi påvirker finansiell beslutningstaking og finansielle markeder” (Shefrin, 2000). Målet med atferdsfinans er å gjøre økonomiske modeller bedre til å forklare systematiske beslutninger ved å inkludere psykologiske aspekter som følelser og kognitive feil og hvordan disse påvirker investeringsbeslutninger og valg. Tradisjonell finansmodeller, med neoklassisk økonomi som det dominante modellen, bygger på antakelsen om rasjonelle mennesker som handler for å maksimere sin nytte og tar valg basert på all tilgjengelig informasjon. Det ligger også til grunn en antakelse om at firmaer handler for å maksimere profitt og prisen i markedet dermed er bestemt ut i tilbud og etterspørsel (Weintraub, 2008). Utgangspunktet for atferdsfinans er at denne antakelsen ikke holder. Forskning viser at investorer ikke alltid opptrer rasjonelt og med rasjonelle forventninger (Kahneman & Tversky, 1979). ”Atferdsfinans tetter det store gapet mellom de uanvendelige teoriene i tradisjonell finans og virkeligheten” (Hens, 2011).

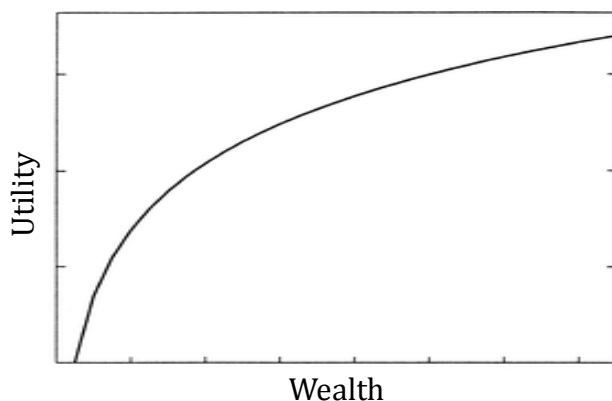
Likevel er den rådende oppfatningen fortsatt at mennesker er relativt rasjonelle når det gjelder penger. Fremdeles danner homo economicus: det rasjonelle, nyttemaksimerende mennesket utgangspunktet for de fleste økonomiske modeller. Kahneman og Tversky har laget et system for de feilene vi gjør. Vi kan være irrasjonelle og inkonsekvente, men på et forutsigbart vis (Kvaløy, 2011). Dermed kan vi fremdeles lage meningsfulle matematiske modeller, selv om vi ikke er så smarte som tidligere antatt. ”Det finnes flere ulike teorier om hvordan vi mennesker oppfører oss når vi står ovenfor økonomiske eller finansielle valg. Stadig flere aksjesparere innser at det er penger å tjene på å lære seg mer om investeratferd” (Sørheim, 2011).

3.1 Fra forventet nytteteori til prospekt teori

Forventet nytteteori (EUT) er en tradisjonell teori, utviklet av John von Neumann og Oskar Morgenstern i et forsøk på å definere rasjonell atferd når mennesker bli stilt ovenfor usikkerhet (Neumann & Morgenstern, 1944). Teorien tar utgangspunkt i at investorer er rasjonelle og handler på en bestemt måte når de blir stilt ovenfor beslutningstaking under usikkerhet. Basert på ulike antakelser som kompletthet og transitivitet, kan det argumenteres for at investorer bør handle for å maksimere forventet nytte ved beslutningstaking. Nytteteori

brukes for å beskrive preferanser ved hjelp av en nyttefunksjon. I nyttefunksjonen tallfestes hvert mulige utfall av beslutningen og det mest foretrukne utfallet gis det høyeste nummeret. Utfallet er som regel en sammensetning av goder. Deretter vurderer mennesket alle mulige sammensetninger av godene som tilfredsstillende budsjettbetingelsen. Budsjettbetingelsen er enten basert på nåværende formue, eller inntekt. Så velger det rasjonelle mennesket det utfallet som maksimerer nytten (Varian, 2005). Nyttfunksjonen kan spesifiseres på forskjellige måter. Under er et eksempel på en nyttefunksjon som en logaritmisk funksjon.

Figur 1: Logaritmisk nyttefunksjon



Denne funksjonen blir gradvis flatere jo mer inntekten stiger. For en person med denne nyttefunksjonen, blir dermed økt nytte av tilføyd rikdom ved lave inntektsnivåer større enn økt nytte av ekstra rikdom ved høye inntektsnivå.

I nyere tid er det derimot blitt identifisert et stort antall brudd og motsigelser på EUT. De mest kjente er Allais Paradokset (Allais, 1953) og Ellsberg Paradoks (Ellsberg, 1961). I kjølvannet av disse bruddene/paradoksene er det blitt utviklet alternative teorier til hvordan investoratferd kan forklares, best kjent er Prospekt Teori som er utviklet av Daniel Kahneman og Amos Tversky på 1970- og 80-tallet. Som henholdsvis psykolog og matematiker, identifiserte Kahneman og Tversky en rekke irrasjonelle handlinger i sin banebrytende forskning på menneskers vurderingsevne og økonomiske atferd. De kalte disse feilslutningene for heuristikker: intuitive tommelfingerregler som mennesker tyr til når en står ovenfor en beslutning (Kahneman & Tversky, 1979).

3.2 Prospekt teori

Prospekt teori er utviklet basert på eksperimenters funn av faktisk atferd. Mens EUT forteller hva folk *bør* gjøre, foreller prospekt teori hva folk *faktisk gjør* (Tversky & Kahneman, 1992). Fordi det viste seg at mennesker skifter risikopreferanser ut i fra prospektets ramme benytter prospekt teori beslutningsvekt, i stedet for forventet nytteteoris bruk av sannsynligheter. En annen viktig forskjell er at forventet nytteteori vurderer nytte ut i fra formuesnivå, mens verdi i prospektteori er definert som gevinst og tap ut i fra et referansepunkt. Tre nøkkelaspekt ved observert atferd danner grunnlaget for prospekt teori:

- (1) Det har vist seg at mennesker er risikosøkende i tapsdomenet og risikoavers i gevinstdomenet (Tversky & Kahneman, 1981). En risikoavers person misliker risiko og foretrekker den forventede verdien av prospektet, fremfor prospektet selv. Risikosøkeren, derimot, velger prospektet fremfor dets forventete verdi. Tversky og Kahneman viste at dersom en står ovenfor et valg mellom 80% sjanse for å tape 5 000, eller et sikkert tap på 4 000, velger de fleste det første alternative og altså er risikosøkende. I valget mellom 80% sannsynlighet for å vinne 5 000 mot en sikker gevinst på 4 000, går vi derimot over til bli risikoaverse og velger en sikker gevinst på 4 000. Et slikt skifte i risikopreferanser er ikke mulig i forventet nytteteori.

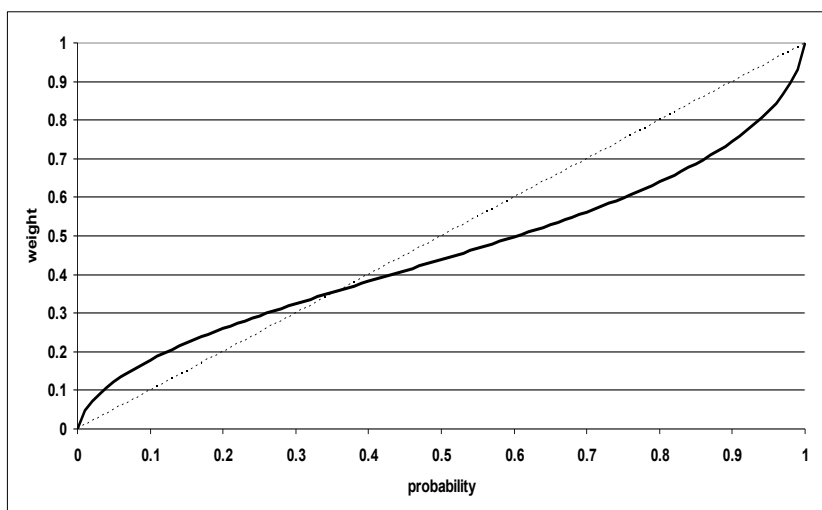
- (2) Det andre nøkkelaspektet er at folks verdsetting av prospekter har vist seg å avhenge av gevinst og tap relativt til et referansepunkt (Tversky & Kahneman, 1986). Dette referansepunktet er typisk nåværende formue, ofte kalt status quo. Det ser ut som om folk overvektet verdien av det de allerede har. Dette er konsistent med prospekt teori fordi tap (å gi opp godet), føles sterkere enn gevinst (å motta godet). Et klassisk eksperiment illustrerer dette; en gruppe studenter ble gitt kontanter og spurt hvor mye de var villige til å gi for en studentkopp. Det viste seg at de var villige til å gi cirka 7,50 kroner. En annen gruppe studenter ble gitt studentkopper og spurt hvor mye de var villige til å selge koppen for. Disse studentene ville ikke akseptere mindre enn cirka 50 kroner i gjengjeld for koppen (Ackert, Church & Dwyer, 2007).

- (3) Gjennom observert atferd er det kommet frem at folk er tapsaverse. Tapsaversjon er tendensen til å oppleve at tap smerter mer enn like store gevinster gleder (Tversky & Kahneman, 1992). Dersom en står ovenfor et prospekt som gir en gevinst på 100 000 med

50 % sannsynlighet og 50 % sannsynlighet for et tap på 100 000, velger en å ikke delta. Det ser ut til at gevinsten må være hele dobbel så høy som det eventuelle tapet for at folk skal være villige til å spille.

Når det gjelder nøkkelaspekt 1, viser det seg at atferden snus tvert om ved veldig lave sannsynligheter. Folk ser ut til å overvekte hendelser med veldig lav sannsynlighet (Friedman & Savage, 1948). Gode eksempler på dette er lotteri og forsikringer. Et lotteri på 5000 kroner ved 0,1% sannsynlighet fremfor en sikker gevinst på 5 kroner, viser det seg at folk velger å spille og dermed opptrer risikosøkende i gevinstdomenet. Det samme skjer når en står ovenfor valget om å kjøpe av forsikring. Dersom det er 0,1% sannsynlighet for å skade (for eksempel) bilen og dermed måtte betale 5000 kroner, mot å kjøpe forsikring til en pris av 5 kroner, velger man å kjøpe forsikringen og er dermed risikoavers i tapsdomenet. Ved veldig lave sannsynlighet oppfører en seg altså motsatt enn i normalcasene. Tendensen til å overvekte små sannsynligheter kan illustreres ved beslutningsvektfunksjonen under (Ackert & Deaves, 2010, s.43).

Figur 2: *Beslutningsvektfunksjonen*



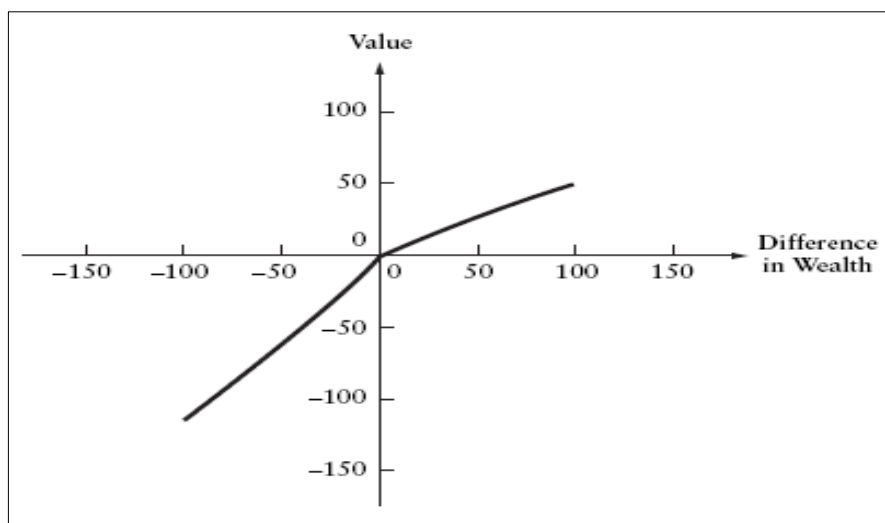
(Ackert & Deaves, 2010, figur 3.2, s. 41)

S-kurven viser en høyere vektning av lave sannsynligheter. Kahneman og Tversky (1979) fant også ut at folk verdsetter sikre utfall fremfor utfall som har høy sannsynlighet, men ikke er sikre. Denne tendensen kalles sikkerhetseffekten og er årsaken til at beslutningsvektfunksjonen er brattere i området nær sikkerhet (nær $p=0$ og $P=1$).

3.2.1 Verdifunksjonen

De tre nøkkelaspektene som ble presentert ovenfor kan være med å belyse forskjellige feller investorer gjerne går i og dermed belyse hvorfor forskjellige former for investeratferd kan gjøre det vanskelig å slå markedet. Prospektteoris verdifunksjon bygger på de tre nøkkelaspektene om; risikosøking i tapsdomenet og risikoaversjon i gevinstdomenet, verdsetting av gevinst og tap relativt til et referansepunkt og tapsaversjon.

Figur 3: Verdifunksjonen



(Ackert & Deaves, 2010, figur 3.1, s. 41)

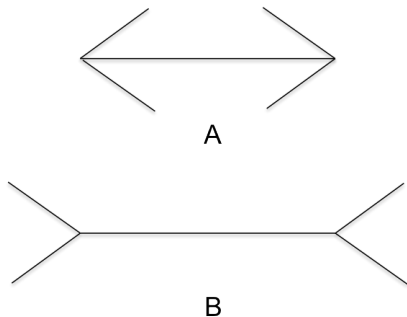
I stedet for samlet oppnådd formue (som i nyttefunksjonen), bestemmer endring i formue fra et referansepunkt verdien langs den vertikale aksene. Dette er konsistent med nøkkelaspekt 2 om at gevinst og tap vurderes relativt til et referansepunkt. Verdifunksjonen er konvex i gevinstdomenet som følge av risikoaversjon og konveks i tapsdomenet som følge av risikosøking (nøkkelaspekt 1). At kurven er relativt bratt i tapsdomenet og slakere i gevinstdomenet indikerer menneskers tendens til å være tapsaverse. At mennesker er tapsaverse betyr at tap føles sterkere enn gevinster av samme størrelse, tap smerter altså mer enn gevinst gleder.

På grunn av prospekt teoriens evne til å forklare atferd når folk står ovenfor beslutninger under risiko, har teorien hatt stor påvirkningskraft og er anerkjent som et viktig bidrag til økonomifaget. I 2002 fikk Kahneman og Tversky Nobelpris i økonomi for å ha integrert psykologisk forskning i økonomisk vitenskap, spesielt rundt menneskelig dømmekraft og beslutningstaking under usikkerhet (Ackert&Deaves, 2010).

3.2.2 Rammer og mentale regnskap

En beslutningsramme er beslutningstakers syn på problemet og de mulige utfallene. Rammen er påvirket av presentasjonen, personens persepsjon av spørsmålet og personlige karakteristikk. Essensielt for hver teori som angår valg, er prinsippet om invarians; forskjellige presentasjoner av samme problem, bør frembringe de samme preferansene. Slik fungerer det ikke alltid i praksis. Vi har for eksempel kontrasteffekten (Coren & Miller, 1974). En sportsjournalist kan se lav ut når en basketballspiller intervjues, men høy ut når en håndballspiller intervjues. Figuren under er et velkjent eksempel på at rammen rundt en situasjon kan "lure oss". Selv om de lodrette linjene er nøyaktig like lange, gjør konteksten med innover- og utoverpiler at linje B ser lengre ut enn linje A.

Figur 4: Hvilken linje er lengst?



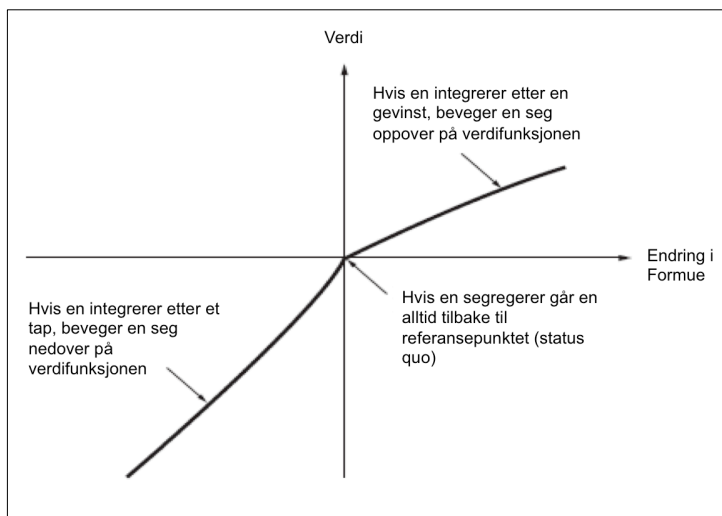
(Muller-Lyer illusion. Ackert&Deaves, 2010, figur 5.1, side 85)

Dersom det faktisk er slik at en persons beslutning endres kun fordi rammen til spørsmålet endres, er forventet nytteverdi (EUT) brutt, fordi denne teorien krever at folk tar konsistente og rasjonelle beslutninger, uavhengig av presentasjon.

Mentale regnskap benyttes for å gjøre beslutningstaking håndterbart. I følge Richard Thaler (Thaler, 1999) er mentale regnskap et sett av kognitive operasjoner brukt av individer og husholdninger for å organisere, evaluere og holde orden på finansielle aktiviteter. Ofte fører mentale regnskap til merkelige og suboptimale beslutninger. Problemet med prospekt teori er at den ble utviklet for å forklare beslutninger på ett bestemt beslutningsscenario isolert sett. Det som kan skje når vi lager oss mentale regnskap er at vi plutselig tar hensyn til om vi har opplevd tap eller gevinst tidligere og ikke ser den forekommende beslutningen isolert. Dersom en klarer å nullstille seg og *stenge kontoer* før beslutningen og ikke ta hensyn til tidligere tap eller gevinster, sier vi at den segregerer tilbake til null/status quo. Segregasjon i

denne sammenheng er altså å la være å ta hensyn til tidligere hendelser. Det finnes funn som tyder på at folk ønsker å unngå å stenge kontoer med tap fordi det er smertefullt. Da integrerer man tidligere hendelser og beveger seg oppover på verdifunksjonen dersom tidligere gevinster, og nedover dersom det tidligere har vært tap. Integrasjon betyr altså å ta hensyn til tidligere hendelser når en konfronteres med beslutninger. (Tversky, Kahneman, 1981). Se figur nedenfor for illustrasjon av dette.

Figur 5: Integrasjon vs. Segregasjon



(Ackert&Deaves, 2010, figur 3.4 side 49)

Som en form for mentale regnskap har det vist seg at investorer har en tendens til å evaluere investeringer hyppigere enn nødvendig. Denne tendensen er kalt myopisk tapsaversjon (nærsvynt motvilje for tap) er basert på to atferdskonsepter, tapsaversjon og mentale regnskap. Ved å evaluere investeringene for ofte vil en føre kortsiktige mentale regnskap, og kortsiktige svingninger vil oppleves som reelle gevinster eller tap. Dersom en i tillegg til å evaluere investeringer for ofte, er preget av tapsaversjon, vil det føre til overdreven risikofrykt. I en studie gjort av Eriksen og Kvaløy ved Universitetet i Stavanger, ble finansielle rådgivere satt på prøve i forhold til om de innehar atferd i form av myopisk tapsaversjon ved investeringer. Overraskende nok viste det seg at de finansielle rådgiverne handlet med myopisk tapsaversjon i enda større grad enn kontrollgruppen som besto av studenter. Studien indikerer sterke beviser på at myopisk tapsaversjon er en viktig anomali for å forstå, og muligens forklare, Aksjepremiemysteriet (Eriksen og Kvaløy, 2009). Aksjepremiemysteriet er det faktum at aksjer har gitt en meravkastning i forhold til en portefølje av rentebærende verdipapirer, som overskrider det en teoretisk sett burde forvente (Mehra & Prescott, 1985).

3.3 Atferdsfinans som forklaring på investeratferd

Fordi investorer er mennesker, blir beslutninger tatt ut i fra en rekke forskjellige persepsjoner, følelser og andre psykologiske aspekter. Siden jeg i denne masterutledningens analysedel særlig vil gå inn på hvordan oppmerksomhet i omverden påvirker investeringsvalg, tendensen til å trekkes mot hjemmemarkeder og tendensen til å jakte vinnere, er det disse heuristikkene som vil bli vektlagt i kapittel 3.3. Videre vil jeg si litt om overdreven selvsikkerhet. At investorer tilsynelatende har altfor stor tro på egen kunnskap og vurderingsevner, ses nærmest på som en pandemi i investorsamfunnet (Ackert & Deaves, 2010). Derfor blir det naturlig å inkludere dette temaet i teoridelen, til tross for at det ikke direkte analyseres senere i oppgaven. Til slutt, vil jeg i kapittel 3.3.3 beskrive hvordan investorers atferd har en tendens til å bli påvirket av følelser. Denne fagteorien vil danne grunnlaget for den delen av analysen hvor jeg ser på om norske personkunder påvirkes av nyhetsbildet når de velger tidspunkt for kjøp og salg av sine aksjefond.

Heuristikker er beslutningstakende verktøy som benyttes basert på begrenset informasjon og tid i en verden av usikkerhet. Fordi for mye informasjon er vanskelig å håndtere lager folk seg snarveier i form av heuristikker for å klare å komme frem til en fornuftig beslutning. En heuristikk kan også ses som erfaringsbasert (bevisst eller underbevisst) tommelfingerregel. Det kan sies at prospekt teori i bunn og grunn er en familie av heuristikker som handler om hvordan folk tar beslutninger når de er konfrontert med risikoalternativer. Heuristikker deles gjerne opp i to ulike typer. Type 1 er autonome, refleksive, ikke-kognitive og brukes når vi må ta raske beslutninger eller når vi tar beslutninger som ikke er så viktige. Eksempler på heuristikker som påvirker preferanser gjennom komfortsøking og er kognitive av natur er; gjenkjennbarhet, usikkerhetsaversjon, diversifisering, utgangspunkteffekt og reaksjoner. Type 2 heuristikker er kognitive og mer innsatskrevende (Gilovich, Griffin & Kahneman, 2002). Selv om heuristikker i utgangspunktet tilegner seg fornuftige svar, blir de noen ganger misbrukt og fører med seg feilaktige sannsynlighetsestimater. I artikkelen *Judgement under Uncertainty* identifiserer Amos Tversky og Daniel Kahneman tre nøkkelheuristikker designet for estimering av sannsynligheter; *representativitet*, *tilgjengelighet* og *ankring* (Kahneman, Slovic og Tversky, 1982).

Heuristikken *representativitet* betyr at folk setter sannsynligheter ut i fra i hvilken grad A er representativ for B (. Et eksempel på dette er spørsmålet om hav som er mest sannsynlig av a. Per er lottovinner og b. Per er en lykkelig lottovinner. Mange svarer her b., men a. må være mer sannsynlig. Figuren til høyre (Ackert and

Deaves, 2010) viser hvorfor sannsynligheten for at en er en lykkelig lottovinner, må være mindre enn sannsynligheten for at en kun er lottovinner. Med mindre alle lottovinnere er lykkelige. De som gjør denne feilen kan sies å være et offer for



konjunksjonsfeilen (conjunction fallacy). I dette tilfellet synes bildet av lykkelige lottovinnere og skuffede tapere mer mest representativt for lottovinnere (Kahneman & Tversky, 1982). I følge *tilgjengelighetsheuristikken* gis hendelser som ligger langt fremme i hukommelsen større sannsynlighet for å inntreffe. Siden det er lettere å komme på ord som begynner med *k*, enn ord som har *k* som tredje bokstav, viser det seg at folk tror flere ord begynner med *k*, enn ord som har *k* som tredje bokstav (Tversky & Kahneman, 1973). Det er to faktorer som medvirker til tilgjengelighetsheuristikken; nye hendelser/ny informasjon og dramatiske bevis er mer overbevisende (Kahneman & Tversky, 1973). Når det gjelder *ankring*, er dette tendensen mennesker har til å basere beslutninger på et utfallsanker. Et eksempel på dette er når folk blir spurt om å multiplisere følgende tallrekke: $1*2*3*4*5*6*7*8$. Her kommer folk flest frem til et for lavt tall fordi de er ankret opp i de første tallene. Ved å snu tallrekken slik: $8*7*6*5*4*3*2*1$, kommer de fleste fremdeles frem til et for lavt tall, selv om det er bedre (Tversky & Kahneman, 1974).

3.3.1 Tiltrekning mot hjemmemarkeder, jakting av vinnere og oppmerksomhet

Tryggheten ved det gjenkjennbare har vist seg å føre med seg en tendens til overinvestering i hjemmemarkeder. Grunnen til at investorer ofte trekkes mot investeringer lokalt/innenlands er faktorer som informasjonsfordeler og kjennskap til selskapet. Det har også vist seg at investorer er generelt mer optimistiske til hjemmemarkedet enn det utenlandske markedet (French & Poterba, 1991). Informasjonsgevinster ved å være grafisk nært til firmaet en har investert i, er spesielt overvåkningsmulighetene og eventuell tilgang til privat informasjon. Andre viktige faktorer for lokale investeringer er språk og kultur. Dette ble bevist da Mark Grinblatt og Matti Keloharju tok for seg det finske aksjemarkedet. Finland har både finsk og svensk som offisielle språk. Noen av selskapene rapporterer kun på finsk, noen på både finsk

og svensk og noen kun på svensk. Det kom klart frem at investorer foretrekker å investere i selskaper som legger ut de årlige rapporteringene på samme språk som en selv snakker. Det viste seg også at finsk eller svensktalende CEOs også var av betydning for investeringsbeslutningene. Dermed kunne det konkluderes med at gjenkjennbarhet, på alle nivå, trigger til investeringer. (Grinblatt & Keloharju, 2001)

Når det gjelder finansiell atferd som stammer fra representativitet er jaging av vinnere, samt troen på at gode selskaper er gode investeringer, de mest fremtredende heuristikkene. Det synes åpenbart at firma med god ledelse, sterk merkevare og vekst i fortjeneste er en god investering, men det er viktig å huske at gode selskaps egenskaper allerede er innbakt i aksjens pris/kurs (Shefrin & Statman, 1995). Gode selskaper handles til høye priser og dårlige selskaper handles til lave priser. Forskning har også vist at investorer velger aksjer og fond basert på tidligere avkastning. Denne tendensen kalles *å jage vinnere* og er ofte basert de nyeste avkastningstallene. At mennesker som regel vektlegge nyere hendelser tyngst, kan dermed også være med å forklare trangen investorer har til å forfølge vinnere. Investorer som blir påvirket av denne heuristikken sies gjerne å ha en trend-forfølgingsstrategi (Covel, 2004). Å forfølge trendaksjer er et internasjonalt problem. Fra Japan finnes det bevis på at aksjer som hadde økning i personeierskap var tidligere vinnere (Kim & Nofsinger, 2002). Undersøkelser viser også at investorer gjerne konsentrerer seg om aksjer med nylig oppmerksomhet. Siden oppmerksomhet er en knapp resurs, vil en mest sannsynlig velge det alternativet som tiltrekker seg ens oppmerksomhet og ignorere det som ikke gjør det. Det har vist seg at investorer med høyere sannsynlighet kjøper aksjer som er i nyhetene, enn dem som ikke er det (Barber & Odean, 2008).

Dessverre har det vist seg at disse heuristikkene noen ganger fører til vurderingsgrunnlags-skjevheter. For eksempel vil forventninger påvirke oppfatningsevnen. Dersom en blir fortalt at et firma er en god investering, finner en positive ting med det. Følelser som fortrolighet og usikkerhetsaversjon kan føre til at ens portefølje består av stor vekt av lokale/nasjonale selskaper i porteføljen. Dette resulterer gjerne i en lite diversifisert portefølje. Dersom du jobber og investerer lokalt, er inntektene sannsynligvis høyt korrelert. Det betyr at dersom det skulle bli nedgang i den lokale økonomien vil det gå negativt utover begge inntekstrømmene. Tanken om at gode selskaper er gode investeringer gjør at verdiselskaper foretrekkes, selv om det kanskje ikke er dem som gir den beste avkastningen.

3.3.2 Overdreven selvsikkerhet ved investeringsbeslutninger

Overdreven selvsikkerhet er tendensen folk har til å overestimere deres kunnskap, evner og presisjonen av deres informasjon, eller å være i overkant optimistisk om fremtiden og deres evne til å kontrollere den (Camerer & Lovallo, 1999). Det finnes ulike former for observert atferd i form av overdreven selvsikkerhet. En av dem er feilkalibrering, som er tendensen til å tro at egen kunnskap er mer presis enn den egentlig er (Lichtenstein, Fischhoff and Phillips, 1982). I tillegg til forekomsten feilkalibrering, ser vi at overdreven selvsikkerhet knyttet til beslutningstaking forekommer på andre måter. Mange mennesker har en urealistisk tendens til å tro at deres evner og kunnskap er bedre enn gjennomsnittet. En studie har spurt mennesker om å rangere seg selv i forhold til gjennomsnittet når det gjelder personlige egenskaper som atletiske ferdigheter og kjøreferdigheter. Av et utvalg studenter ble det rapportert at 82 % rangerte seg i topp 30 % av deres gruppe når det gjaldt kjøreferdigheter. I virkeligheten kan naturligvis kun litt under 50 % være bedre enn gjennomsnittet (Svenson, 1981). Å tenke at du er bedre enn gjennomsnittet forbedrer selvfølelsen og virker motiverende. Det er ofte de ytelseskriteriene du selv er best på som slår deg først. En illusjon av kontroll forekommer når folk tror at de har mer kontroll over hendelser enn det som objektivt kan være tilfellet. Til tross for at det er bevist en tendens til overestimering, ser det likevel ut til at dersom folk faktisk har god kontroll, vil de underestimere hvor stor grad av kontroll de har (Nemeroff, 1995).

Mennesker tror ofte at de kan oppnå mer enn de faktisk ender opp med. En slik mangel på realisme kan bli meget kostbar, fordi tid og penger vil gå tapt på veien mot et urealistisk mål. Derfor har overdreven selvsikkerhet blitt kalt den mest ”gjennomgripende og potensielt katastrofale” av alle kognitive variabler som gjør mennesker til tapsofre (Plous, 1993). På den andre siden kan overdreven selvsikkerhet også være til fordel for individets selvfølelse, og gi individet viljen til å oppnå deres mål med suksess. Klassisk finansteori har problemer med å forklare hvorfor det er så mange transaksjoner i aksjemarkedet, dersom det er faktum at aksjemarkedshandlerne er fullt ut rasjonelle. Overdreven selvsikkerhet kan være en forklaring på dette. Dersom aksjemarkedshandlerne er for sikre på at deres egne estimater av en aksjeverdi er korrekt, vil de i for stor grad være villige til å handle med andre investorer som har en annen informasjon enn de selv har (Odean, 1998). Dermed påvirker selvsikkerhet finansiell beslutningstaking, og fører til overdreven handel, som igjen kan medføre (såkalte) bobler i aksjemarkedet. Investorer kan forsøke å unngå å gå i fellene ved overdreven

selvsikkerhet ved å utarbeide en bevist strategi og investeringsplan og ved å innse at selv om tidligere investering førte til gevinst, behøver ikke det å bety at det var en god investering. Som investor er det også viktig å gjøre fremtidige beslutninger basert på personlige økonomiske mål og forstå at en investering alltid er en avveining mellom sikkerhet, inntekt og vekst.

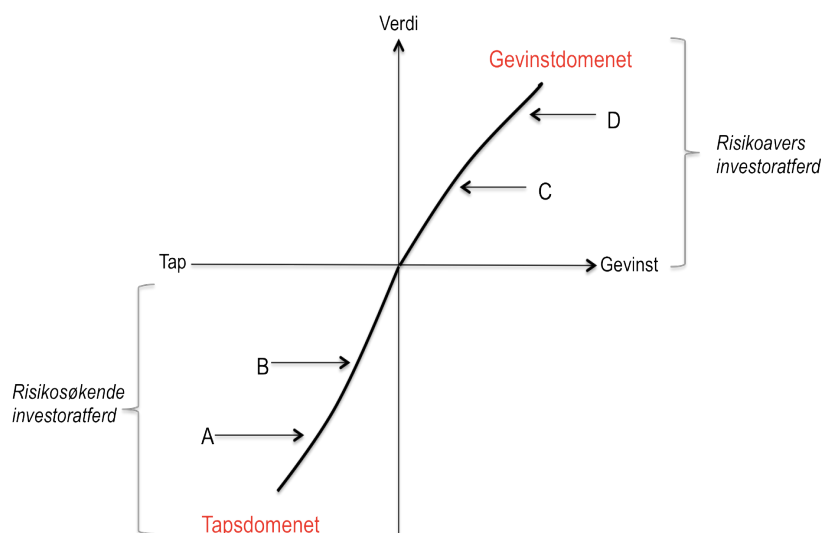
3.3.3 Investoratferd påvirket av følelser

Følelser påvirker også beslutningstaking. Det viser seg gang på gang at beslutningstaking under risiko generelt, og prospekt teori spesielt, har sterkt følelsesmessig grunnlag. Psykologer er generelt enige i at tilstander som sinne, forakt, avsky, frykt, tilfredshet, lykke, tristhet, anger og overraskelse, er følelser. To vanlige følelser som ofte knyttes til finansielle markeder er frykt og grådighet (Ackert & Deaves, 2010). Når slike følelser stresser oss, kan vi bli et lett bytte for impulsiv atferd.

Det ligger for eksempel i menneskets natur å verdsette egne eiendeler høyere enn hva som er virkelig verdi. Ved investeringer i aksjer viser det seg at mange investorer for følelsesmessig tilknyttet aksjen og derfor holder for lenge på den. Dette kan føre med seg store tap. Mennesker har også en naturlig iboende frykt for å innrømme feil, dette kan være en medvirkende forklaring på tendensen investorer har til å holde for lenge på tapere. Salg av en taperaksje ses på som innrømmelse av feil. Investor får bekreftet at han gjorde en dårlig investering først når tapet er realisert. I tillegg kommer det frem av prospekt teoris tredje nøkkelaspekt, at den psykologiske smerten ved tap i gjennomsnitt føles dobbelt så sterkt som gleden ved gevinst. Konsekvensen blir ofte at investorer unnlater å selge tapende posisjoner og klamrer seg til håpet om at aksjekursene vil stige igjen. Likeledes tar en gjerne gevinster for tidlig fordi en føler seg ”mettet” av gevinsten. Dette er eksempler på at investors følelser påvirker beslutninger. Tendensen investorer har til å holde på tapere for lenge og selge vinnere for tidlig, kalles disposisjonseffekten (Ferris, Haugen og Makhija, 1988). Denne effekten kan også forklares ut i fra prospektteori og mentale regnskap. I følge prospektteori er mennesker naturlig risikoaverse i gevinstdomenet og risikosøkende i tapsdomenet. Dersom vi ser aksjens kjøpspris som referansepunktet i origo, betyr det at en vinneraksje (aksje D og C) beveger seg oppover på verdifunksjonen og inn i det risikoaverse området (gevinstdomenet). Når investor opplever en risikoavers følelse, ønsker han ikke å ta mer risiko, men i stedet sikre seg den allerede oppnådde gevinsten. Vinneraksjen selges. Dersom en fra starten av

taper på aksjen, beveger en seg nedover på verdifunksjonen og inn i det risikosøkende området. En tar større risiko fordi en allerede har tapt og tenker gjerne; ”Jeg har allerede tapt masse penger på denne aksjen, men jeg kan ikke selge den nå, for den er nødt å snu kurs en gang?” (Ackert&Deaves, 2010, s.171).

Figur 6: Disposisjonseffekten



(Ackert&Deaves, 2010, figur 10.1 side 173)

Eksperimentelle funn støtter likevel følelser fremfor prospektteori i forklaringen av disposisjonseffekten. I et forsøk gjort av Barbara Summers og Darren Duxbury ble det sett på forskjellen i atferd ut fra om investorene selv hadde valgt kjøpene eller ikke. Det viste seg at dersom en ikke velger aksjene sine selv, opplever en skuffelse ved tap. Dersom en velger dem selv opplever en angere ved tap. Anger er en psykologisk sterkere følelse enn skuffelse. Følelsen av angere fører med seg en innrømmelse av feil ved slag. Å innrømme feil er en følelse som ofte sitter dypt inne hos mennesker. (Summers and Duxbury, 2007)

Menneskers ser ut til å ta mer risiko etter en investeringssuksess. Denne tendensen kalles gjerne ”husets penger” effekten (Thaler and Johnson, 1990). Investor som har opplevd en gevinst eller fortjeneste, er ofte villige til å ta mer risiko. Gamblere kaller dette ”å spille med husets penger”. Siden de ennå ikke anser pengene for å være sine egne, er de villige til å ta mer risiko med dem. Etter et stort tap er likevel ikke svarene like entydige. Folk ser ut til å verdsette å gå i null igjen og dermed tar større risiko for å oppnå dette. Denne atferden kalles ”Break-even-effekten” (Tversky and Kahneman, 1981).

Et praktisk eksempel på at mennesker påvirkes av følelser når en ta beslutningsvalg er en studie gjort av BI-forsker Øyvind Norli i perioden 1973-2004. Der kom det frem at tap i fotball-VM utløste kraftig kursnedgang på børsen i det tapende landet, særlig i land med stor fotballinteresse (Norli, 2006).

4 Markedspsykologi

Dersom det oppstår en kursutvikling som ikke burde funnet sted i et velfungerende marked med opplyste og informerte aktører, drives det som regel av psykologien i markedet. Det er aktørene, ikke markedet, som driver kursene. Markedspsykologi kan defineres som utviklingen i markedspriser som kan identifiseres, predikeres og utnyttes av den enkelte investor for å oppnå meravkastning (Thoresen, 2008). Det finnes data som tyder på at den gjennomsnittlige investor ikke klarer å slå markedet (Døskeland & Hvide, 2009), til tross for at psykologien i markedet burde tilsi at dette er mulig. Videre vil jeg ta for meg den tradisjonelle teorien om effisiente markeder og se på spørsmål som: Hvor effisient er markedet? Følger det en tilfeldig gange (A Random Walk) slik at det kun blir et spørsmål om flaks eller uflaks for å tjene eller tape penger? Hva må til for å slå markedet? Er det mulig å ha rasjonelle forventninger uten systematiske feil i aksjemarkedet? De lærde strides. Kanskje blir til syvende og sist det aller viktigste spørsmålet; hvordan øke sine odds for suksess ved å utnytte mulighetene som finnes i markedet?

4.1 Er det mulig å slå markedet?

4.1.1 A Random Walk

Økonomiprofessorer verden over har hevdet at investering i aksjemarkedet er som å spille i lotto. Sammen med det faktum at største parten av porteføljeforvaltere og tradere ikke klarer å slå markedet, antas det som umulig å anslå morgendagens aksjekurs. På 1960 tallet ble det satt i gang empirisk forskning for å forklare at markedet så ut til å følge en tilfeldig gange (Random Walk). Akademikere befestet at fordi endringer i aksjepriser på kort sikt ikke kan predikeres, var investeringsrådgivere, prediksjon av fortjeneste og kompliserte mønsterdiagram ubrukelige. Profesjonelle markedsanalytikere svarte da med å beskytte seg selv mot det akademiske angrepet med å benytte teknikker som fundamentale- og tekniske analyser. Slike analyser ble av akademikerne omtalt som meningsløse hjelpemiddel. Tekniske fordi det er umulig å spå fremtidig aksjekurs ved å basere seg på historiske bevegelser,

fundamentale fordi det ikke er mulig å predikere aksjepriser på kort sikt på grunnlag av selskapers avkastning, omsetning, kontantstrøm og lignende. Professor Burton Malkiel fant ut at om lag 90 prosent av aksjefondene i USA i perioden 1971 til 1991 gjorde det dårligere enn sine benchmarks (indeksen de måles mot) (Malkiel, 1973). Flere slike observasjoner gjør det tydelig at det ligger noe i teorien om Random Walk. Undersøkelser tidlig på 1970-tallet avdekket følgende faktorer som gjør det vanskelig å slå markedet:

- Det er ingen positiv sammenheng mellom avkastning og omløpshastighet. Faktisk viste det seg at større omløpshastighet ga lavere avkastning.
- Det er ingen sammenheng mellom avkastning og aksjefondets honorar.
- Justert for risiko ble avkastningen enda dårligere sammenlignet med benchmarks.

Alle indikasjonene på at markedet følger en tilfeldig gange resulterte i at professor Eugene Fama dannet effisiensteorien som en formell teori på konseptet (Fama, 1970).

4.1.2 Effisiensteorien

Utgangspunktet til effisiensteorien er at aksjekursen alltid er riktig priset (Fama, 1970). Det er umulig å slå markedet ved å analysere selskapet for å finne riktig verdi, fordi aksjekursen til enhver tid representerer all tilgjengelig informasjon. På grunn av konkurransen mellom kunnskapsrike investorer, tradere og analytikere vil ny informasjon raskt prises inn i aksjen, dermed holdes den på det nivået den burde. Selv om aksjekursen i praksis ikke vil være riktig priset hele tiden, er den upartisk. Dermed er den like sannsynlig for høyt priset som for lavt. I teorien er det altså svært vanskelig å slå markedet. Effisiensteorien bygger på en del forutsetninger om markedet og dets aktører. Det antas at perfekt prising eksisterer, at alle har tilgang til samme nyheter øyeblikkelig og at ingen har monopolistisk makt i en aksje. Den siste forutsetningen for effisiensteorien er forutsetningen om at aktørene i markedet foretar rasjonelle beslutninger. Nok en gang kommer derfor investorers psykologi og adferd inn i bildet når det gjelder å motbevise en tradisjonell økonomiske modell.

Fordi graden av effisiens i markedet ofte varierer fra land til land, definerte Eugene Fama tre nivåer av effisiens for å klarere hva som menes med *all tilgjengelig informasjon*. I svak formen for markedseffisiens reflekterer prisene all informasjon om historisk avkastning. I semi-sterk effisiens reflekterer prisene all tilgjengelig offentlig informasjon. Idet ny informasjon blir offentlig tilgjengelig, vil den øyeblikkelig gjenspeiles i prisene. Investorer kan dermed ikke oppnå risikostjustert meravkastning ved å benytte offentlig informasjon. Når

markedseffisiens opptrer i sterk form gjenspeiler aksjepriser all informasjon, til og med innsideinformasjon. Da kan investor ikke en gang ved bruk av innsideinformasjon oppnå risikojustert meravkastning (Fama, 1970).

Parallelt med effisiensteoriens konklusjon om at det ikke er mulig å slå markedet, oppstår det et problem med å begrunne at all informasjon gir riktig aksjekurs. En nyhet kan tolkes forskjellig, noen tolker den positiv, andre negativt. Det blir dermed markedets gjennomsnittsoppfatning som skal reflektere et riktig bilde av aksjekursen. Vi vet at både aksjemeglere og analytikere ofte bommer grovt i sine beregninger. Derfor vil det være mulig for en investor med fremstående intellekt og god dømmekraft å skape meravkastning overtid.

Effisiensteorien gir et mørk utgangspunkt for å forsøke å tjene penger på investering i aksjemarkedet, likevel vet vi at det er mulig. Med hardt arbeid og god tålmodighet er det mange som makter å oppnå meravkastning i markedet år etter år. Til tross for at det er et klart fremtredende poeng med effisiensteorien, kan ikke markedet ses på som svart-hvitt. Det finnes mange anomalier (avvik fra normen). Den vellykkede amerikanske investoren og forretningsmannen Warren Buffett investerte uttalte seg slik da han ble spurt om effisiensteorien:

"I think it's fascinating how the ruling orthodoxy can cause a lot of people to think that the earth is flat. Investing in a market where people believe in efficiency is like playing bridge with someone who's been told that it doesn't do any good to look at the cards."

Aksjemarkedet består av investorer med følelser og dermed kommer investoratferd igjen inn i bildet. Effisiensteorien gjør et forøk på å forklare hvordan markedet fungerer, men for investor er ofte det største problemet ens egen psykologi. Dermed blir den største muligheten for å slå markedet å utnytte dets anomalier. Historiske tall viser at markedet kan slås. Fra inngangen av 1983 til august 2006 ga Oslo Børs en snittavkastning på over 15 %. Tilhengere av effisiensteorien vil mene at markedet kun kan slås ved hjelp av flaks. Det kan se ut som om porteføljeforvalternes egen avkastning følger en typisk sannsynlighetsfordeling, slik den ville gjøre dersom forvalterne tippet i hytt og pine og hadde flaks eller uflaks. På en annen side kan dette forklares med at dyktigheten til investorer og forvaltere er tilsvarende fordelt (Bergh, 2007).

4.2 Investering i enkeltaksjer og aksjefond

Investering i aksjer krever tid og resurser fra investor. Investering i aksjer gir kostnad i form av både unødvendig tap av penger og alternativkostnader. I alternativkostnaden ligger tiden investor bruker på aksjene, som kunne vært brukt til å skape annen inntekt eller velferd. Ved investering i fond tar ofte noen andre beslutningene for deg. Dem som arbeider i fond har høyt kunnskapsnivå hva gjelder investeringer og aksjer, likevel er det ingen garanti for suksess. Dermed bør en også være nøye i valget av finansinstitusjon og rådgiver når en velger til å forvalte fondet for en. Ved investering i fond får en tilgang til flere markeder og har mulighet for en bedre diversifisering. Investering i aksjemarkedet krever ikke bare kunnskap om aksjer og trading, men også kunnskap om hva som skjer i markedet til enhver tid. Det er viktig å være klar over at det er vanskelig å "time" markedet. Dette valget krever kompetanse. Aksjefond er, i motsatt fall, for de fleste. Aksjefond har som regel en godt diversifisert portefølje, som også småsparere drar nytte av. Fondsforvalterne sitter midt i informasjonsstrømmen og har gode forutsetninger for å skille gode og dårlige kjøp/salg, men på grunn av gebyrer, må en regne med en stigning i fondet på 4-5 prosent før du begynner å tjene penger selv. (Bergh, 2007).

Dermed må en avgjørelse om å trade selv eller investere i aksjefond, være en veloverveid beslutning som tas på bakgrunn av eget kompetansenivå, tilgjengelig tid og investeringsbeløp. Det viktigste, uansett måte å gå inn i aksjemarkedet på, er å ikke investere mer enn en har råd til å tape.

4.2.1 Fondsfeller

Svært mange som spekulerer i aksjemarkedet, ville ha tjent bedre ved å diversifisere i forskjellige fond. Dersom du skal gjøre en langsiktig investering, vil du slippe mange bekymringer ved å investere i aksjefond i stedet for enkeltaksjer. Likevel bør du være selektiv også ved investering i fond. Denne masterutledningens analysedel går ut på å analysere i hvilken grad norske personkunder går i de ulike fondsfellene. Dermed gis det nå en liten oversikt over hvilke feller som finnes. Analysebyrået Morningstar spesialiserte seg på å rangere fond og har laget en liste over de vanligste fondsfellene (Nilssen, 2005):

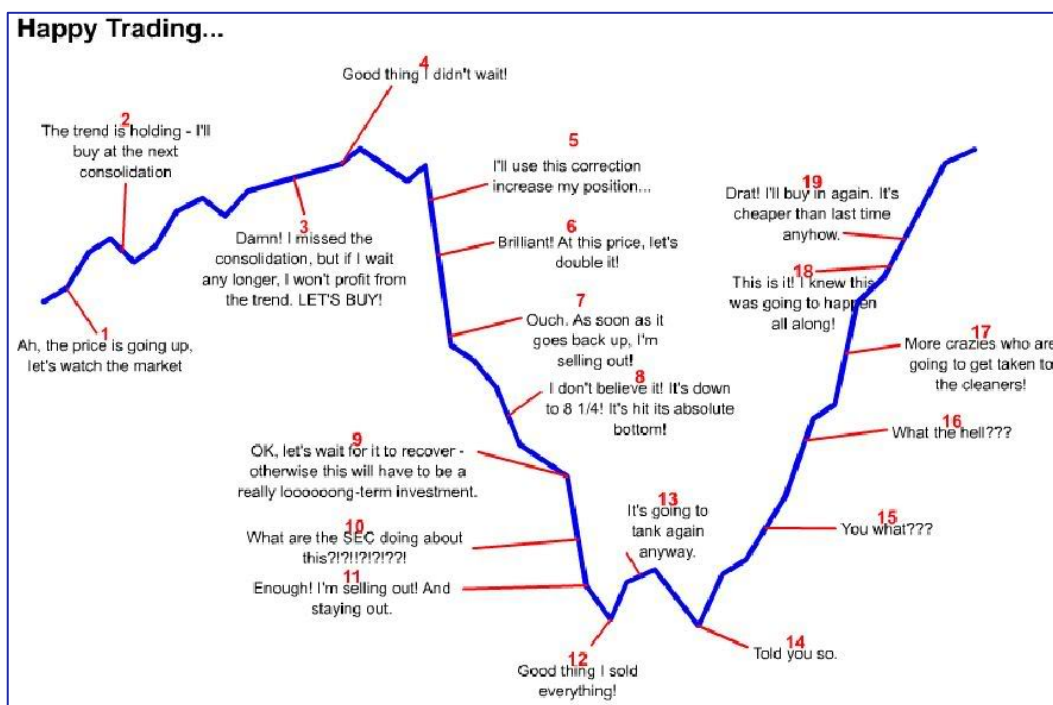
1. Mangel på klare målsetninger og prioriteringer. Det bør fastsettes klare realistiske mål og en tidshorisont, før en velger fond å investere i. Det er store forskjeller på valg av fond ved sparing til kjøp av hus neste år, i forhold til et mål om langsiktig sparing til pensjon.
2. Mangel på fokus. Vit alltid hvorfor du har investert i fondene dine. Det kan være smart å bygge opp en kjerne på to til tre fond for hvert av målene som er satt.
3. Å investere for mye utenfor kjernen. For å gjøre porteføljen litt mer interessant kan fond med stort vekstpotensial eller fond for å øke diversifiseringsgraden brukes som tilleggsfond. Kjernefondene må likevel utgjør den dominerende delen i porteføljen.
4. En ikke-balansert portefølje. Et hvert fond som investeres i, bør passe inn i den valgte risikoprofilen.
5. Å eie for mange fond. Vurder hvert enkelt fond, kvitt deg med de svakeste og øk eksponeringen i kjernefondene. Det er viktig at kjernefondene har en godt sammensatt portefølje og god historisk avkastning.
6. Å betale for mye avgifter. Ved investeringer påløper kostnader som tegningsprovisjon, forvaltningsprovisjon og innløsningsprovisjon.
7. For mange overlapp i porteføljen. Flere aksjefond med samme innhold er unødvendig og en endring i fondssammensetningen bør foretas.
8. For hyppig kjøp og salg. Fondssparing er en langsiktig spareform, så ”trading” av fond i håp om å oppnå en kortsiktig kursgevinst, bør unngås. Historien viser at det er bortimot umulig å forutse markedets svingninger, derfor er det viktig å hele tiden tenke på målsetning med investeringen og holde seg til den.
9. Å kjøpe og glemme. Med en langsiktig tidshorisont er det ikke nødvendig å følge med hele tiden, men du bør følge opp dine tidligere beslutninger. Følg med på utvikling i risiko, sektorfordeling, årlig forvaltningskostnad og hvem som forvalter fondet.
10. Mangel på profesjonell assistanse. Selv om Morningstar appellerer til ”gjør det selv” tankegangen, kan det enkelte ganger være hensiktsmessig å søke profesjonell hjelp.

4.2.2 Psykologi ved timing av investeringer

Effisiensteorien forsøker å forklare hvordan markedet fungerer, men for den enkelte investor ser det ut til å være ens egen psykologi som er det største problemet. Fordi vi er tenkende individer som drives av følelser som frykt og grådighet, blir det vanskelig å slå markedet. Det viser seg ofte at investorer plasserer mer penger i aksjefond når markedet allerede har steget og selger seg ut når markedet faller. Dette er helt klart i strid med hva som er fornuftig og

rasjonelt. I aksjemarkedet er det forbausende få som tar seg bryet å lære knepene for hvordan en kan utnytte odds og sannsynligheter i markedet til sin egen fordel. David Dreman (1998) beskriver i boken *Contrarian Investment Strategies* hvordan han i flere tiår har klart å slå markedet ved å kjøpe aksjer som har lav P/E (lav pris i forhold til avkastning), er ute av mote og hvor kursen er presset langt ned. Når markedet har steget mye og aksjene i porteføljen viser historisk høy P/E, selger han unna og tjener penger. Denne strategien krever stor selvbeherskelse og tålmodighet. Som oftest er det i markeder som er svake at frykten er størst og folk avstår fra å kjøpe. Kanskje nettopp det motsatte av hva de burde gjøre? Figuren under viser en typisk (feil) tankegang i et aksjemarked med opp- og nedganger.

Figur 7: Typisk tankegang for "Timing" på aksjemarkedet?



Kilde: Technical Analysis of Stocks and Commodities/Grøtte side 445.

Den viktigste årsaken til dårlig timing er trolig at investorer blir påvirket av stemningen i markedet. Også andre psykologiske faktorer som vi studerte i kapittel 3.3 kan være medvirkende faktorer. For eksempel tendensen til å jakte på vinnere. Investorer har en tendens til å favorisere aksjer de allerede har oppnådd gevinst på og tilegne de for gode egenskaper. I tillegg ser det ut til at mange investorer tror kursene lettere stiger videre når de allerede har steget (Bergh, 2006). En blir tydelig også påvirket av aviser og mediers vurderinger. I figuren under er det satt sammen et knippe med avisoverskrifter i tider med

økonomisk nedgang og turbulente børser på venstre side, samt overskrifter fra tider med økonomisk vekst på høyre side. Kanskje er det ikke så rart at en blir påvirket?

Figur 8: Når ville du ha kjøpt/solgt aksjene dine?



Skremmende avisoverskrifter når markedene er fallende kan kanskje være en påvirkningskraft til at investorer selger nært bunn. På samme måte er det mulig at positive avisoverskrifter om et marked med høye kurser, at investorer lettere kjøper aksjer. Denne psykologien er relativ enkelt å forstå, samtidig er det også enkelt å forså at et slikt handlemønster ikke er rasjonelt. Dersom en velger å kjøpe aksjer selv fremfor å bruke fondsforvalter, bør en altså klare å stole på egne analyseferdigheter og ikke la seg påvirke av den kortsiktige psykologien i markedet. Det å ha en klar investeringsstrategi kan også i en viss grad være med å hindre kjøp og salg på feil tidspunkt. Investor bør være klar over de psykologiske drivkreftene som kan føre med seg tap eller dårlig avkastning. Til tross for tradisjonelle teorier som effisiensteorien, viser det seg at det er mulig å slå markedet, men det er vanskelig og krever tålmodighet fra investorer. Kanskje vil det vise seg at den beste investeringen investor gjør, er å tilegne seg kunnskap om investoratferd?

Hittil har denne masterutledingen dreid seg om teorier og tendenser for investoratferd. Videre vil jeg foreta en analyse for å se om en kan finne tegn til disse faktorene i nordmenns atferd ved investeringer i aksjefond. Deretter vil funnene drøftes og diskuteres. Men først kommer en presentasjon over data og metode for analysedelen.

5 Data og metode

I dette kapittelet vil jeg forsøke å begrunne, beskrive og forsvare valg av fremgangsmåte for å samle informasjon og data til analysedelen. Først kommer en begrunnelse for valg av fagområde for analysen. Deretter vises det til hvor data er innhentet og hva de er ment å være et mål på.

Utgangspunktet for valg av fagområde for oppgaven er en grunnleggende forståelse av atferdsfinans gjennom fagprogrammet i masterstudiet generelt, fagemnet *Behavioral Finance* spesielt. På bakgrunn av at det allerede finnes en del informasjon om investeratferd ved investeringer i enkeltaksjer, ble det i samhold med veileder bestemt at denne oppgavens hovedfokus skulle være atferd ved investering i aksjefond. Målgruppen ble deretter satt til norske personkunder på bakgrunn av interesse for hvilken kunnskap, atferd og holdninger norske privatpersoner som investerer i aksjemarkedet har. Verdipapirfondenes forening definerer norske personkunder som kunder registrert med norsk personnummer, samt midler plassert i verdipapirfond gjennom unit linked, individuell pensjonssparing og innskuddspensjon. Øvrige norske kunder defineres som institusjonskunder, og denne gruppen omfatter blant annet foretak, kommuner, stiftelser, pensjonskasser m.m. (VFF, 2009). I denne masterutledningens startfase benyttet jeg meg av teoribøker og artikler om investeratferd for å tilegne meg ytterligere kunnskap som ga utgangspunktet for utarbeidelse av problemstilling og formål med oppgaven.

Når det gjelder inputdata i denne oppgaven, er de for det meste hentet fra eksterne kilder. Da i hovedsak fra offentlige kilder som; Statistisk Sentralbyrå, Oslo Børs og Verdipapirfondenes Forening sine hjemmesider. Med det er også innhentet data og informasjon på forespørsel til kontaktpersoner i de ulike forvaltningsselskaper og data per mail fra analysebyrået Morningstar.

Norges bruttonasjonalprodukt (BNP) er benyttet som et bilde på landets økonomiske aktivitet og dermed som en overordnet indikasjon på økonomiske opp- og nedgangsperioder. BNP viser verdien av alt som produseres i et land og kan derfor brukes som om et mål på landets økonomisk aktivitet. I denne oppgaven er BNP brukt som sammenligningstall ved analyse av kjøp og salg av aksjefond i forhold til generell økonomisk aktivitet. Tallene er hentet fra statistisk sentralbyrå og er målt til markedsverdi for Fastlands-Norge. BNP er målt i

markedsverdi, er definert som summen av bruttoproduktet over alle næringer målt i basisverdi, tillagt summen av alle produktskatter og fratrukket summen av alle produktsubsidier (SSB, 2012). Ved å se på prosentvise endringstall, ser en dermed på volumendringer. Som kritikk til bruk av BNP som sammenligningstall, kan det nevnes at det ikke i full utstrekning gir et bilde av verdensøkonomiens utvikling. Det kan tenkes at Norske personkunders nettoinvesteringer i aksjefond også påvirkes av de økonomiske utsiktene utenfor våre landegrensler.

I modellene hvor det er analysert hvorvidt mediebildet har betydning for norske personkunders nettoinvesteringer i aksjefond, er artikkelarkivet ATEKST blitt benyttet som søkemotor. Mediearkivet ATEKST eies og tilbys eksklusivt av Retriever AS. Som student på Universitetet i Stavanger, har en tilgang til denne søkemotoren. Mediene som inngår i denne søkemotoren er 104 norske medier i papirform og 6 norske medier i TV/Radio. Det kan stilles spørsmål til om disse utvalgte mediene gir et reelt bilde på den helhetlige medieomtalen. Dette er likevel en overordnet antakelse for denne delen av analysen.

Aktiviteten på Oslo Børs er også blitt benyttet som sammenligningstall i analysen av norske personkunders investeringer i aksjefond. Tall for utviklingen av Oslo Børs hovedindeks er innhentet fra Oslo Børs sine nettsider; oslobors.no. Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) er en investerbar indeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs. Det er også mottatt tall for avkastning på alle aksjefond som omsettes på Oslo børs per mail fra Afsheen Azam i analysebyrået Morningstar, via produktansvarlig innenfor statistikk for aksjer og obligasjoner på Oslo Børs, Truls Evensen.

Tall for investeringer i aksjefond blant norske personkunder er i hovedsak innhentet via Verdipapirfondenes Forening sine nettsider; vff.no. Investeringstallene fordelt per måned er derimot innhentet ved forespørsel på mail fra Caroline S. Tørring, kommunikasjonsrådgiver i Verdipapirfondenes Forening. *Aksjefond* er i henhold til VFFs statistikker summen av; norske aksjefond, internasjonale aksjefond, bransjefond og norsk/internasjonale aksjefond.

Etter å ha samlet inn datamateriale foretas en dataanalyse for å forenkle dataene slik at det blir mulig å besvare oppgavens problemstilling ved å se på det innsamlede datamaterialets bakenforliggende mønster og relasjoner. I denne oppgavens analysedel er det i hovedsak blitt

benyttet deskriptiv statistisk. Deskriptiv statistikk er en grunnleggende statistisk analyse av kvantitative data. Noen av de grunnleggende delene i deskriptiv statistisk analyse er å finne ut hvor spredt datasettet er og hvordan punkter i datasettet skaper en form sammen (Gripsrud, 2004). Det er i hovedsak valgt en grafisk fremstilling av data ved bruk av diagrammer, da særlig stolpe- og linjediagrammer. For å få oversikt over et datamaterialet er det først foretatt en rydding av de aktuelle data som brukes til hver av diagrammene. De fleste diagrammene som er presentert i oppgaven har en primærakse og en sekundærakse for å inkludere to datasett i samme diagram. Dette er gjort slik at datasettene kan sammenlignes, og for på en oversiktlig måte å kunne se mønster og sammenhenger.

6 Analysedel: Atferd ved investering i aksjefond

På bakgrunn av en stadig økning i norske personkunders investeringer i fond vil jeg, med utgangspunkt i det vi vet om hvordan investor oppfører seg på det frie aksjemarkedet, analysere forekomster av utvalgte heuristikker i atferd ved investering i aksjefond. Det faller naturlig at investor generelt er mye mer aktiv ved investering i enkeltaksjer enn ved investering i aksjefond. Mye tyder på at den gjennomsnittlige private investor ikke klarer å slå markedet på grunn av heuristikker som favorisering av hjemmemarkedet, overdreven selvsikkerhet, jakten etter vinnere osv. Men hvordan er investeratferden ved investering i aksjefond? Klarer den private investor som investerer i fond å holde tritt med markedet? Data kan tyde på at en går i samme fella ved investering i fond, som ved investering i enkeltaksjer.

Denne oppgavens analysedel består dermed av en kartlegging av hvordan utvalgte heuristikker utarter seg i norske personkunders atferd ved investering i aksjefond. På grunn av oppgavens omfang og tidsbegrensning er det valgt ut to hovedpunkter, og noen underhypoteser til analyse.

1. Når kjøper og selger norske personkunder aksjefondene sine?
 - a. Finnes det noen korrelasjon med:
 - i. Konjunkturer?
 - ii. Oslo Børs Hovedindeks?
 - iii. Nyheter?

2. Hva bestemmer hvilket fond en kjøper?
 - i. Distribusjonsmetode?
 - ii. Jakting av vinnere. Kjøper en fjorårets vinner?
 - iii. Hjemme-Bias. Er det slik at de fleste investerer i norske aksjer?
 - iv. Oppmerksomhet i media?

Videre følger dermed en presentasjon av deskriptiv statistikk over norske personkunders fondsvaner. Kapittel 7 består deretter av tolking og diskusjon. Der er funnene i analysedelen diskutert, tolket og drøftet med utgangspunkt i teori fra de tidligere kapitlene.

6.1 Når kjøper og selger norske personkunder aksjefondene sine?

Analysene i dette delkapittelet er fortatt for en nærmere undersøkelse av hvorvidt norske personkunder som investerer i aksjefond er styrt av ulike heuristikker ved avgjørelser om kjøp- og salgstidspunkt. Er de styrt av den overordnede økonomiske utviklingen? Ved å se på prosentvis utvikling, er det i kapittel 6.1.1, forsøkt å gi et bilde på om det finnes en korrelasjon mellom økonomisk aktivitet (her mål i BNP) og tidspunkt for kjøp og salg. Deretter stilles spørsmålet om det finnes sammenhenger mellom utviklingen i Oslo Børs hovedindeks og nettotegningen i aksjefond i kapittel 6.1.2. Dette for å belyse om det finnes forskjeller i investeratferd når en investerer i aksjefond i forhold til når en investerer i enkeltaksjer. I tillegg er det interessant om positivitet/negativitet på børsen påvirker nettotegning i fond. Videre er det i kapittel 6.1.3 gjort en analyse på hvorvidt investorer påvirkes av nyhetsbildet. Skaper oppmerksomhet i form av avisoverskrifter om uro, usikkerhet, nedgang og finanskriser endringer når det gjelder norske personkunders nettoinvestering i aksjefond?

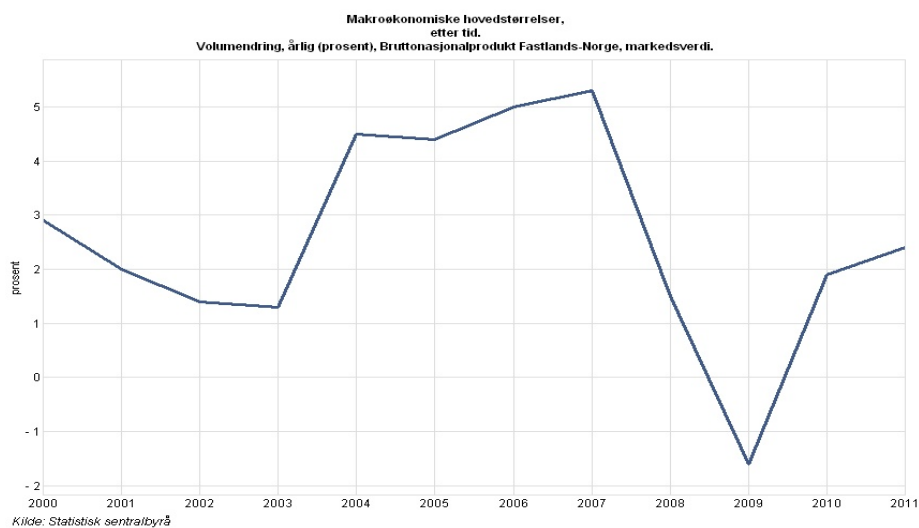
I denne analysedelen blir *korrelasjon* stedvis benyttet ved omtale av sammenhenger. For ordens skyld vil jeg derfor på forhånd definere dette begrepet. Negativ korrelasjon er når den ene variabelen øker og den andre minker. Positiv korrelasjon er når en økning i størrelsen til den ene variabelen svarer til en økning i den andre variabelen. Korrelasjon mellom variabler behøver ikke å tilsi at det er en kausal sammenheng mellom dem (Bjørnstad, 2009). En kausal sammenheng er når den ene variabelen fører til (eller oppstår på grunn av) den andre. Det er viktig å påpeke at det i denne oppgaven ikke trekkes slike konklusjoner.

6.1.1 Investering i aksjefond og konjunkturer

Årlige prosentvis volumendring i BNP er hentet på Statistisk Sentralbyrå sine nettsider (SSB, 2012b) og er målt som markedsverdi og er for Fastlands-Norge. Utvikling i norske personkunders nettotegning i aksjefond er beregnet ut fra månedlige tall mottatt av Caroline Sesvold Tørring i Verdipapirfondenes Forening per mail. Tallene er i milliarder norske kroner. Det er her valgt å se på utviklingen fra 2003 til 2011.

For å gi et bilde på de økonomiske konjunkturerne i Norge de siste årene er det videre inkludert et diagram over den prosentvise endringen i BNP for fastlands-Norge.

Diagram 1: Konjunkturer. BNP Fastlands-Norge 2000-2011



Etter konjunkturedgangen på begynnelsen av 2000-tallet, opplevde Norge sterk vekst i økonomien fra våren 2003 og ut 2007. Deretter pekte tradisjonelle konjunkturprosesser mot en konjunkturedgang. Så opplevde Norge et konjunkturomslag (vekst i BNP lavere enn trendveksten) ved årsskiftet 2007/2008. Selv om de første tegnene på finanskrisen kom i 2007, var det i september 2008 at den ble akutt (SSB, 2009). I 2009 fortsatte nedgangskonjunkturen, men fallet i BNP for fastlands-Norge stoppet opp i 2.kvartal. I 4.kvartal 2009 og første halvår i 2010 vokste BNP igjen og indikerte at økonomien kunne være nær en konjunkturbunn (Regjeringen, 2011). Det viste seg å være riktig. Deretter kom det en konjunkturnøytral utvikling, som forventes å vare frem til 2013 (SSB, 2012c).

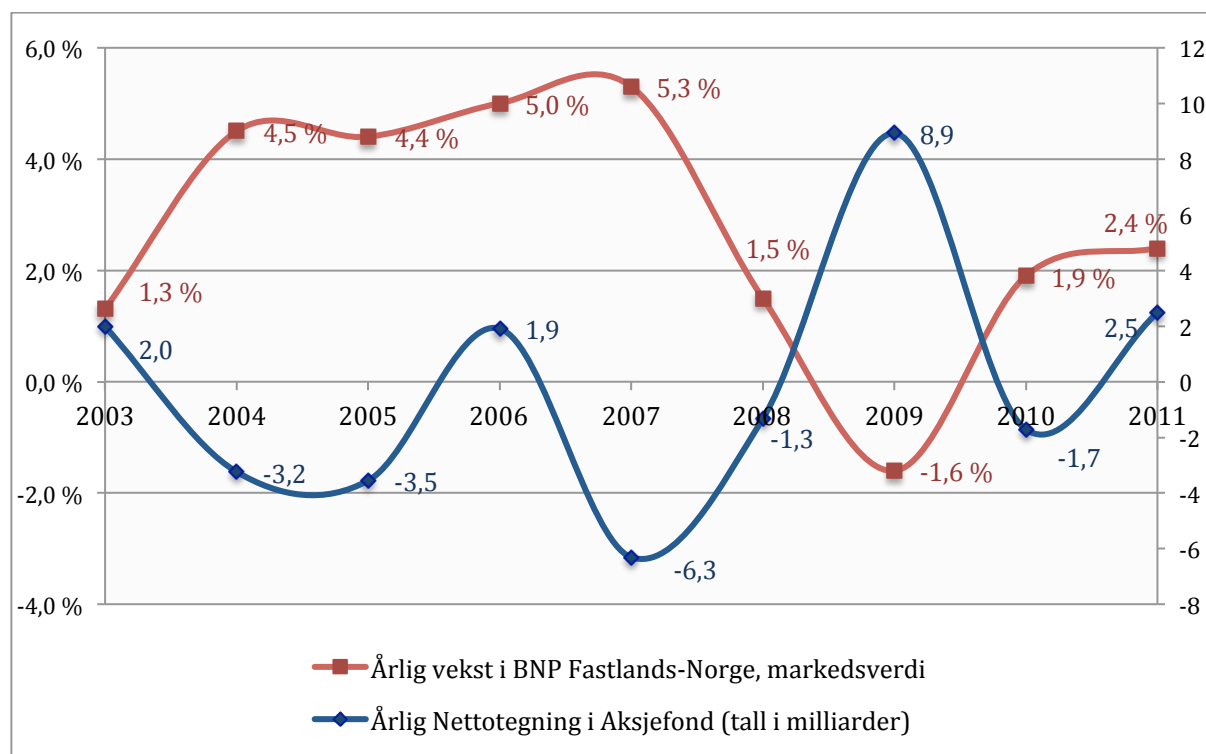
Når det gjelder utviklingen i BNP, ser vi dermed at denne analyseperioden er preget av effekten av finanskrisen. I 2009 var det nemlig for første gang på 20 år (SSB, 2009) en nedgang i BNP i 2009. Fra 2008 til 2009 sank Norges bruttonasjonalprodukt med -1,67 %. Dermed gikk 2009 inn i historien som et økonomisk svakt år i norsk økonomi. Det er derfor veldig interessant at det samme året ble nettotegnet rekordmange (sett ut fra denne analysedelens tidshorison) aksjefond blant norske personkunder. Norske personkunder gikk fra å nettoinnløse aksjefond for 1,3 milliarder kroner i 2008, til å nettotegne aksjefond for hele 8,92 milliarder kroner i 2009. Dette utgjør en økning i nettotegninger på 772 % fra 2008 til 2009. Hver eneste måned i 2009 hadde positiv, og relativt høy, nettotegning. Til sammenligning er det ingen andre år tilbake til 2004 som har hatt positiv nettotegning i samtlige måneder i ett og samme år. Se tabell under. Tallene er i tusen kroner.

Tabell 1: Månedlig nettotegning 2004-2011 (tall i tusen)

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Jan.	346 430	-237 130	894 916	-2 861 249	-130 281	56 244	-170 763	1 021 993
Feb.	137 261	-47 959	481 510	713 355	-610 021	318 287	-166 690	398 349
Mars	-638 488	218 035	923 475	-709 611	-2 441 873	127 798	-380 137	-1 205 053
April	127 105	-424 233	366 821	-177 392	-211 038	279 969	-1 623 065	-80 768
Mai	4 169 314	-2 404 536	926 381	230 089	-763 071	-2 659 883	-751 971	-742 571
Juni	-483 431	190 959	751 169	-631 695	-244 246	-6 179	197 056	17 235
Juli	-297 829	339 505	755 023	-209 518	-8 378	704 046	-12 704	-188 559
Aug.	-222 089	-951 585	717 251	-85 217	232 799	302 795	-44 056	-84 729
Sept.	-551 942	263 507	353 415	-44 084	-128 638	-135 520	-288 414	-601 980
Okt.	449 896	518 643	1 100 410	1 153 217	-684 105	416 379	-2 438 808	-1 357 678
Nov.	-402 536	289 828	563 649	916 168	-1 578 266	273 443	788 112	-281 021
Des.	-154 137	531 545	1 094 320	377 779	263 821	2 228 453	1 341 568	-131 815
Totalt	2 479 554	-1 713 421	8 928 340	-1 328 158	-6 303 297	1 905 832	-3 549 872	-3 236 597

I diagrammet under er den prosentvise utviklingen i BNP og utviklingen i årlig nettotegning av aksjefond, satt inn i et linjediagram for å gi et bilde på om det finnes noen korrelasjon. Den røde linjen tilhører venstre akse og viser årlig prosentvis vekst/ending i BNP. Den blå linjen og akse til høyre gjengir norske privatkunders nettotegning i aksjefond per år. Tallene er i milliarder. Nettotegningen gjelder for norske forvaltningsselskap.

Diagram 2: Årlig vekst i BNP og nettoinvesteringer i aksjefond 2004-2011



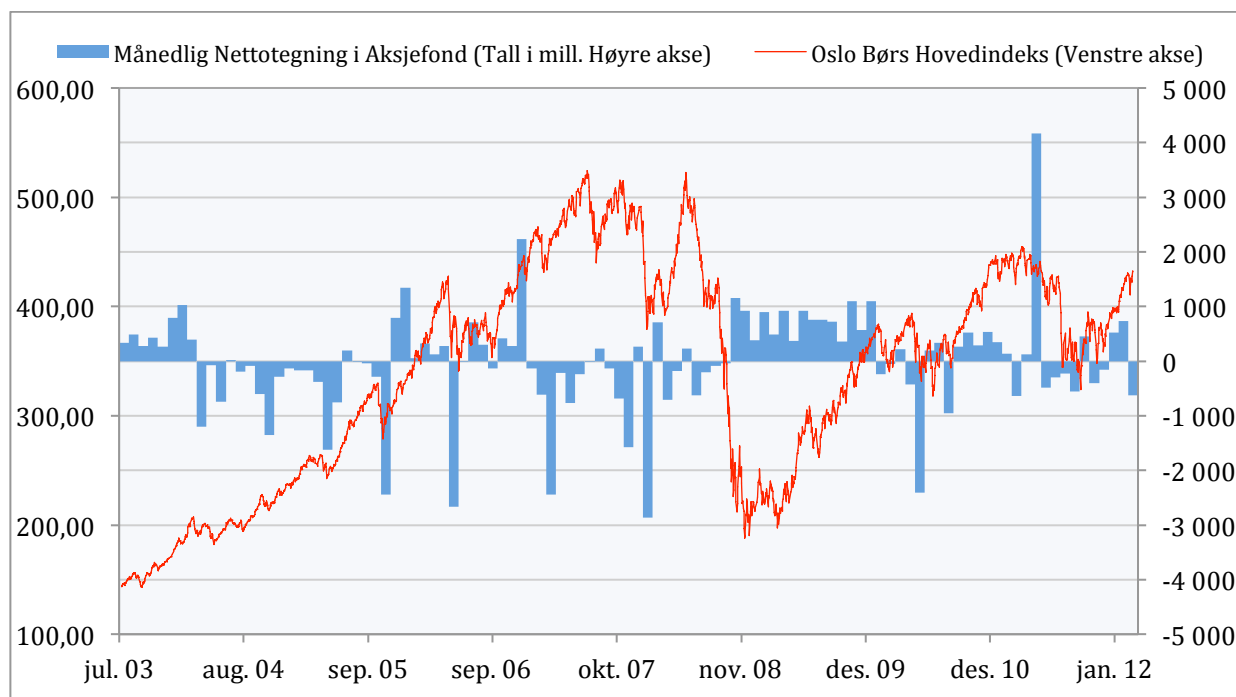
Norge hadde økonomisk vekst og mens BNP stadig økte per år i perioden 2003-2007. Norsk økonomi var da inne i en konjunkturoppgang, og i høykonjunktur i 2005-2007 (SSB, 2009). Ved starten av konjunkturoppgangen i 2003 tegnet norske personkunder aksjefond. Videre inn i oppgangsperioden nettoinnløser nordmenn aksjefond for 3,2 og 3,5 milliarder kroner i 2004 og 2005. Så ser vi en endring og kundene nettotegner for 1,9 milliarder i 2006 når Norges BNP vokser med 5 %. I 2007 ser vi at det var en vekst i BNP på 5,3 %. Norske personkunder gikk da fra å ha nettotegnet for 1,9 milliarder kroner i 2006 til å nettoinnløse for hele 6,3 milliarder kroner i 2007. Økt vekst i BNP indikerer bedre økonomiske tider og som igjen kan være et tegn på økte verdier i aksjefondene, som tilsynelatende gjør det smart for norske personkunder og innløse. Fra 2007 til 2008 går veksten i BNP fra å være 5,3 % til 1,5 %. I 2008 går også innløsningen av aksjefond betraktelig ned fra 6,3 til 1,3 milliarder kroner. Men vi ser, på tross av den lave veksten i økonomien, at nordmenn nettoinnløser aksjefondene sine.

Da veksten i BNP etter finanskrisen, var negativ med -1,6 % var det en rekordhøy nettotegning av aksjefond på 8,9 milliarder kroner. Lav vekst i BNP indikerer økonomiske nedgangstider. Økonomiske nedgangstider påvirker verdiene i selskaper og aksjer. Dermed går også verdier i aksjefond ned og kan kjøpes ”billig” når veksten i BNP er lav/negativ. I 2010 ser vi igjen vekst i BNP, med beskjedne 1,9 %. Det kan se ut som om den norske økonomien er på vei oppover igjen etter finanskrisen. Det skjer samtidig en radikal endring når det gjelder nettotegning i aksjefond. Nordmenn går fra å nettotegne for 8,9 til å nettoinnløse for 1,7 milliarder kroner. opplevelsen av økonomiske vekst (her målt i BNP) fører altså til at nordmenn selger aksjefondene. I 2011 fortsetter nordmenn å nettotegne aksjefond for 2,5 milliarder kroner, mens den årlige veksten i BNP går fra 1,9 % til 2,4 %.

6.1.2 Norske personkunders investering i aksjefond og hovedindeksen på Oslo Børs

Et annet spørsmål i denne masterutledningens problemstilling, er om det finnes noen sammenhenger mellom utviklingen i hovedindeksen på Oslo Børs og nettotegningen i aksjefond. Utvikling i norske personkunders nettotegning i aksjefond er månedlige tall mottatt per mail av Caroline Sesvold Tørring i Verdipapirfondenes Forening. De blå arealene og aksene til høyre er norske personkunders nettotegning i aksjefond per mnd. Tallene er i millioner. Tallene for Oslo Børs hovedindeks er daglige noteringer som er hentet fra Oslo Børs sine nettsider (Oslobørs, 2012). Den røde grafen er den daglige hovedindeksen på Oslo Børs og tilhører den venstre aksene.

Diagram 3: Nettotegning i aksjefond og Oslo Børs Hovedindeks 2003-2012



Av diagrammet over ser en at hovedindeksen på Oslo Børs var inne i en stigende trend fra juli 2003 til rundt juli 2007 hvor den steg fra 138,20 til 524,37. Deretter ble det en del svingninger frem til en relativt bratt fallende kurve fra og med mai 2008 og cirka ett år fremover. I denne perioden gikk indeksen fra 522,90 til 197,53. I begynnelsen av mars 2009 viser indeksen en stigende trend igjen. Når det gjelder norske personkunders nettotegning av aksjefond viser de blå arealene at trenden har variert noe. De første månedene, fra juli 03 til februar 04, viser en månedlig positiv nettotegning, mens det deretter blir en lang periode med nettoinnløsninger helt frem til og med oktober 05, kun med unntak av juni 04 og juni 05. Denne lange perioden

med innløsninger skjer i samme periode som Oslo Børs hovedindeks stiger fra 204,79 01.mars 04 til 302,22 31.oktober 05. I løpet av denne perioden er det tydelig at etter børsfall er innløsningen størst. Dette ser vi særlig i mars 04 og oktober 04 og april 05. Etter toppen i oktober 2005 nettotegnes det aksjefond igjen i 6 måneder framover til og med april 2006. Samtidig går børsindeksen fra et lite bunnpunkt 19.okt.05 på 278,78 til et toppunkt den 426,13 i starten av mai 06. Etter det faller børsen og det er tydelig at norske personkunder responderer med å selge aksjefondene sine, i mai 2006 nettoinnløses det aksjefond for hele 2,66 milliarder kroner. Så ser vi en jevn, men moderat, nettotegning frem til det i desember 06 nettotegnes for så mye som 2,23 milliarder. Den store tegningen kommer etter at børsen har vært på vei oppover i en periode.

Videre er hele 2007 preget av nettoinnløsninger (med unntak av noen måneder) og ender på en total nettoinnløsning på 6,3 milliarder kroner. Etter et relativt stort fall på børsen i juli 2007, ser vi til en forandring at det nettotegnes fond. Dog i relativt lite omfang. Atferdstrekket hvor en selger etter kursfall er tilbake igjen ved kursfallet i november 2007 på 9,3 % fra 514,09 (31.10.07) til 466,01 (22.11.07). Da svarer nordmenn med å nettoinnløse fond for nesten 1,6 milliarder. I dette året er indeksen på Oslo Børs noe varierende fra måned til måned, men går i hovedsak fra 446,46 til 490,83, før den i begynnelsen av 2008 begynner på en drastisk nedgang.

I januar 2008 faller børsen drastisk med så mye som 19,8 % fra 491,31 02.01.08 til 382,87 31.01.08. Da reagerer også nordmenn ved å nettoinnløse fond i januar med hele 2,86 milliarder kroner. Ellers nettotegnes det aksjefond i februar, før det stort sett nettoinnløses helt frem til og med september. Unntaket er mai med en nettotegning på 0,23 milliarder (230 mill.), samtidig som hovedindeksen når et toppunkt 22.mai på 522,90. Det største skillet i diagrammet, og investoratferden gjennom hele analyseperioden, kommer på høsten 2008. Oktober 2008 viser et klart vendepunkt både når det gjelder Oslo Børs hovedindeks og nordmenns investoratferd sett i lys av nettotegninger. Etter et kraftig børsfall, fra en hovedindeks på 60 %, fra 522,90 i slutten av mai 2008, til 212,04 den 27.oktober, begynner norske personkunder å nettotegne aksjefond. Hele 2008 inkludert dette vendepunktet er analysert nærmere under. Perioden 2009-2012 er også nærmere analysert senere i kapitlet med holdepunkt i diagram 6.

Diagram 4: Hovedindeksen på Oslo Børs 2004-2011



Når det gjelder hele tidsperioden fra 2003 og til 2011 er det overordnede bildet en stigende trend, sett bort i fra den nevnte kraftige nedgangen mot oktober 2008. Fra juli 2003, til juli 2007 var hovedindeksen på Oslo Børs i en stigende trend. Deretter oppstår det noe svingninger før den kraftige nedgangen. Etter bunnen mellom oktober 2008 og mars 2009, er indeksen igjen preget av en stigende trend frem til april 2011. Likevel oppstår det noen nedgangsperioder innimellom. I april 2011 går indeksen igjen noe nedover, før den på en kortvarig bunn i oktober 2011, snur og går oppover igjen.

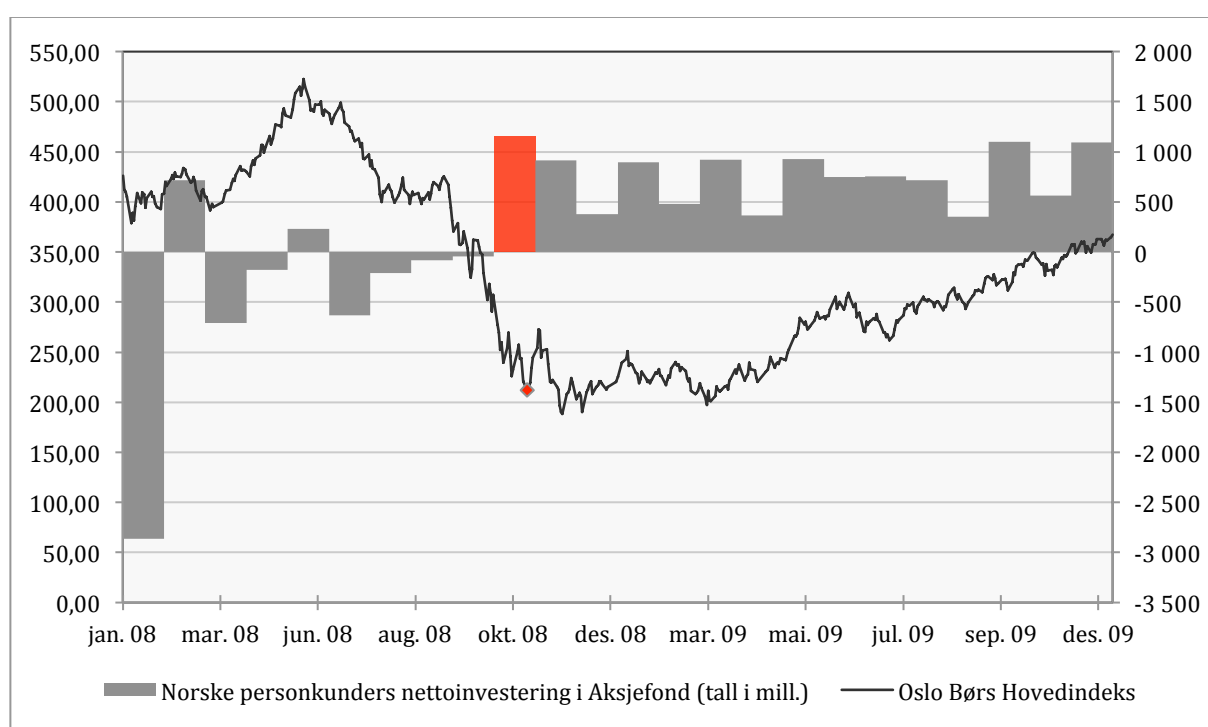
Tabell 2: Årlig nettotegning i aksjefond 2003-2011 (Tall i millioner)

År	Nettoinvestering
2003	1 988 977
2004	-3 236 597
2005	-3 549 872
2006	1 905 832
2007	-6 303 297
2008	-1 328 158
2009	8 928 340
2010	-1 713 421
2011	2 479 554

Vi ser at norske personkunder begynte å nettoinnløse aksjefond i 2004, da hadde børsen allerede vært på vei oppover en periode og gått fra en hovedindeks på 138,20 i juli 2003 til 236,70 i slutten av 2004. Videre fortsetter børsen oppover og kundene nettoinnløser enda mer i 2005.

I 2006 begynner kundene å nettotegne aksjefond igjen. Dette skjer samtidig som hovedindeksen på børsen var preget av en liten nedgang. I 2007 er nettoinnløsningen på topp, parallelt med at Oslo Børs hovedindeks er på topp. 2008 blir også et år med nettoinnløsning, men i mye lavere omfang enn 2007. Tallene for årlige nettotegninger i aksjefond fra 2003 til 2011, viser (som børsindeksen) et klart skille mellom 2008 og 2009. Etter det kraftige børsfallet frem mot sensommeren 2008, nettotegnet nordmenn aksjefond fra og med oktober og helt ut året 2009. Diagrammet under gir et godt bilde på denne vendingen.

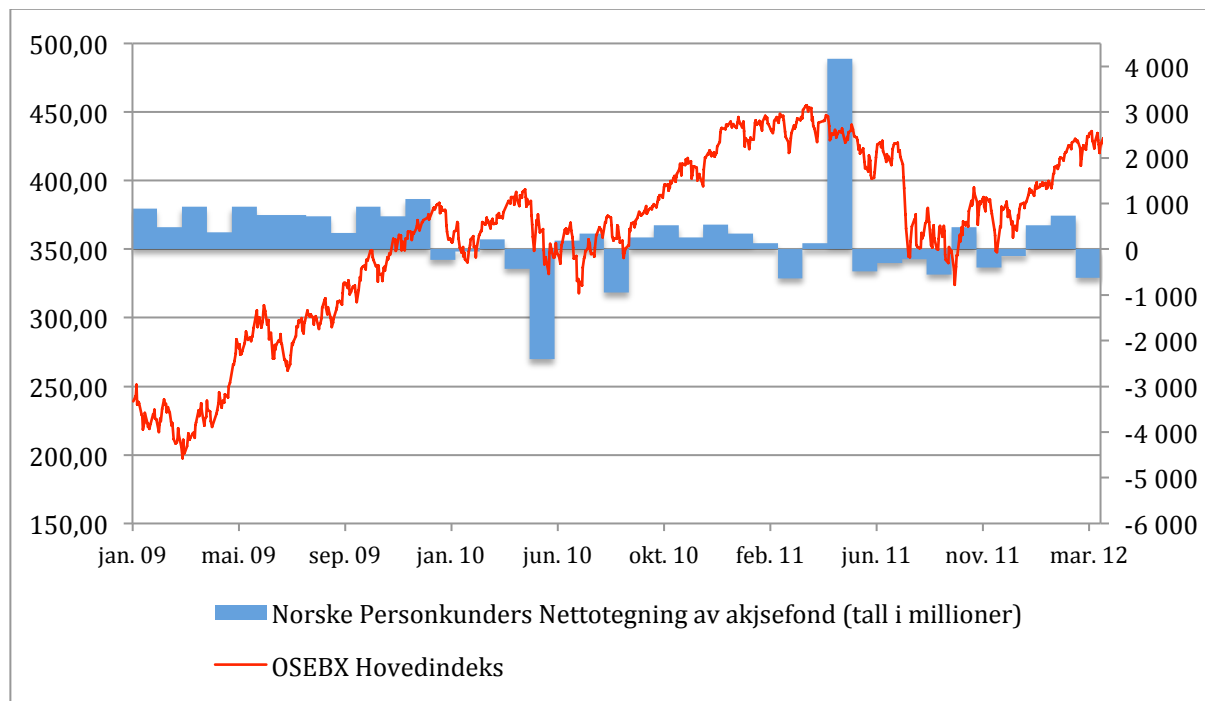
Diagram 5: Vending i nettotening i aksjefond og hovedindeks Oslo Børs 2008-2009



Modellen over er laget med inspirasjon fra Verdipapirfondenes Forening sin artikkel "Vendepunkt i nordmenns aksjefondssparing" fra 2009. Det røde punket på hovedindeksaksen er Oslo Børs hovedindeks 27.10.08 på 212,04. Den rød søylen er nettoinvesteringen i aksjefond i oktober 2008. På dette tidspunktet skjedde det altså en vending som viser positiv nettotegning i hele femten måneder fremover! Vendepunktet kommer etter en periode på nesten 6 år hvor norske personkunder har hatt en akkumulert nettoinnløsning på til sammen 13 mrd. kroner i aksjefond. Aksjemarkedene rakk knapt å falle fra seg før nordmenn begynte å tegne aksjefond (VFF, 2009). Bunnen ble først nådd 20.11.08, da var indeksen på 190,04. Det skal sies at den store nettotegningen fra og med høsten 2008, skjer samtidig med starten på en alvorlig lavkonjunktur i de fleste industrialiserte land i

verden (Larsen & Mjølhus, 2009). Fra oktober 2008 og ut 2009 ble det nettotegnet aksjefond av norske personkunder på til sammen 11,4 milliarder kroner.

Diagram 6: Nettotegning i aksjefond og Oslo Børs Hovedindeks 2009-2012



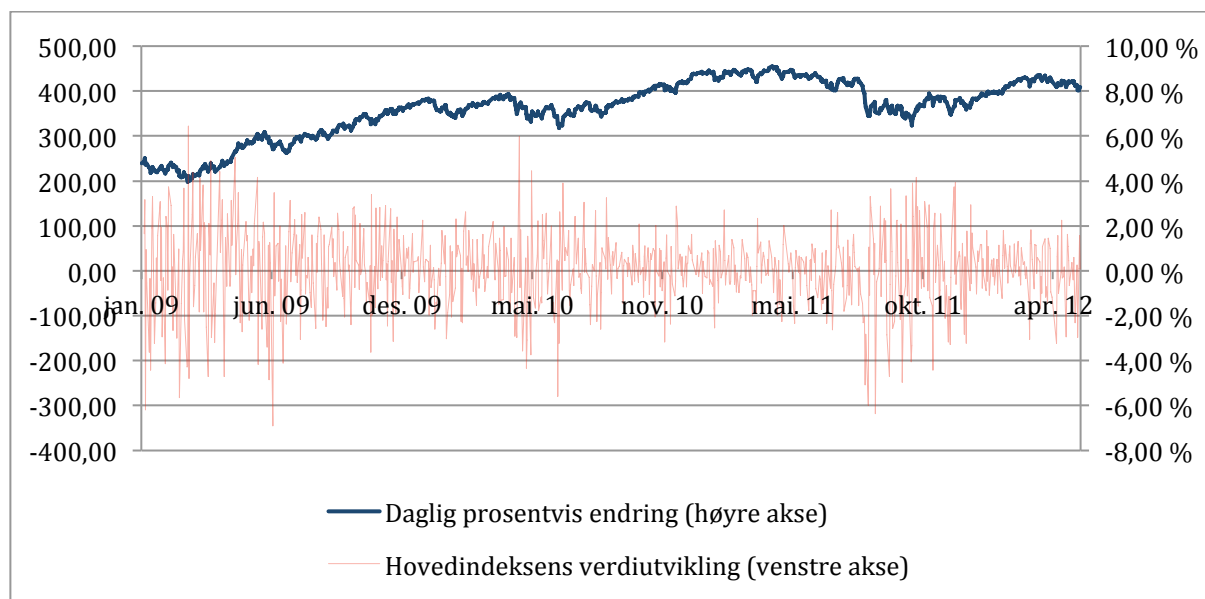
Nordmenn starter 2010 med en svak nettoinnløsning de første månedene for så å nettotegne igjen i mars. I mai kom et skifte, med nettoinnløsning på hele 2,4 milliarder. Dette skjer etter at børsindeksen hadde noe nedgang fra 393,51 i slutten av april, til 331,77 i slutten av mai. I starten på juli er hovedindeksen på Oslo Børs også nede på en liten bunn, for så å bevege seg oppover. Da reagerer norske personkunder med å innløse fond i august.

Etter 2010, blir det i 2011 igjen en nettotegning på 2,48 milliarder kroner. I mai 2011 skjer det en tegningstopp med en nettotegning på hele 4,17 milliarder kroner. Da er hovedindeksen begynt å bevege seg nedover. Resten av 2011 er preget av innløsninger, med en total akkumulert nettoinnløsning fra juni og ut året på 1,7 milliarder. Etter en liten oppgang i hovedindeksen fra slutten av 2011 til begynnelsen av 2012, nettotegnes det fond de to første månedene i 2012, mens det nettoinnløses i mars for 0,628 milliarder kroner.

For norske personkunder er det viktig å være bevisst på å ikke la seg påvirke av daglige svingninger på Oslo Børs. Basert på daglige tall på hovedindeksen på Oslo Børs, har jeg derfor laget et diagram som viser den prosentvise endringen fra dag til dag og en linje med utviklingen til indeksen. Den blå linjen viser utviklingen i hovedindeksen, mens den røde

viser daglige prosentvise endringer i indeksen. Daglige svingninger på over 3%, skaper gjerne store overskrifter i mediebildet (VFF, 2006). I analyseperioden, som er fra januar 2009 til april 2012, har det vært daglige oppganger på over 3,00% 32 ganger og daglige nedganger på over -3,00% hele 41 ganger. Til sammen har en altså opplevd daglige svingninger i hovedindeksen på Oslo børs på over 3% hele 73 ganger i løpet av analyseperioden. Det kan bety 73 dager med et dramatisk økonomisk nyhetsbilde. Likevel har hovedindeksen samlet sett steget med hele 71 % (fra 239,24 til 408,92) i samme periode.

Diagram 7: Oslo Børs hovedindeks januar 2009 – april 2012



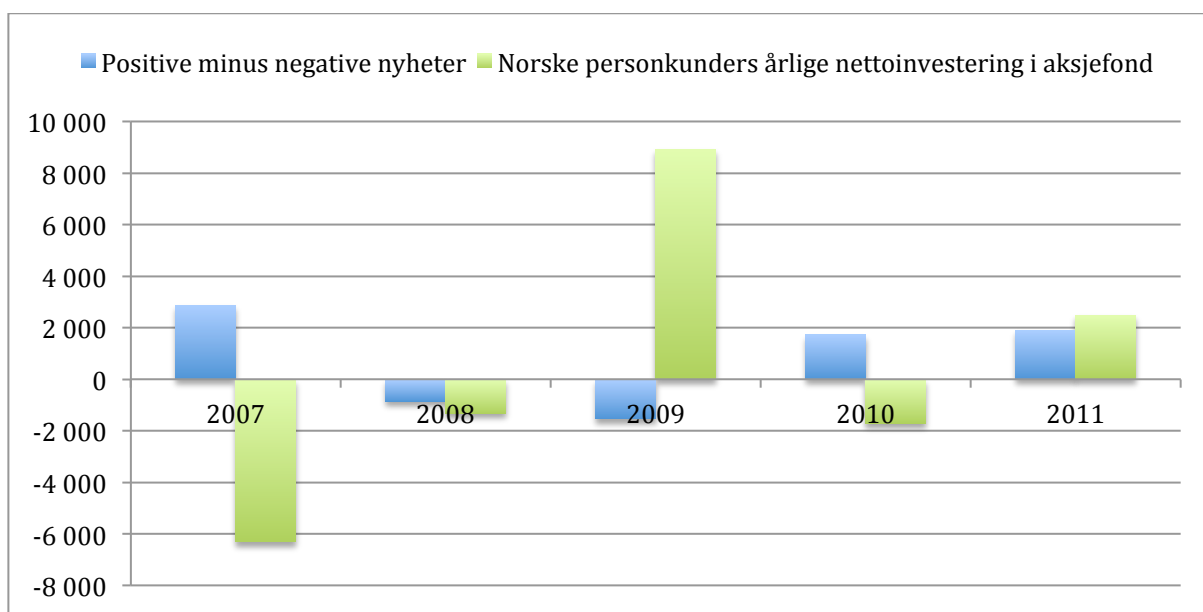
Den prosentvise daglige endringen ser ut til å ha de største svingningene rundt bunntidspunktene. Det vises særlig i starten av 2009. Hovedindeksen når en liten bunn 09.03.09. I tiden rundt dette oppsto det daglige svingninger på mellom 4% og 6% flere ganger. Vi ser også store prosentvise daglige svingninger mellom mai og juni 2010, og på høsten i 2011, hvor indeksen også var på kortvarige bunn. Selv om det her kan se ut som om svingningene er størst når hovedindeksen er på periodiske bunn, beveger indeksen seg jevnt og trutt oppover.

6.1.3 Er tidspunkt for tegning av aksjefond korrelert med nyhetsbildet?

Det er videre analysert hvorvidt norske personkunder påvirkes av nyhetsbildet når de tar avgjørelser om kjøp og salg av aksjefond. Til innsamling av data for å kartlegge nyhetsbildet, er søkemotoren ATEKST brukt (beskrivelse av dette mediearkivet finnes i metodekapittelet). Ved å tallfeste antall treff på ”økonomiske ord” som betegner oppgangstider/gode økonomiske tider og trekke fra antall treff som indikerer nedgangstider/dårlige økonomiske

tider, gis et bilde på hvordan mediene har ytret seg om Norges- og verdensøkonomien i det gjeldende året. I diagrammet som presenterer nyhetsbildet og norske personkunders nettoinvesteringer i aksjefond, er tallene for nettonyheter hentet fra tabellen i vedlegg 1. Den tabellen gir en opplisting av 20 ord som er negativt ladet og 20 ord som er positivt ladet i forhold til økonomiske tider. Ordene som står med anførselstegn er søkt på med krav om at ordene skal komme etter hverandre. Ved søk på alle de andre ord er bare kravet at de skal opptre i samme nyhetsartikkel. Et utvalg av de negative ordene med flest treff: Finanskrise, økonomisk nedgang, dårlig økonomi og nedgang Oslo Børs. Et utvalg av de positive ordene med flest treff: Økonomisk vekst, Oppgang Oslo Børs, tjener penger og rikere (se vedlegg 1 for hele oversikten). Antall treff på positive nyheter fratrukket antall treff på ”negative nyheter” som gjelder økonomi, utgjør de blå søylene i diagrammet. Dette antallet omtales videre som ”nettonyheter” og ”nettonyhetsbildet”. De grønne søylene er årlig nettotegning i aksjefond med tall i millioner.

Diagram 8: Nyhetsbildet og nettoinvestering i aksjefond



Vi ser at det i 2007 og 2010 er et optimistisk økonomisk nyhetsbilde, samtidig nettoinnløses aksjefond med henholdsvis -6,3 og -1,7 milliarder kroner i disse årene. Vi ser også at andelen positive nyheter er større i 2007 enn i 2010, med et positivt tall på 2868 i nettonyheter i 2007, mot 1724 i 2010. Indikasjonen om at 2007 og 2010 er gode økonomiske tider relativt til årene før, er sammenfallende med både den prosentvise endringen i BNP vist i diagram 2 og utviklingen i hovedindeksen på Oslo Børs vist i diagram 4.

I 2009, nettotegnes det aksjefond for hele 8,9 milliarder kroner, mens nettonyhetsbildet er negativt med -1525 nyhetsartikler for søkeordene. Dermed viser også tallene for 2009 en korrelasjon, bare i motsatt fall av 2007 og 2010. I 2009 tegnes det en stor andel aksjefond, samtidig som vi har et negativt økonomisk nyhetsbilde. Vi ser altså en logisk sammenheng ved at det kjøpes aksjefond i "dårlige" økonomiske tider. Også her kan indikasjonen det negative nyhetsbildet gir oss på økonomiske nedgangstider, bekreftes ved å se på diagrammet for BNP og oversikten over Oslo Børs hovedindeks. Den prosentvise årlige utviklingen i BNP er negativ for første gang på 20 år og hovedindeksen opplever et kraftig stup i slutten av 2008 og er på en bunn i starten av 2009.

Mens 2007, 2009 og 2010 gir oss et bilde av negativ korrelasjon mellom nyhetsbildet og nettotegninger, tyder derimot søylene for 2008 og 2011 en positiv korrelasjon mellom variablene i denne perioden. I 2008 nettoinnløste norske personkunder for -1,3 milliarder norske kroner, mens nyhetsbildet var negativt med -862 nettonyheter. I 2011 ble det nettotegnet for 2,5 milliarder kroner og antall treff på nyheter ble positivt med 1907. Også i dette tilfellet kan det se ut som at nyhetene varierer relativt i forhold til størrelsen på nettotegningen. I 2010 er nettotegningen relativt stor samtidig som treff på nyheter er relativt stor. I 2008 er søylene også relative til hverandre, men mindre.

Figur 9: Avisoverskrifter i 2008



Figuren over er et knippe av avisoverskrifter i 2008. Det kan gjerne tenkes at media også var en bidragsyter til nordmenns endring i investoratferd fra høsten 2008?

6.2 Hva bestemmer hvilket aksjefond en kjøper?

I denne delen forsøkes det å analysere hva som avgjør hvilke fond norske personkunder investerer i. Først går jeg inn på hvilke distribusjonskanaler forvaltningsselskapene med høyest volum i tegningene har, for å se om det er kunden selv, eller fondsmegleren til banken ”vår” som bestemmer tegningen. Videre stilles det spørsmålsteget ved om norske personkunder jakter på fjorårets vinnere. Er det slik at de aksjefondene som har høyest tegning (og nettotegning) i år, var de samme som hadde høyest avkastning i fjor? Kapittel 6.2.3 er videre en analyse på hvorvidt norske personkunder er trukket mot hjemmemarkeder når de investerer i aksjefond. Til slutt i dette kapitlet ser vi på om nyheter og mediebildet påvirker valg av aksjefond. Er det slik at de aksjefondene som det skrives mest om i media, er dem med høyest tegninger?

6.2.1 Er det fondsmenyene til bankene som bestemmer?

Det er interessant å se på distribusjonsmåtene til forvaltningsselskapene som innehar størst tegningsandel for norske personkunder. Tegnes det fond via nettmegler ved selv å velge ut bestemte fond, eller er det bank, finanshus og andre kilder som velger ut porteføljen for norske privatkunder? Tabellene under viser en oversikt over de fem forvaltningsselskapene som hadde høyest tegninger i henholdsvis 2011, 2010 og 2009. Det er de samme selskapene som ligger på topp gjennom hele perioden. De ulike selskaperens distribusjonsmåte er satt inn i diagrammet på bakgrunn av opplysninger fra kontakter hos selskapene selv og informasjon på deres nettsider dersom det ikke lyktes å få kontakt direkte per mail. Analysen tar utgangspunkt i aksjefond forvaltet gjennom norske forvaltningsselskap til norske personkunder.

Tabellen under gir en oversikt over selskapene som lå på helt på topp når det gjelder nordmenns tegninger i aksjefond i 2009, 2010 og 2011. Forut for utarbeidelsen av denne oversikten ble det per mail sendt forespørsel til samtlige av forvaltningsselskapene som inngår. Det kom raskt og konstruktivt svar fra Skagen Fondene, Odin Fondene og DNB Asset Management. Jeg fikk også svar fra et annet stort forvaltningsselskap, Handelsbanken Fondsforvaltning. Disse er dermed nøyere kommentert i analysen. De resterende forvaltningsselskaperens distribusjonsmetoder, er angitt på bakgrunn av informasjon funnet på

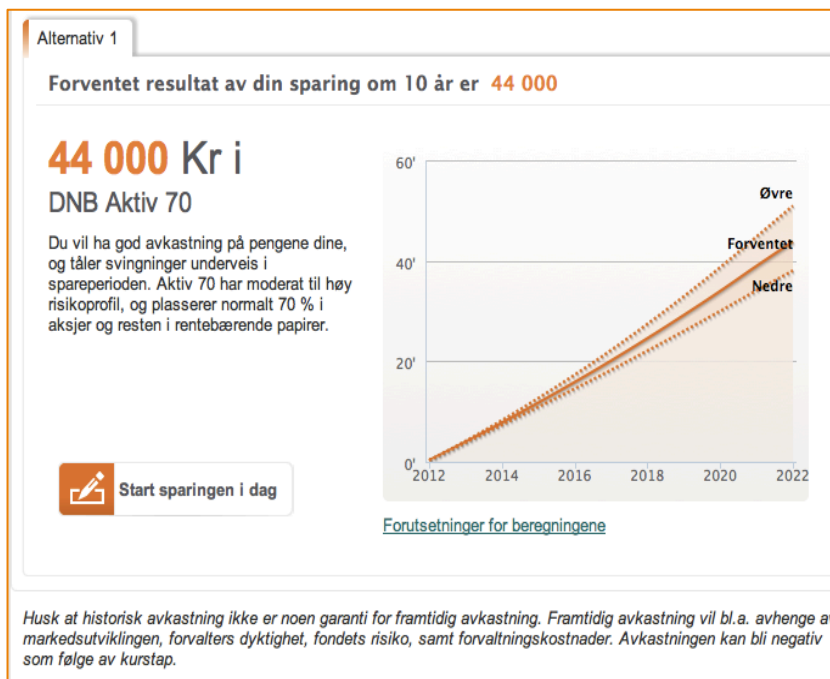
deres hjemmesider og internett generelt. Derfor tas det forbehold om feil/unøyaktigheter i omtalelsen av disse.

Tabell 3: Forvaltningsselskaperes distribusjonsmåte

Oversikt for forvaltningsselskaper på topp når det gjelder tegninger 2009-2011	
Forvaltningsselskap	Distribusjonsmåte
DNB Asset Management	Bankdistribusjon (rådgivere), Egendistribusjon (nettbank)
Nordea Fondene	Bankdistribusjon (rådgivere), Egendistribusjon (nettbank)
Storebrand Fondene	Bankdistribusjon (rådgivere), Egendistribusjon (nettbank)
SKAGEN	Egendistribusjon (nett/innsending skjema) , Ekstern Distribusjon
ODIN Forvaltning	Bankdistribusjon (SBIG*), Egendistribusjon, livselskaper

*SBIG = SpareBank 1 Gruppen

Rådgiver ved fondssenteret til DNB Asset Management AS, Mette Borg, opplyser om at deres mesteparten av deres salg av aksjefond til norske personkunder skjer via rådgivere i bankfilialene deres. Videre sier hun at DNB Nettbank er tenkt å være en god mulighet for privatpersoner å handle aksjefond, men slik det er i dag brukes faktisk DNB Nettbank til å innløse fondsandeler. Ved et raskt søk på DNB sine nettsider ser vi nettopp dette; DNB Asset Management gir i tillegg til salg via bankkontakt, muligheten for å handle fond via nettbank. Det er en forutsetning at du er kunde, og har opprettet nettbank. På nettsiden finnes en kalkulator hvor du kan velge månedlig sparebeløp, startbeløp og risikoprofil, for så å få opp et forslag til investering og forventet



avkastning knyttet til dette forslaget. Ved å velge et månedlig sparebeløp på 300 kroner (som er minstebeløpet i dette tilfellet), 0 i startbeløp og en middels risikoprofil, kommer

”kalkulatoren” frem til forslaget vist i bildet ovenfor. Du blir med disse kriteriene anbefalt å velge og investere i DNB Aktiv 70. Det vil gi deg et forventet resultat på 44 000 kroner om 10 år (DNB, 2012). Forventet resultat er basert på historisk avkastning og det opplyses om at det ikke gir noen garanti for fremtidig avkastning.

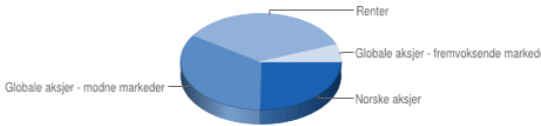
Formuesforvalter, og leder for privatmarkedet, hos Skagen Fondene, Arild Risanger Sunde opplyser per mail at Skagen fondene distribuerer aksjefond ved egendistribusjon og ekstern distribusjon. Med egendistribusjon menes at kundene kjøper sine fond direkte via Skagen fondene sine nettsider, eller ved innsending av et skjema som kan lastes med på deres hjemmesider. Ved ekstern distribusjon blir fondene solgt gjennom andre, som for eksempel partnerbanker, Skandiabanken, Nordnet osv. Videre opplyser Arild Risanger Sunde at det er cirka 100 000 av deres norske personkunder som går gjennom egendistribusjon. Dette utgjør cirka 16,6 milliarder kroner av deres forvaltningskapital. Cirka 71 000 av Skagen fondenes personkunder går gjennom ekstern distribusjon og utgjør cirka 3,5 milliarder kroner av deres forvaltningskapital. Dermed kan det konkluderes med at Skagen fondenes norske personkunder i hovedsak kjøper via egendistribusjon.

Odin fondsforvaltning eies av SpareBank 1 Gruppen og de fleste henvendelser om kjøp av fond kommer via Spare Bank 1 sine lokale bankfilialer. Det er også mulig å få handlet Odin fondsforvaltning sine aksjefond via nettbank og via deres hjemmeside på internett. Når det gjelder pensjonsprodukter distribueres disse gjennom livselskaper. Selv om de fleste henvendelser er fortsatt kommer via bankfilialene, er mønsteret i ferd med å endre seg mer til Odin online/odinfond.no. Dette opplyser Thomas Murby i Odin Forvaltning AS.

Det ser tilsynelatende ut om at distribusjonen av Nordea og Storebrand sine fond foregår på samme måte som DNB sine. Via deres nettsider, ser det ut som man også ved kjøp av fond fra Nordea og Storebrand kan velge mellom kjøp gjennom rådgiver i bankfilialer eller via nettbank. På Nordea Fondene sine nettsider inkluderes spørsmål om grad av erfaring ved handel av fond dersom en tar ”deres” fondskalkulator. Her gis det også opplysninger om hva et fond er, og at det innebærer risiko (Nordea, 2012). Også på Storebrand Fondene sine nettsider kan en gå igjennom en ”fondselger” for å finne ut hvilke fond ”som passer deg”. Ved å svare på ønsket sparebeløp, tidshorisont og risikoeksponering kommer ”fondselgeren” opp med en anbefaling om hvilket fond du bør velge. Dersom en oppgir et månedlig ønsket

sparebeløp på 300 kr, en tidshorisont på 6-10 år og at det viktigste er ”god avkastning, men ikke for høy risiko”, så kommer fondsvelgeren opp med følgende anbefaling:

På bakgrunn av valgene over, anbefaler vi generelt følgende fordeling:



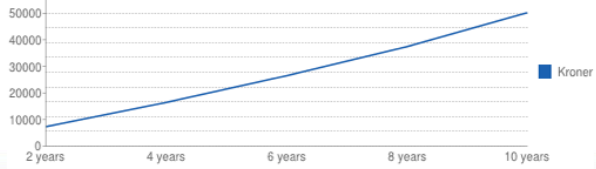
Dette er en automatisert løsning som gir en generell veiledning, og må ikke anses som personlig rådgivning til deg. Anbefalingen tar ikke høyde for din totale økonomiske situasjon, herunder øvrige kundeforhold i Storebrand. Ønsker du personlig rådgivning, ring oss på 08880. [Mer om anbefalingen](#)

Et eksempel på fond som gir denne anbefalingen er:

Andel	Fond	Beløp
100 %	Storebrand Spar 2030	300 kr
Total sum		300 kr

Du står fritt til å velge bort og/eller legge til fond dersom du går videre til bestilling.

Slik kan du forvente at pengene dine vil vokse
Med et månedlig sparebeløp på 300 kroner kan du forvente å ha spart 50577 kroner til å ha noe i bakhånd etter 10 år.



[Om beregningen](#)

Bestill disse fondene >

Ved å velge Storebrand Spar 2030 og spare 300 kroner per måned opplyses det om at du kan forvente å ha spart 50 577 kroner etter 10 år. Dersom du velger en tidshorisont på 0-2 år, kommer det opp en anbefaling om sparing i bank i stedet for fond (Storebrand, 2012).

Et annet forvaltningsselskap med høye tegninger gjennom årene er Handelsbanken Fondsforvaltning. Kjell Magne Enoksen, kundeansvarlig privatmarked, ved Handelsbanken opplyser per mail at de benytter eget kontornett i Norge i forbindelse ved salg av egne aksjefond. Kundene har mulighet for kjøp av fond via to kanaler; bankfilial eller nettbank. Ved kjøp via Handelsbankens bankkontorer gjennomføres vanligvis en rådgivningssamtale med kunden. Med hovedmål om at kundens behov står i sentrum gjennomføres først en egnethetstest (også kalt MiFid) for å få kartlagt at kunden har nødvendig kunnskap om for eksempel produktet fond. Deretter kartlegges kundens risikoprofil og plasseringshorisont. Ved bruk av nettbanken kan Handelsbankens kunder kjøpe (og innløse) fondsandeler. Nettbanken gir også mulighet for start/ending/avslutning av spareavtaler med eksempelvis månedlige innbetalinger i valgte fond.

6.2.2 Å jakte vinnere. Kjøper norske aksjefondskunder fjorårets vinner?

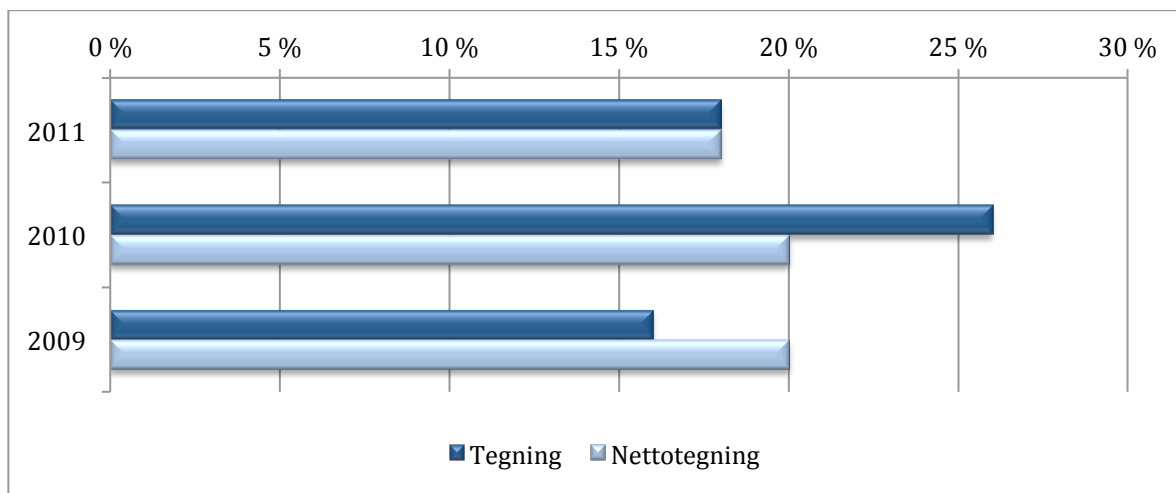
Når en skal investere i aksjefond, vil en selvsagt forsøke å velge ”riktig fond”. En ønsker å sitte igjen med høyest mulig økning av pengene ved endt spareperiode. Videre analyseres en ny faktor som muligens kan være medvirkende når en velger hvilket fond en kjøper. Denne faktoren er ”fjorårets avkastning”. Er det slik at norske personkunder lar seg påvirke av historisk avkastning og investerer i de aksjefondene som hadde høyest avkastningen året før?

I denne analysedelen er det, også tatt utgangspunkt i norske personkunders investeringer i norske forvaltningsselskaps aksjefond. Analyseperioden er satt fra 2009 til 2011. For hvert år er det sett på om de 50 fondene med høyest tegning og om de 50 fondene med høyest nettotegning i det gjeldende året, er blant de 50 fondene med høyest avkastning året før. ”Fjorårets vinnere” er dermed i denne analysen å betrakte som de 50 aksjefondene med høyest avkastning i fjoråret.

Videre presenteres resultatene av tabeller laget ut i fra aksjefondene med høyest tegninger, nettotegninger og avkastinger. Tabellene finnes i vedlegg 2, 3 og 4. Når det gjelder tegning i 2011 og avkastning i 2010, var 9 stykk er felles for begge radene. 9 av de fondene med høyest tegning i 2011, var altså vinnere i 2010. For nettotegning i 2011 og var også her, 9 av fondene felles med avkastningsoversikten for 2010. I 2010 var 13 av fondene med høyest tegning i, på topplisten for avkastning i 2009. 10 av fondene med høyest nettotegning i 2010, var blant vinnerne i 2009. Den tredje tabellen viser at 8 av vinnerne i 2008, var på tegningstopplisten for 2009. Av aksjefondene med høyest nettotegning i 2009, var 10 stykk på avkastningstopplisten i 2008. I forbindelse med avkastningsoversikten for 2008, kan det nevnes at det ikke var særlig stor avkastning blant noen av aksjefondene, likevel er dem med lavest grad av tap, sett på som ”vinnere”.

For å få en oversikt over hvilken grad nordmenn velger å investere i aksjefond blant fjorårets vinnere er tallene presentert i vedlegg 2, 3 og 4, satt som prosentvise andeler inn i et diagram. (Se neste side)

Diagram 9: Prosentvis andel av investering av fjorårets vinnere



Ved å sette tallene som prosentvise andeler, ser vi at det i 2011 var 18 % av fondene med høyest tegning og nettotegning, blant fjorårets vinnere. I 2010 var 26 % av tegningene og 20 % av nettotegningene blant dem med høyest avkastning i 2009. For tegninger og nettotegninger i aksjefond i 2009, var henholdsvis 16 % og 20 % av de på topp 50 blant vinnerne i 2008.

Skagen Kon-Tiki, Skagen Vekst, Skagen Global, Nordea Global II, Storebrand Global Indeks I, ODIN Norge og DNB Global Selektiv (II) ligger helt på topp når det gjelder tegninger i alle disse tre analyseårene. Likevel viste det seg at disse fondene sjeldent var på avkastningstoppen fra fjoråret. Derfor er det videre sett litt på hvilken avkastning disse fondene hadde i 2008, 2009 og 2010. Se tabellen under.

Tabell 4: Avkastningsoversikt, fond på topp tegning i 2009, 2010 og 2011

Navn	Start	2006	2007	2008	2009	2010	2011
SKAGEN Kon-Tiki	05.04.02	22,35 %	21,48 %	-39,47 %	52,77 %	19,98 %	-13,64 %
SKAGEN Vekst	01.12.93	29,17 %	9,93 %	-51,81 %	41,56 %	15,56 %	-20,82 %
SKAGEN Global	07.08.97	22,90 %	8,43 %	-35,27 %	26,20 %	15,70 %	-5,89 %
Nordea Global II	29.02.08	0,00 %	0,00 %	-29,98 %	26,04 %	9,52 %	-3,67 %
Storebrand Global Indeks I	22.12.05	10,89 %	-4,88 %	-25,93 %	10,05 %	11,96 %	-2,90 %
ODIN Norge	26.06.92	23,96 %	4,23 %	-64,03 %	42,70 %	23,89 %	-32,32 %
DNB Global Selektiv (II)	20.09.04	13,56 %	-0,74 %	-29,82 %	13,38 %	13,52 %	-3,21 %

Av disse fondene er Storebrand Global Indeks I, Nordea Global II og ODIN Norge de eneste som har vært blant fjorårets vinnere i analyse perioden. Storebrand Global Indeks I og Nordea Global II var blant vinnerne i 2008, og på fjerde og femte plass for høyest tegning i 2009.

Odin Norge var blant dem med høyest tegning i 2011 og en av vinnerne i 2010.

Skagenfondene har lagt på topp når det gjelder tegninger i alle tre årene, men ikke blant fjorårets vinnere noen av årene. Etter en negativ avkastning på 35-51% i 2008 var disse tre fondene faktisk dem norske personkunder tegnet mest i av alle aksjefond. Vi ser videre at Skagenfondene hadde en høy relativt høy avkastning i 2009 og 2010, selv om vinnerne i disse årene hadde en avkastning fra 55,21-91,01% og 23,80-36,14%.

Analysebyrået Morningstar befester via risikomål at Skagen Kon-Tiki, Skagen Vekst, Skagen Global, Nordea Global II, Storebrand Global Indeks I, ODIN Norge og DNB Global Selektiv (II) har hatt en gjennomsnittlig prosentvis avkastning på 9,77, 6,6, 8,41, 9,08, 7,93, 6, 47 og 8,34. Dermed ser vi at selv om ikke alle fondene nordmenn velger å investere i er blant fjorårets vinnere, har de hatt en gjennomsnittlig stabil årlig avkastning.

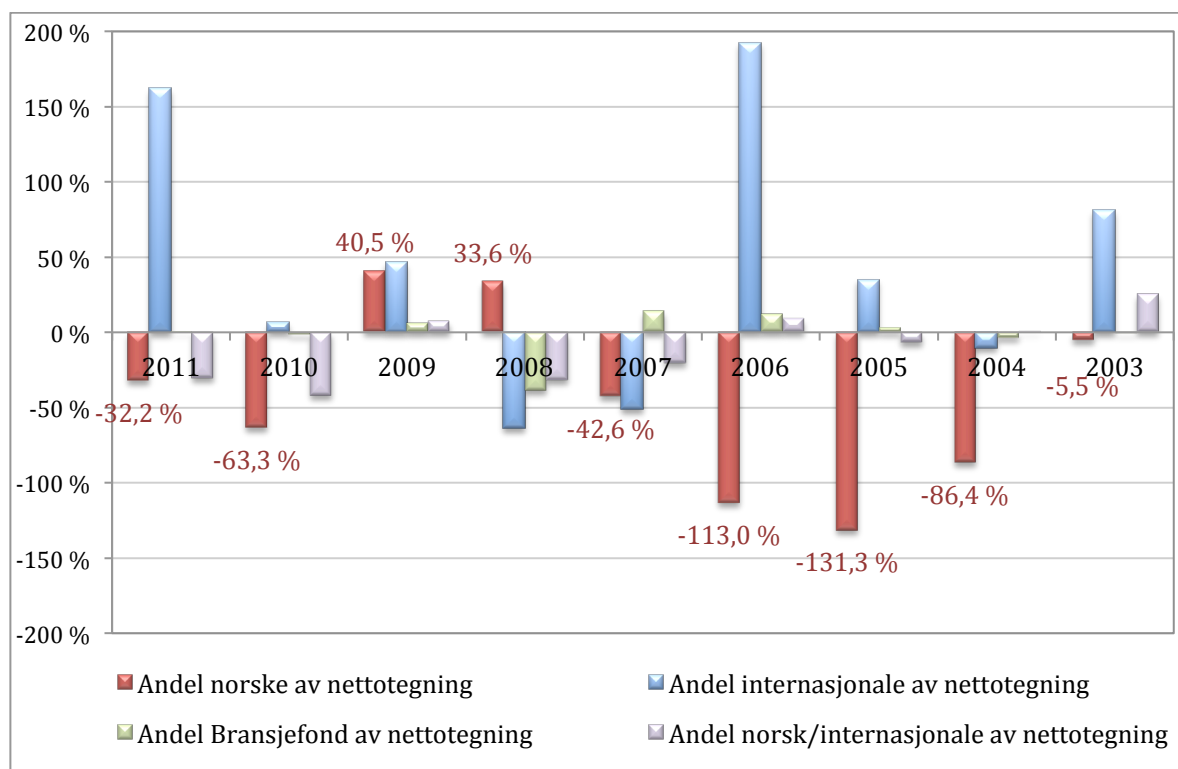
6.2.3 Home Bias. Er det slik at de fleste investerer i norske aksjefond?

Atferdsteorien drøfter heuristikken om at investorer trekkes mot hjemmemarkedet når de skal velge aksjer å investere i. Hvordan er oppførselen på dette området når det gjelder norske personkunders investeringer i aksjefond? I denne analysedelen er det brukt statistikk fra Verdipapirfondenes Forening. Tallene for investeringer norske personkunder gjør i aksjefond er fordelt på undergruppene; Norske fond, Internasjonale fond, Bransjefond og Norsk/Internasjonale fond. I årene med positiv nettotegning er totalen i diagrammene 100%, i årene med negativ nettotegning (nettoinnløsning) er totalen -100%.

De røde søylene i diagrammet nedenfor viser nettotegning i norske aksjefond som andel av norske personkunders totale nettotegning per år. Til tross for en samlet positiv nettotegning i aksjefond i 2011, ble det nettoinnløst norske aksjefond. Hvis vi sammenligner de mørkeste blå søylene som utgjør nettotegningen av internasjonale aksjefond, ser vi en tendens til at dersom det nettotegnes norske aksjefond, nettoinnløses det internasjonale aksjefond. Og omvendt. Dette er tilfelle i alle årene unntatt i 2009, 2007 og 2004. I 2009 når det samlet sett var en rekordhøy nettotegning på hele 8,9 milliarder, ble det nettotegnet både norske og internasjonale aksjefond. Flere internasjonale med 46,3 %, enn norske med 40,5 %. I 2007 var

det samlet sett nettoinnløsning, med en noe høyere andel av innløsning av internasjonale fond, enn nasjonale. I 2004 utgjorde nettoinnløsningen i norske aksjefond en markant større andel enn de internasjonale. Av en total nettoinnløsning på 3,2 milliarder kroner, utgjorde norske aksjefond nesten 2,8 milliarder kroner av disse. For årene 2011, 2010, 2008, 2006, 2005 og 2003 ser vi altså at norske personkunders tegning og innløsning i internasjonale og nasjonale aksjefond beveger seg forskjellig fra hverandre.

Diagram 10: Nettotegning av norske og internasjonale aksjefond 2003-2011

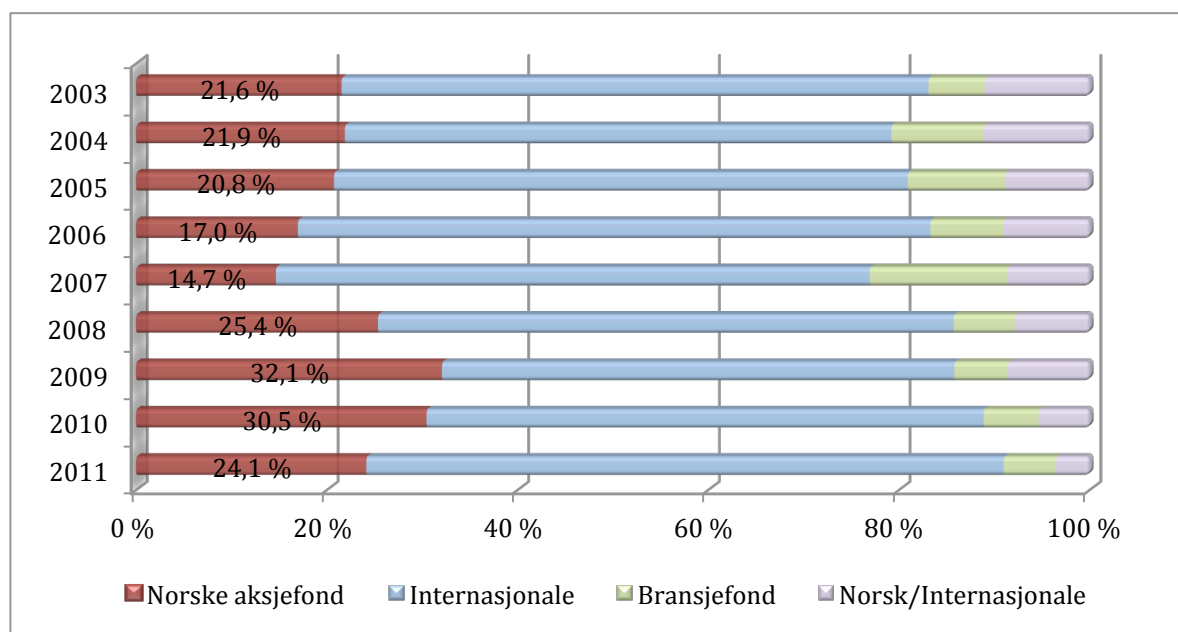


Av diagrammet fremkommer altså andelen av de ulike fondstypene. Spesielt ser vi en meget stor andel tegninger av internasjonale aksjefond i 2011 og en veldig liten andel av rene internasjonale fond når det gjelder nettoinnløsningen i 2010. Da sto norske og norsk/internasjonalefond for innløsningen sammen med en liten andel bransjefond, mens det ble nettotegnet internasjonale fond. I 2009 var 40,5 % av den totale nettotegningen i norske aksjefond og i 2008 ble det nettotegnet norske aksjefond på tross av en total nettoinnløsning. I 2007 var forholdet relativt jevnt med en nettoinnløsning i alle fondstypene, unntatt bransjefond. I 2006 innløses det norske fond med 2,1 milliarder kroner, mens det tegnes internasjonale fond for hele 3,6 milliarder kroner. Av en total nettoinnløsning i 2005 på 3,5 milliarder kroner, står norske aksje fond med en andel på 131,3 % av disse med en

nettoinnløsning på 4,5 milliarder kroner. Mens norske aksjefond står for 86,4 % av nettoinnløsningen i 2004, utgjør de en liten andel i motsatt retning av nettotegningen i 2003.

Videre kommer en analyse av tegningsandelen av norske aksjefond. Her er det tatt utgangspunkt i de samme statistikken som ved analyse av nettoinvesteringer i hjemmemarkedet. Dermed er aksjefondene også her delt inn i fondsgruppene; Norske, Internasjonale, Bransje og Norsk/Internasjonale aksjefond. Av alle aksjefondene forvaltet av norske forvaltningsselskapers aksjefond, viser diagrammet under hvor stor andel av de ulike fondsgruppene norske personkunder velger å tegne. I årene 2003 til 2005 var andelen av tegninger i norske aksjefond relativt jevn på mellom 20,8 og 21,9%. Cirka 1/5 av aksjefondene som ble tegnet av norske personkunder, var i denne perioden norske. Deretter minker andelen norske til 17 % i 2006 og til 14,7 % i 2007 for så å øke igjen. I 2008 utgjorde norske fond 25,4 % og om lag 4 milliarder kroner av en total tegning på 27,1 milliarder kroner. 2009 og 2010 har analyseperiodens høyeste andel av norskefond med 32,1 % og 30,5 % av total tegning. I 2011 ser vi igjen at andelen går ned og ligger (med 6,4 av 26,6 milliarder kroner) på en prosentandel på 24,1 %. Fordelingen mellom de andre aksjefondsgruppene er vist i diagrammet under.

Diagram 11: Norske privatkunders tegninger fordelt i aksjefondsgrupper 2003-2011

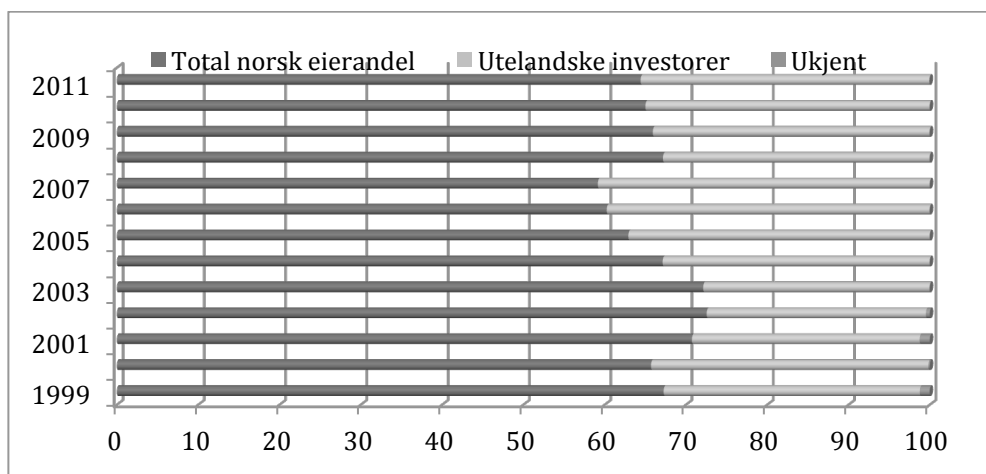


Internasjonale aksjefond har gjennom hele analyseperioden vært den typen aksjefond med høyest tegningsandel. Internasjonale aksjefond består av; nye markeder, europeiske, japanske,

kinesiske, østeuropeiske, latinamerikanske, svenske, indiske, nordiske, nordamerikanske, andre regionale, globale og asiatiske fond eks. japanske. I hele perioden har internasjonale aksjefond hatt mellom 53,8 % til 66,9 % av tegningene. Bransjefond består av finans, teknologi, helse og øvrige bransjefond. I årene mellom 2004 og 2007 var andelen av bransjefond høyest på 9,7 %, 10,2 % 7,7 % og hele 14,5 % i 2007. Ellers har nivå av tegninger for denne fondsgruppen lagt relativt jevnt mellom 5,5 og 6,5 %. Andelen av tegninger i norsk/internasjonale fond har sunket fra 11 % i 2003 til 3,5 % i 2011.

Til sammenligning er det i diagram 12 vist eierstrukturen på Oslo Børs. Der er det en overvekt av norske eierandeler. Som prosent av den samlede markedsverdien til alle aksjene som omsettes på Oslo Børs, var den norske eierandelen i 2011 på 64,4 % (oslobors.no). 39,2 % av disse var statlig eierskap. 5,1 % var eid gjennom aksjefond. Den norske eierandelen var på det laveste (for 1999-2011) i 2007, med 59,2 % og på det høyeste i 2002 med 72,6 %. Det må her likevel tas i betraktning at det meste av den norske eierandelen er statlig eierskap.

Diagram 12: Aksjonærstruktur ved årsslutt på Oslo Børs i % av markedsverdi

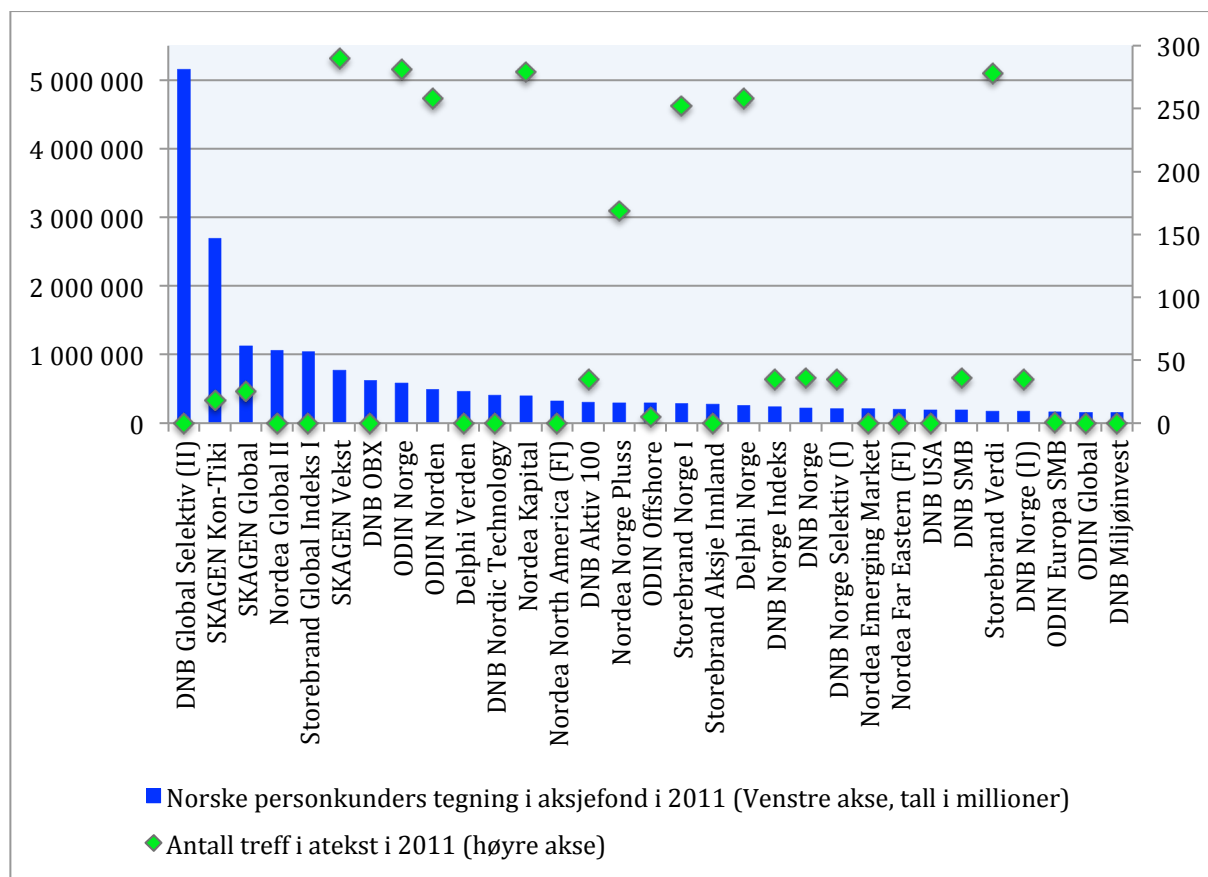


6.2.4 Påvirker medieomtale hvilke aksjefond vi velger å investere i?

I denne analyse delen er det, som i 6.1.3 benyttet søkemotoren i mediearkivet ATEKST (beskrivelse av dette mediearkivet finnes i metodekapittelet, under datainnsamling), for å gi et bilde på hvilke aksjefond og forvaltningsselskap som får oppmerksomhet i nyhetsbildet. Alle fondenes navn er søkt på med anførselstegn (eks. ”Skagen Kon-Tiki”). Det gjør at søkemotoren kun har funnet treff hvor fondet er omtalt med sitt fulle navn. Dette for å unngå å få opp artikler som ikke dreier seg om fondene (eks. treff på ”Skagen” eller ”Kon-Tiki”). I

dette delkapittelet er det sett på om det finnes noen sammenhenger/indikasjoner på at nyhetsbildet påvirker hvilke aksjefond og forvaltningsselskap (6.2.4.1) som har høyest tegninger og nettotegninger bland norske personkunder.

Diagram 13: Aksjefond med høyest tegning og mediebildet 2011



Antall treff på nyheter er indikert med grønne punkter i diagrammet under. Fondene er sortert etter tegninger av norske personkunder i 2011. Det er de 30 fondene med høyest volum av tegninger som er inkludert i dette diagrammet. De fondene som ga høyest treff ved nyhetssøket er Skagen Vekst, Odin Norge, Odin Norden, Nordea Kapital, Storebrand Norge I, Delphi Norge og Storebrand Verdi. Alle disse aksjefondene hadde over 250 nyhetstreff i 2011. Noe under dette ligger Nordea Norge Pluss med 169 treff. DNB Aktiv Pluss, DNB Norge Indeks, DNB Norge, DNB Norge Selektiv (I), DNB SMB og DNB Norge (I) ligger på et ganske likt nivå når det gjelder nyhetstreff (35-36). Skagen Kon-Tiki og Skagen Global har henholdsvis 18 og 25 treff hver. Unntatt Odin Offshore og Odin Europa SMB med 1 og 5 treff, har de resterende aksjefondene 0 treff i ATEKST. Det er verdt å merke seg at fondet med høyest tegning i 2011, DNB Global Selektiv (II), ikke gav noen treff i ATEKST. Dette

kan dog ha en naturlig forklaring, i og med at en stor del av treffene som ATEKST ga ved søkene, ser ut til å være listinger over norske og norsk/internasjonale aksjefond i *Telemarksavisa*. I disse noteringene fra børsen ser det ikke ut til (har ikke gått igjennom alle de flere hundre treffene) at globale aksjefond er inkludert. Dermed må oversikten/diagrammet over nyhetstreff på fondene ”tas med en klype salt”. Dette gjelder også for diagrammene hvor nyhetstreff er sammenlignet med de 30 aksjefondene med høyest nettotegning og nettoinnløsning i 2011. Disse diagrammene finnes i vedlegg 5, og er kommentert under.

I diagrammet over aksjefond med høyest nettotegning og mediebildet i 2011, er antall treff på nyheter er indikert med grønne punkter. Fondene er sortert etter høyest nettotegning av norske personkunder i 2011. Det synes å være liten grad av sammenheng mellom de fondene med høyest nettotegning og oppmerksomhet i nyhetsbildet. Storebrand Norge I, KLP AksjeNorge Indeks, Delphi Norge, Storebrand Norge, Pareto Verdi, Fondsfinans Spar og Pareto Aksje Norge får over 250 treff. Nordea Norge Pluss har 169 treff, mens DNB Aktiv 100 og DNB Norge Indeks har 35 treff hver. Alle de resterende ga ingen treff. Videre er det derfor gjort søk på om det finnes sammenhenger mellom aksjefondene med høyest nettoinnløsning og mediebildet. Dette diagrammet finnes også i vedlegg 5, men er kommentert her:

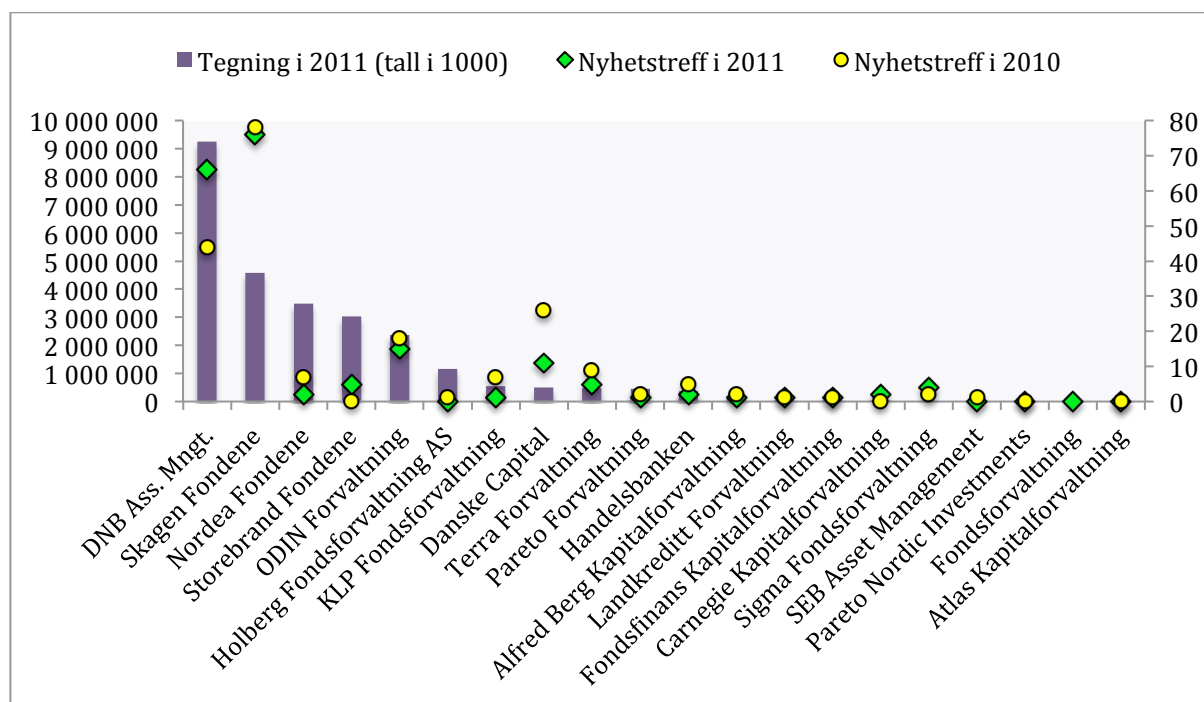
Skagen Vekst, Storebrand Verdi, Holberg Norge, Odin Norge, Nordea Avkastning, Delphi Europa, Alfred Berg Gambak, Terra Spar, Odin Norge, Nordea Europa, Nordea Vekst og Storebrand Vekst har alle over 250 treff i mediearkivet ATEKST i 2011. Videre har Skagen Global, DNB Norge (I), DNB Norge Selektiv (I), DNB Norge, DNB Norge Avanse (I), DNB SMB og DNB Norden (IV) mellom 25 og 35 treff, mens Skagen Kon-Tiki fikk 18 treff. Søket på de 30 fondene med høyest nettoinnløsning ga mange flere treff sammenlagt, enn de tidligere søkene. Dette er muligens fordi de fondene med høyest nettoinnløsning i 2011, består av en overvekt av norske fond (som viste seg å gi mest treff i atekst). Det finnes altså en del feilmarginer i denne delen av analysen og det blir dermed vanskelig å trekke noe særlig med konklusjoner.

6.2.4.1 Nyhetsbildet og forvaltningsselskap

Det er også sett på hvilke forvaltningsselskap som får høyest oppmerksomhet i media og eventuelle effekter dette kan synes å ha på hvilke selskap det investeres mest fond i. Her understrekes det at når vi ser på norske forvaltningsselskaper som helhet gjelder tegnings- og

netttotalene investeringer i aksjefond gjort av norske personkunder. Forvaltningsselskapenes navn er også søkt på i ATEKST med apostrofer, som utelukker artikler/treff som kun inneholder deler av navnet (eks. treff på Skagen ved søk på Skagen Fondene). Først er det sett på tegninger i de ulike forvaltningsselskapene i 2011 i forhold til nyhetstreff i 2011 og 2010.

Diagram 14: Tegning per forvaltningsselskap og mediebildet 2010/2011

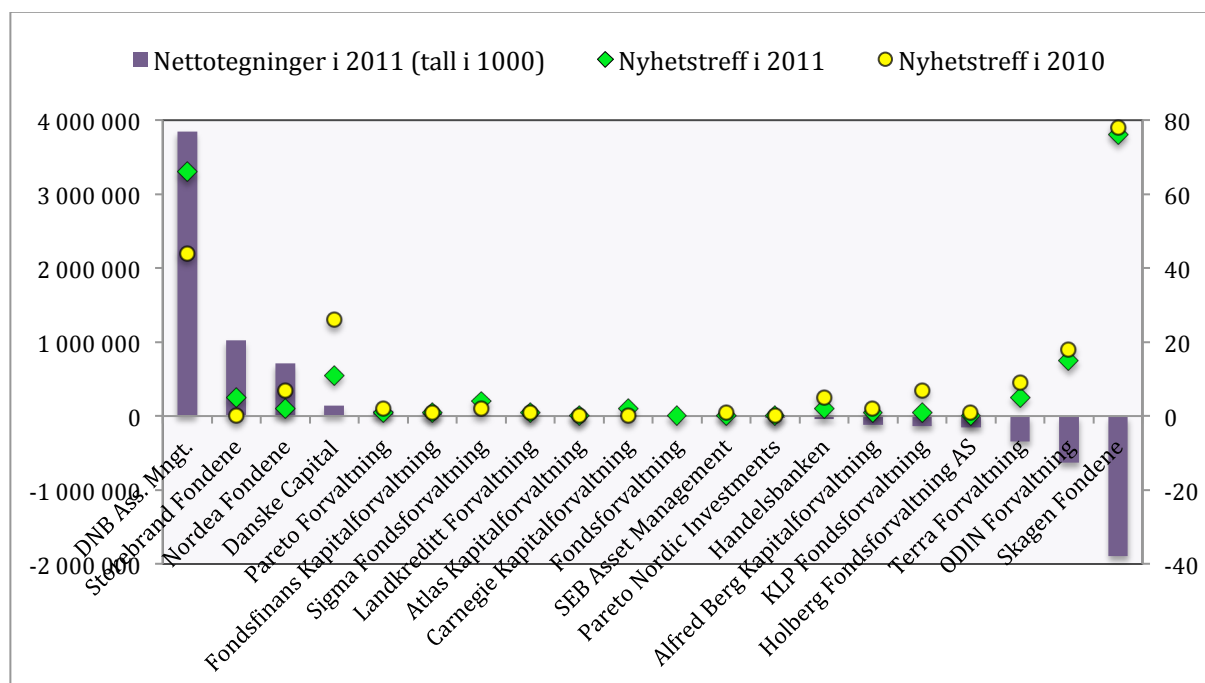


Skagen Fondene har høyest omtale i media i både 2011 og 2010, med henholdsvis 76 og 78 treff. Skagen Fondene har de siste årene også lagt høyt opp når det gjelder tegninger blant norske personkunder. Selskapet lå på andreplass over forvaltningsselskapene med høyest tegning i 2011 og førsteplass i 2010, med tegninger i aksjefond på 4,6 milliarder i 2011 og 5,2 milliarder kroner i 2010. DNB Asset Management er selskapet med høyest tegning i 2011 og ligger like bak Skagen Fondene når det gjelder medieomtale, med 66 treff i ATEKST i 2011. Det var en stor oppgang i oppmerksomhet fra 2010, da de hadde 44 treff. Samtidig som DNB Asset Management hadde denne økningen i medieomtale, hadde de også en stor oppgang i tegning av aksjefond fra 3,87 milliarder kroner i 2010 til 9,25 milliarder kroner i 2011. Odin Forvaltning og Danske Capital har også en del treff. Deretter står Nordea Fondene, Storebrand Fondene, KLP Fondsforvaltning og Terra Forvaltning med noe medieomtale.

Videre er det sett på nettotegning i aksjefond gjennom de ulike forvaltningsselskapene i 2011 i forhold til nyhetstreff i 2011 og 2010. Ved å inkludere alle forvaltningsselskapene gir neste

diagram både et bilde på selskapene med høyest nettotegning og dem med høyest nettoinnløsning, slik at en unngår to diagrammer slik som ved analyse av aksjefond.

Diagram 15: Nettotegning per forvaltningsselskap og mediebildet 2010/2011



Ved å sette opp nettotegninger og nyhetstreff ser vi antydninger til høyere treff på ytterpunktene. Altså de forvaltningsselskapene som har høyest og lavest nettotegning. Dette kan tenkes å ha en sammenheng med at det gjerne skrives mye om anbefalinger når en bør selge seg ut og når en bør kjøpe aksjefond fra de ulike forvaltningsselskapene. De to klare ytterpunktene, DNB Asset Management med høyest nettotegning og Skagen Fondene med høyest nettoinnløsning i 2011, har tydelig hatt størst omtale i mediebildet både i 2010 og 2011. Det ser ut til at de forvaltningsselskapene som kommer like etter førsteplassene når det gjelder høyest nettotegning og nettoinnløsning også har en del nyhetstreff. Angående høy nettotegning gjelder dette forvaltningsselskapene; Storebrand Fondene, Nordeafondene og Danske Capital. Med høy nettoinnløsning får også Odin Forvaltning og Terra Forvaltning oppmerksomhet i media med henholdsvis 15 og 5 nyhetstreff i 2011 og 18 og 9 treff i 2010. Dem i midten, med relativ utjevnet forskjell mellom tegninger og innløsninger, og dermed er de av selskapene med nettotegning nærmest 0, ser også ut til å ha minst omtale i media.

7 Tolkning og diskusjon: Nordmenns atferd ved investering i aksjefond

I dette kapitlet blir funnene fra analysedelen drøftet og tolket. Hvordan er nordmenns atferd når det gjelder timing for tegninger og innløsninger av fond? Hva avgjør hvilke aksjefond nordmenn velger å investere i? Har det skjedd noen endringer over tid? Er det tegn som tyder på at oppmerksomhet rundt, og økt kunnskap om, atferdsfinans har gjort at norske privatkunder i mindre grad går i fellene?

7.1 Investerer norske personkunder i aksjefond på ”riktig” tidspunkt?

Når det gjelder investeratferd for investeringer i fond, er det smart å prøve å ”time” tegningen av aksjefond til når de er ”billigst”, det vil si når økonomien og børsen er preget av nedgangstider, for så å selge på topp. I dette kapitlet er det drøftet hvorvidt nordmenn klarer å kjøpe og selge aksjefond på riktig tidspunkt. Først ser en på tegninger i sammenheng med konjunkturer og økonomisk aktivitet målt i BNP, deretter diskuteres tidspunktet for nordmenns tegninger i aksjefond i forhold til hovedindeksen og svingninger på Oslo Børs. Avslutningsvis diskuteres funn i analysedelen angående sammenhenger mellom nyhetsbildet og tidspunkt for kjøp og salg av aksjefond.

Det er tydelig at nordmenn ikke har et konsistent handlingsmønster for nettotegninger sett i sammenheng med BNP. I perioden 2003 til 2011 ser det ut til å variere hvorvidt norske personkunder nettotegner eller nettoinnløser aksjefond i oppgangskonjunkturer og nedgangskonjunkturer. Videre har jeg likevel diskutert på hvilket tidspunkt atferden ser ut til å være ”riktig”. I 2004 og 2005 opplevde Norge en vekst i BNP på 4,5 % og 4,4 %. I disse årene nettoinnløste norske personkunder aksjefond for 3,2 og 3,5 milliarder kroner. Å innløse fond når vi er i en økonomisk periode preget av vekst er tilsynelatende god investeratferd. Men til tross for at veksten i BNP fortsetter oppover i 2006, valgte nordmenn da å nettotegne aksjefond. Etter en stadig økende vekst i 2007 reagerte norske personkunder med å selge fondene sine. Fra våren 2003 og ut 2007, opplevde vi sterk vekst i Norsk økonomi og tradisjonelle konjunkturprosesser pekte mot en norsk konjunkturedgang (SSB, 2009). Veksten i BNP i 2008 ble beskjedne 1,5 %. Likevel endte vi med en total nettoinnløsning i aksjefond på 1,3 milliarder. Nordmenn valgte altså å innløse aksjefond til tross for svak økonomi.

Etter at finanskrisen satt inn for fullt på høsten 2008, ser det ut som om nordmenn endret handlingsmønsteret. I 2009 er det nemlig et tydelig skille. Med nedgangstider og sterkt svekket norsk økonomi, viser statistikken en rekordhøy nettotegning av aksjefond blant norske personkunder. Da Norges bruttonasjonalprodukt for første gang på 20 år sank fra året før, med -1,6 %, valgte altså nordmenn å nettotegne aksjefond for hele 8,9 milliarder kroner. I 2010 var norsk økonomi på vei oppover igjen med en vekst i BNP på 1,9 % og nordmenn nettoinnløser aksjefond. Dermed ser vi tendenser til riktig atferd både i 2009 og 2010. I 2011 velger nordmenn å nettotegne aksjefond for 2,5 milliarder kroner i det den årlige veksten i BNP fortsetter oppover til 2,4 %. Kanskje er det noe vilkårlig hvordan atferden varierer med veksten i BNP, men det klare skille i 2009 viser i alle fall at noe må ha påvirket nordmenn god timing av kjøp. Slike faktorer er presentert med holdepunkt i fagområdet atferdsfinans sine teoretiske aspekter i kapittel 3.3. Noen spesifikke atferdsaspekter er også trukket inn som mulige forklaringer litt senere i denne drøftingsdelen.

I analysedelen er sammenligningen mellom investeringer og Oslo Børs hovedindeks en viktig del. Med utgangspunkt i diagram 3 kan vi danne oss et overordnet bilde. De første årene av analyseperioden var hovedindeksen på vei oppover. Fra juli 2003 til september 2005 ser vi at indeksen stiger jevn. I løpet av denne tiden er det likevel periodevise fall på børsen. Ved disse fallene viser nordmenns reaksjonsmønster en tendens til å nettoinnløse fond etter fallene. Dette skjer både i mars 2004, oktober 2004 og i april 2005. Da ser vi økt nettoinnløsning etter foregående fall på børsen. Dette tyder på at nordmenns atferd er til ulempe for egen avkastning.

Høsten i 2005 faller børsen kraftig. Hovedindeksen på Oslo Børs opplever en nedgang på hele 15 % fra 328,13 21.09.05 til 278,78 19.10.05. Også denne gangen svarer norske personkunder med en høy nettoinnløsning i oktober måned som helhet (-2,44 mrd.). Nordmenn selger etter børsfall. Samtidig ser vi at det nettotegnes de siste månedene av 2005. Det skjer etter at børsen har begynt å stige igjen. Videre forekommer det nettotegning helt frem til og med i april 2006, da er børsindeksen på et toppunkt. Etter et stort fall i mai samme året, nettoinnløses det fond for hele 2,66 milliarder kroner. Atferdstendensen, hvor en selger etter børsfall og kjøper nært en topp, fortsetter altså. Fra november 2005 og ut april 2006 hadde nordmenn en samlet akkumulert nettotegning på 2,9 milliarder kroner. Da hadde børsen samtidig steget med hele 46% fra 278,78 (19.10.05) til 407,02 (28.04.05). Deretter faller

børsen igjen. Hovedindeksen falt med 13,26 % ned til 353,04 (22.05.06) i løpet av mai 2006. Samme måned ble det nettoinnløst aksjefond for nesten 2,7 milliarder kroner. I juni samme året, fortsetter børsen noe nedover og det blir en beskjeden nettoinnløsning. Resten av 2006 er preget av oppgang på børsen og tegninger i aksjefond.

2007 var et turbulent år på Oslo Børs, men likevel et positivt år hvor hovedindeksen endte opp 11,5 %. Året var preget av nettoinnløsninger. Nettoinnløsningene er her høyest i perioder etter fall i indeksen. Kun august og desember endte opp med nettotegninger dette året, begge gangene var børsen på vei oppover etter en bunn. I et år med mye svingninger, gjør dermed nordmenn akkurat samme tabben som tidligere og selger nært bunn og kjøper nær topp. Likevel kan 2007 ses på som et bra år når det gjelder investeratferd. I ettertid ser man at 2007 var et år med høy børsindeks, og en samlet nettoinnløsning på hele 6,3 milliarder kroner dette året er dermed fornuftig. Også 2008 starter med høy nettoinnløsning (2,86mrd.) etter kursfall. Analysen tyder i hovedsak så langt på at nordmenn tegner mindre aksjefond i fallende marked enn ellers. Dette handlingsmønsteret svekker avkastningen på sikt. Kanskje er de følelsesmessige aspektene ved tendensen til å selge ut etter børsfall, frykt for at markedet fortsetter nedover. Dermed vil en selge nå og kjøpe seg inn senere, på et "billigere" tidspunkt. Dette tidspunktet så lenge ut til å utebli. Helt til finanskrisen.

For da finanskrisen inntraff, skjedde det et viktig skille i nordmenns atferd ved kjøp av aksjefond. Da var finanskrisen i sin mest akutte fase, i oktober 2008, kom det et vendepunkt. Da hadde det vært en periode på 6 år med akkumulert nettoinnløsning på til sammen 13 milliarder kroner. Erfaringer fra mer enn hundre års historiske data fra aksjemarkedet, tilsier at man kan forvente å få godt betalt for investeringer etter kraftige børsfall (VFF, 2009). Norske personkunder gjorde dermed rett i å investere i aksjefond ved vendepunktet i oktober 2008. Denne atferden står i sterk kontrast til reaksjonsmønsteret i årene før dette. Kanskje har større fokus og mer kunnskap rundt psykologien i aksjemarkedene gjort nordmenn mer oppmerksomme på hvordan psykologiske krefter ofte driver en til å kjøpe/selge på ulønnsomme tidspunkt? Finanskrisen kan også ha skapt en frykt for å påta seg høy risiko og dermed drevet kunder til å se verdien av langsiktig sparing i fond med god risikospredning. Det faktum at personkundene netto innløste for 6,3 mrd. kroner gjennom 2007, da aksjekursene (sett i ettertid) var høye, og netto tegnet igjen mot slutten av 2008 etter kraftige kursfall, bidrar også til å avlive myten om at nordmenn kjøper på topp og selger på bunn

(VFF, 2009). Likevel ser vi at atferdsmønsteret ikke er like entydig positivt i 2010 og 2011. I april 2011 når børsen ett toppunkt, i mai måned nettotegnes det aksjefond for 4,17 milliarder kroner. Dette er den høyeste nettotegningen (på en måned) gjennom hele analyseperioden. På tross av et kraftig fall på børsen på høsten 2011 ender nordmenn med en samlet akkumulert nettoinnløsning av aksjefond på 880 millioner kroner de fem siste månedene (sept.-des.) av året. Her burde nordmenn kjøpt. Vi ser likevel et lite tegn til riktig atferd i oktober 2011, da nettotegnes det fond samtidig som børsindeksen når en bunn.

Børsindeksen kan også bevise for oss hvor viktig det er å se bort i fra daglige svingninger ved investering i aksjefond. Langsiktig tidshorisont har også ved denne analysen vist seg å være avgjørende for god avkastning. Store daglige endringer i begge retninger, har en tendens til å skape dramatiske overskrifter. Det er da viktig å klare å legge psykologiske drivkrefter til side og tenke langsiktig. Lønnsomheten av dette er bevist ved diagrammet i kapittel 7.1.3. Der ser vi at prosentvis endring i den daglige indeksen på Oslo Børs flere ganger de siste årene har vis kursendringer på over 3 %. Likevel har hovedindeksen i løpet av samme periode steget med hele 71 % (2009-2012).

I masterutledningens analysedel er det også sett på sammenhenger mellom mediebildet og tidspunkt for tegning og innløsning av aksjefond. Mens 2007, 2009 og 2010 viser negativ korrelasjon mellom nyhetsbildet og nettotegninger, tyder derimot søylene for 2008 og 2011 en positiv korrelasjon mellom variablene i denne perioden. Det kan dermed se ut som at investeratferden er forskjellig i disse årene. I analysedelen kom det fram at det i 2007 og 2010 nettoinnløses aksjefond samtidig som det disse årene er et optimistisk økonomisk nyhetsbilde. Dette kan tyde på at norske personkunder i disse to årene selger seg ut av aksjefond i gode økonomiske tider, noe som i så tilfelle isolert sett vitner om ”god” investeratferd. Når vi sammenligner søylene for 2007 og 2010, ser vi til og med at i 2007 når nettoinnløsningen er størst, så er også nettonyhetsbildet også større enn hva det er i 2010. I 2009 tegnes det en stor andel aksjefond, samtidig som vi har et negativt økonomisk nyhetsbilde. Vi ser altså en logisk sammenheng ved at det kjøpes aksjefond i ”dårlige” økonomiske tider. Dette vitner om god investeratferd. I 2008 ser vi derimot at det nettoinnløses aksjefond samtidig som nyhetsbildet samlet sett er negativt. Dette kan tolkes som dårlig investeratferd i form av at overvekt av dårlige økonomiske nyheter indikerer dårlige økonomiske tider og dermed antakeligvis er et dårlig tidspunkt å innløse aksjefond. Samme tendens er observert når de gjelder 2011, bare i

motsatt fall. Markedet og økonomien er på vei oppover (stabiliserer seg) igjen, nyhetsbildet er positivt og nordmenn tegner aksjefond. Isolert sett ses oppgangstider som dårlige tidspunkt å tegne aksjefond, men hvis vi tar den økonomiske krisen til etterretning, gjør de store fallene i årsskiftet 2008/2009 at det muligens i 2011 kan ses som smart å tegne fond. Økonomien er tross alt ikke til bake der den var før finanskrisen enda. Funnene i analysedelen kan tyde på at nordmenns tegninger i aksjefond kan ses i sammenheng med mediebildet.

De store hovedtrekkene viser dermed at nordmenn i 2004 og 2005 nettoinnløser samlet sett aksjefondene sine, dette skjer samtidig med vekst i BNP og stigende hovedindeks på Oslo Børs. Likevel ser vi økt nettoinnløsning etter fall på børsen, som tyder på dårlig valg av tidspunkt for innløsning. I 2006 svarer nordmenn på den økonomiske veksten ved å nettotegne aksjefond. Mens vi ser fortsatt vekst både i BNP og hovedindeksen i 2007, snur investeratferden og kundene nettoinnløser fondene sine. I 2008 er den økonomiske aktiviteten målt i BNP lav, børsindeksen er høy i starten av året og stuper etterhvert og nyhetsbildet er samlet sett negativt. Likevel ender nordmenn med å nettoinnløse aksjefond totalt i 2008. Men, tendensen til denne ulogiske atferden snur på høsten og kundene nettotegner alle de siste månedene av året like etter at børsen har stupt. Selv om 2011 isolert sett er et år med økonomisk oppgang, må det tas i betraktning at dette er like etter finanskrisen og at oppgangen kanskje må ses som at markedene begynner å stabilisere seg igjen. Derfor kan det tale mot at en samlet nettotegning er fornuftig investeratferd, til tross for at vekst i BNP, oppgang på børsen og et positivt nyhetsbilde taler i mot dette.

7.2 Hva bestemmer hvilket aksjefond en kjøper?

Videre drøftes funnene i analysedelens kapittel 6.2 om hva som bestemmer hvilke aksjefond nordmenn velger. Er distribusjonsmetode, fjorårets avkastning, norske/internasjonale aksjer og oppmerksomhet i nyhetsbildet er avgjørende faktorer?

I kapittel 6.2.1 kom det frem at det av forvaltningsselskapene med høyest tegninger i 2009 til 2011 driver fire av fem salg via egne bankfilialer. Disse fem er DNB Asset Management, Nordea Fondene, Storebrand Fondene og Odin Fondene (en del av SpareBank 1 Gruppen). Her er det en forutsetning at du er kunde i banken eller oppretter et kundeforhold. Dermed er det sannsynlig at nordmenn velger investering i aksjefond ut i fra sin egen banks fondsmeny. Disse bankene var også de største i Norge i 2011 (FNO, 2012) og gjør det mulig for kundene

å kjøpe og selge aksjefond via nettbank. Selv om Storebrand ikke kommer inn blant de ti største bankene i 2011 på Finansnæringens Fellesorganisasjon sin liste, kommer den like bak med en forvaltningskapital på 45 mrd. (NSB, 2012). Tiende plass på listen har en forvaltningskapital på 57 mrd.. Alle disse forvaltningsselskapene har fond med ulik risikoeksponering, og kundene kan velge beløp, risikoeksponering og tidshorisont selv. Noen av fondene har likevel et minimumsbeløp for månedlig sparing.

Skagenfondene var også et av forvaltningsselskapene blant dem med høyest tegninger i 2009-2011. De driver salg ved egendistribusjon gjennom nettsidene sine og har kundekontakt via mail eller per telefon. Skagen Fondene opplyste at de også driver eksternt distribusjon gjennom partnerbanker som skandiabanken, Nordnet og så videre. Det er likevel kun 3,5 milliarder av deres forvaltningskapital som distribueres gjennom eksterne kilder. 100 000 av Skagen Fondenes personkunder egendistribuerer og utgjør 16,6 milliarder av deres forvaltningskapital. Det er senere i dette kapittelet drøftet om omtale i media har noe å si for hvilke fond det investeres i, det blir da interessant å se om Skagenfondene, som har størst grad av egendistribusjon, får mer omtale i media. Da kan dette tenkes å være en årsak til den høye tegningsandelen til tross for lite salg via bankfilialer. Det kom frem av analysedelens diagram 4 i kapittel 6.2.2 at de fondene med høyest tegning i 2009-2011 er Skagen Kon-Tiki, Skagen Vekst, Skagen Global, Nordea Global, Storebrand Global Indeks I, Odin Norge og DNB Global Selektiv. Det er altså fondene til de største bankene i Norge sammen med Skagen Fondsforvaltning som har høyest tegninger.

Oppsummert kan det se ut som at det til tross for at kundene selv velger beløp, tidshorisont og ønsket risikoeksponering, til syvende og sist er utvalget i hver av bankenes aksjefondsmenyer, som blir avgjørende for investeringsvalget. Unntaket er Skagen Fondene, hvor kunden i større omfang selv oppsporer aksjefondet. Senere blir det derfor interessant å se på forskjeller i nyhetsbildet og jakting av tidligere vinnere når det skal drøftes hva som trekker kunder mot nettopp Skagen Fondene.

I teoridelen ble det presentert ulike faktorer som har betydning for tendensen investorer har til å investere i tidligere vinnere. Derfor er det i analysen sett på i hvilket omfang norske personkunder tegner aksjefond ut i fra hvilke fond som hadde høyest avkastning året før. Det ble påvist at både når det gjelder tegningsandel og nettotegningsandel er mellom 16 og 26 %

av fondene med høyest tegning inneværende år, blant aksjefondene med høyest avkastning året før. Dermed kan det se ut som om nordmenn til en viss grad velger fond ut i fra hvilke som var fjorårets vinnere. men det ble også oppdaget at når det gjaldt de aksjefondene som hadde aller høyest tegningsandel i 2009, 2010 og 2011, så var det kun Storebrand Global Indeks I, Nordea Global II og Odin Norge av disse på topplisten når det gjaldt avkastninger året før. Skagen Fondenes; Kon-Tiki, Vekst og Global, som ligger helt i øverste sjiktet for andel av tegninger i alle årene, befinner seg ikke på topp femti over avkastninger noen av årene. Dette tyder på liten grad av jakting av vinnere. Det kan se ut som om nordmenn er mer opptatt av stabil jevn god avkastning over tid. Både Kon-Tiki, Vekst og Global er høyrisikofond (risikonivå 6 av 7). I følge analysebyrået Morningstar sine risikomål har disse tre fondene en gjennomsnittlig avkastning på 9,77 %, 6,6 % og 8,41 % (MS, 2012). De andre fondene med høyest tegninger var både vinnere fra fjoråret og har i følge samme analysebyrå en gjennomsnittlig avkastning på 6,5-9%. Det ser altså ut til at nordmenn i noen grad investerer i fjorårets vinnere, men at også gjennomsnittlig avkastning fra fondets start er av større betydning for valg av aksjefond.

Fra teoridelen er det også kjent at det finnes faktorer som har en tendens trekke mennesker til å overvekte det velkjente og at disse faktorene fører til overvekt av investeringer i hjemmemarkeder. Det er derfor i analysedelen sett på i hvilken grad nordmenn investerer i norske aksjefond. Gjennom analyseperioden fra 2003-2011 er det ikke noen gang overvekt av andelen tegninger i norske aksjefond. Internasjonale aksjefond har igjennom alle årene en tegningsandel på 53,8 til 66,9 %. Alle årene er det de globale fondene som står for den høyeste delen tegninger av internasjonale aksjefond. Rene norske fond har derimot en tegningsandel på 14,7 % til 30,5 %, ikke en gang dersom en regner norske og norsk/internasjonale fond sammenlagt kommer andelen noen gang (i løpet av 2003-2011) i overvekt. Den høyeste andelen sammenlagt er 40,6 % i 2009. Til sammenligning er aksjonærstrukturen på Oslo Børs alle årene var preget av overvekt av norsk eierandel. Det må likevel legges vekt på at en stor del av dette er statlig eierskap.

Selv om graden av tegninger i norske aksjefond varierer, ser det ikke ut som at nordmenn i hovedsak er preget av faktorer med tiltrekningskraft mot det gjenkjennbare og overvekt av positivitet ovenfor hjemmemarkedet. Eller kanskje i noen grad? I neste avsnitt diskuteres funn som kan tyde på en viss tiltrekningskraft mot denne typen heuristikk.

Det kan derimot se ut som andelen av tegninger i hjemmemarkedet har en sammenheng med konjunktorene. I 2003-2005 var Norge inne i en økonomisk vekst (se diagram 4). Da lå andelen av tegninger i norske aksjefond på 20,8 til 21,9%. I 2006 og 2007 minker andelen av tegninger i norske aksjefond til 17 og 14,7 %. Dette skjer i samme periode som indeksen på Oslo Børs har hatt flere år med vekst og ligger relativt høyt. Kanskje det kan det ha en sammenheng med at tegningene i norske fond ble noe lavere i denne perioden. Det er i så fall logisk med tanke på at det er ”feil” å kjøpe aksjefond nært en økonomisk topp. Indeksene på det internasjonale markedet må da antas å ha ligget lavere i denne perioden. Det skal likevel nevnes at det i denne oppgaven ikke er sett på verdensøkonomiens utvikling for øvrig. Etter finanskrisens mest kritiske periode på høsten 2008, viser det seg at nordmenn tegner en økt andel av norske aksjefond i 2008 til 2011. Da med andeler fra 24,1 til 32,1 %. De aller høyeste tegningene av norske fond ser vi i 2009 og 2010 med prosentandeler på 32,1 % og 30,5 %. Kanskje kan dette bety at overdreven optimisme om utsiktene i hjemmemarkedet gjør at nordmenn har større tro på at Norge og norsk økonomi skal klare seg gjennom og etter finanskrisen, enn internasjonal økonomi. Større tilgang på informasjon om det norske markedet og bedre oversiktsmuligheter, gjorde det kanskje tryggere å investere i norske aksjefond når verdensøkonomien ellers var turbulent. Det ser altså ut til at nordmenns valg av investeringer i hjemmemarkedene grunner mer i hvordan konjunkturer og økonomisk vekst er, enn en trang mot å investere i hjemmemarkedet. Teoretisk sett burde kanskje graden av tegninger i norske fond bli lavere i nedgangsperioder, for å oppnå diversifisering av inntekten. Men så skal det sies at det under finanskrisen kan tenkes å ha vært mer risikabelt å investere på det internasjonale markedet enn det å ha positivt korrelerte inntektskilder.

Av analysens del 6.2.3 kom det også frem at nordmenn ser ut til å nettoinnløse norske aksjefond når det nettotegnes internasjonale aksjefond og omvendt. Det skjer i alle årene unntatt 2004, 2007 og 2009. I 2004 nettoinnløses det både norske og internasjonale aksjefond. Da med en mye høyere andel nettoinnløsning av norske fond med 86 %. I 2007 nettoinnløses det også både norske og internasjonale aksjefond, men da med lavere grad av norske med 42,6 mot 51 % internasjonale. Når det i 2009 var en rekordhøy nettotegning av aksjefond ble det nettotegnet både internasjonale og nasjonale fond. Men det ble dette året innløst en stor andel internasjonale aksjefond, med cirka 60 % av alle innløsningene. Igjen er det mulig at denne atferden ligger forankret i frykten for det ukjente. Internasjonale børser synker og nordmenn ønsker å trekke seg ut med liten tiltro til internasjonal økonomi. Dette blir tydelig i

2008 når finanskrisen slår inn for fullt og det nettotegnes norske fond, mens det nettoinnløses internasjonale. Dette er tegn på dårlig timing på det internasjonale markedet og god timing på det norske markedet. I dette året nettoinnløses det også norsk/internasjonale og bransjefond. Etter at børsindeksen og de økonomiske utsiktene er gått noe opp til 2010 og 2011 velger nordmenn å selge sine norske aksjefond og tegne internasjonale. Igjen kan det nevnes at det i denne oppgaven ikke er sett på verdensøkonomiens utvikling, dermed er det mulig at kjøp av internasjonale aksjefond er gunstig i denne perioden, dersom økonomien fremdeles er langt nede og en tror på at den vil øke igjen. Det kan se ut som det her ligger en indikasjon på forskjeller mellom atferd i nordmenns investeratferd i hjemmemarkedet og utemarkedet. Denne atferdsforskjellen grunner kanskje i at faktorer som mer kunnskap om hjemmemarkedet, større tro på at en har mer informasjon enn andre og språk i selskapene en investerer fører til bedre timing ved investeringer i norske aksjefond.

Det siste spørsmålet som er stilt i analysedelen er om nordmenn påvirkes av fondene og forvaltningsselskapenes oppmerksomhet og omtale i media, når de velger investeringene sine. Funnene indikerer at hvert aksjefond sin omtale i media ser ut til å ha liten betydning for hvilke aksjefond som får høyest tegning. Ved søk på forvaltningsselskapenes omtale i media ser det derimot ut til å være en sammenheng. DNB Asset Management og Skagen Fondene er, i tillegg til å være selskapene med høyest omtale i media i både 2010 og 2011, de forvaltningsselskapene med høyest tegninger i 2011. At Skagen Fondene har høyest treff i nyhetsbildet både i 2010 og 2011, kan tyde på at deres distribusjonsmetoder gjør nødvendigheten av synlighet og oppmerksomhet større. DNB Asset Management og andre selskap som i hovedsak driver salg av fond ved bankdistribusjon via deres rådgivere i bankfilialene, er gjerne ikke live avhengige av oppmerksomhet i media. Diagram 15 viser at det også finnes sammenhenger når det gjelder nettotegninger. Ytterpunktene i diagrammet, de forvaltningsselskapene med høyest nettotegning og de med høyest nettoinnløsning, er også selskapene med størst oppmerksomhet i mediebildet. Dette gjelder henholdsvis for DNB Asset Management, Danske Capital, Nordea fondene og til en viss grad Storebrand fondene når en ser på nettotegninger. For de med høyest nettoinnløsninger har Skagen Fondene, ODIN Fondsforvaltning og Terra Forvaltning også et høyt antall treff i media. Dermed ser det ut som om nordmenn påvirkes av forvaltningsselskapenes oppmerksomhet, men ikke de bestemte aksjefondene, når de velger hvor de vil investere pengene sine.

7.3 Forhold å ta i betraktning

Ut i fra denne oppgavens formål, problemstilling og tidsbegrensing er det tatt visse forutsetninger og avgrensinger for arbeidet. Disse vil videre bli presentert.

Oppgaven bygger på en forutsetning om funnene på at private investorer ikke ser ut til å klare å slå markedet ved investering i enkeltaksjer. Dette på grunn av egen atferd og avgjørelser på bakgrunn av psykologiske drivkrefter definert i heuristikker i teorikapittelet. Denne forutsetningen er fastslått med kildehenvisninger, men ikke videre drøftet.

Et forhold å ta i betraktning ved denne oppgavens analysedel, er det faktum at totalene av de månedlige tallene for nettotegning i aksjefond av norske personkunder, mottatt på mail fra kommunikasjonsrådgiver Caroline Sesvold Tørring i Verdipapirfondenes Forening (VFF), er noe avvikende fra de årlige tallene som er hentet fra VFF sine hjemmesider. Dette utgjør i midlertid ikke noen betydelige forskjeller hva gjelder sammenhenger og konklusjoner.

Når det gjelder analysens del 6.1.3 som omhandler tidspunkt for tegning av aksjefond og korrelasjon med nyhetsbildet, er det mulig at en burde gjort søk på hver måned for hvert år, for å få med seg svingningene i antall tegninger per mnd. Oppgavens omfang og vektlegging gjorde derimot at dette ikke ble prioritert å gjøre.

Under kapittel 6.2.1 tas det forbehold om at feil/unøyaktigheter ved analysen av distribusjonsmetodene til forvaltningsselskapene som jeg ikke fikk svar fra på henvendelsene. Dette gjelder Nordea Fondene og Storebrand Fondene. Det er gjerne verdt å nevne at jeg også prøvde å få tak i en oversikt over de mest benyttede distribusjonsmåtene til hvert av aksjefondene med høyest nettotegninger de siste årene, uten hell. Jeg ønsket å analysere hvorvidt distribusjonskanaler hadde noen betydning for norske personkunders valg av bestemte aksjefond. Det ble i stedet en oversikt over de ulike forvaltningsselskapenes distribusjonskanaler.

Når det gjelder analysen av omfanget av jakten på fjorårets vinnere (6.2.2) var det noen aksjefond jeg ikke klarte å finne avkastningstall for. For analysen som gjelder 2011, altså avkastningstallene for 2010, var det fond som sto for 2,436 av totalt 26,614 milliarder kroner i tegning som jeg ikke fant avkastningstall for. Det ble dermed ikke sett på som avgjørende for

resultatene og sammenhengene som er trukket. Avkastningstallene for analysen for øvrig er mottatt som en oversikt over alle fond som er omsatt på Oslo Børs fra analysebyrået Morningstar.

Det påpekes også at det selvsagt finnes visse feilmarginer når det gjelder analysedelens kapittel 6.2.4 om hvorvidt nyhetsbildet påvirker hvilke aksjefond vi velger å investere i. Dette gjelder også alle de andre analysene som tar for seg oppmerksomhet og omtale i nyhetsbildet målet i treff i mediearkivet ATEKST. Et aspekt av dette er at vil det kunne ligge feilmarginer i det at fondsnavnene er søkt på med hele navnet i sin helhet. For eksempel utelukker søk på ”DNB Global Selektiv (II)” alle treff hvor fondet er omtalt som ”DNB Global Selektiv”. Dette var likevel en nødvendig måte å gjøre søkeprosessen på, for å utelukke å få alle treff på ”DNB”. Ei heller gir mediearkivet ATEKST et perfekt svar på antallet av omtale, men er ment som å gi en overordnet indikasjon på nyhetsbildet.

Selv om det i denne utledningen er påpekt en rekke sammenhenger og trukket konklusjoner på bakgrunn av disse, så har det ikke vært min hensikt å trekke bastante konklusjoner om kausalitet.

Sist, men ikke minst, konstateres det at denne masterutledningen er sett på det norske fondsmarkedet, norsk økonomi og norske medier. Det er ikke dermed sakt at atferden som det gis et bilde av her, er tilsvarende i andre markeder. Hovedmålet i denne oppgaven var å se på hvordan mennesker påvirkes av ulike psykologiske faktorer ved investeringer. Det er sett på sammenhenger mellom økonomiske hendelser og investorers atferd. Det er likevel på ingen måte en selvfølge at atferd ved norske personkunders investeringer i aksjefond er representativt for andre lands kunder.

8 Oppsummering av funn

Det viser seg at nordmenn har en tendens til å kjøpe aksjefond nært en topp og selge nært bunn. Dette ser ut til å være tilfellet fra 2003 og helt frem til finanskrisen var på sitt mest kritiske på høsten i 2008. Da skjedde det et vendepunkt i atferden. Når børsindeksen og den økonomiske utviklingen i Norge er på bunn, nettotegner nordmenn rekordmange aksjefond. Sett i ettertid var børsindeksen høy i 2007 og netto innløsninger på 6,3 milliarder dette året må derfor ses som god investeratferd. Likevel er det overordnede bildet av nordmenns tegning av aksjefond kjøp nær topp og salg nær bunn. 2008/2009, samt 2007 samlet sett utgjør et unntak i denne atferden. Nyhetsbildet ser ut til å ha en hvis påvirkningskraft på nordmenns timing for kjøp av aksjefond. Mange ”ekspert råd” i media med anbefalinger om tegning av fond da finanskrisen sto på som verst, kan dermed være en mulig medvirkende årsak til god investeratferd på dette tidspunktet.

Når det gjelder hva som bestemmer hvilke aksjefond nordmenn velger å tegne, ser det ut som at egen bank er av stor betydning. 4 av de 5 forvaltningsselskapene med høyest tegninger de siste årene opplyser at størsteparten av deres aksjefond distribueres gjennom rådgivere i deres bankfilialer. Dermed er det grunn til å anta bankens fondsmynd og rådgivernes anbefaling (på grunnlag av kundens ønskede risikoeksponering, tidshorisont og beløp) er det mest avgjørende for hvilke fond som velges. At fondene med høyest tegninger tilhører noen av landets aller største banker, er også med på å underbygge denne teorien. Unntaket er Skagen Fondene. Der skjer største parten av tegningene ved egendistribusjon, dermed kan det se ut som at fondenes oppmerksomhet utad har betydning for at disse fondene velges. At forvaltningsselskapenes oppmerksomhet er en påvirkende faktor underbygges ved resultatene som viser at DNB, Skagen Fondene og Odin Forvaltning har klart størst omtale i media. Historisk gjennomsnittlig årlig avkastning ser også ut til å være av betydning for valg av aksjefond. Dog ble det ikke funnet noen klare tegn på at fjorårets avkastning er det avgjørende for nordmenns valg av aksjefond. Når det gjelder psykologiske aspekter for tiltrekningskraft mot hjemmemarkedet, ser det ikke ut som at dette er entydig avgjørende for nordmenns valg av fond. Graden av investeringer i norske fond ser tilsynelatende ut til å ha mer å gjøre med de økonomiske konjunktorene. Det kan likevel være tegn til at nordmenn er mer optimistiske til fremtidig økonomisk vekst i Norge, i forhold til verden for øvrig. Kanskje med god grunn?

*”The stock market is probably the only place where some people buy when
it's expensive and sell when it's cheap.”*

Warren Buffet

9 Referanseliste

9.1 Personer

Afsheen Azam i investeringsforskningselskapet Morningstar
Arild Risanger Sunde, Formuesforvalter og leder privatmarkedet. Skagen Fondene.
Caroline Sesvold Tørring, kommunikasjonsrådgiver i Verdipapirfondenes Forening.
Kjell Magne Enoksen, kundeansvarlig privatmarkedet. Handelsbanken Stavanger Sentrum.
Mette Borg, Rådgiver ved fondssenteret. DNB Asset Management.
Truls Evensen, produktansvarlig statistikk. Oslo Børs.
Thomas Murby, kundeservicesenteret. Odin Forvaltning AS.

9.2 Skriftlige Referanser

- Ackert, Lucy F. og Richard Deaves, 2010, "*Behavioral Finance, Psychology, Decision-Making and Markets*". South-Western Cengage Learning, USA.
- Ackert, L. F., B. K. Church and G. P. Dwyer, Jr., 2007, "*When the shoe is on the other foot: Experimental evidence on valuation disparities*". *Public Finance Review* 35 (2), 199-214.
- Allais, M., 1953, "*L'Extension des théories de l'équilibre économique general et du rendement social au cas du risqué*", *Econometrica* 21 (2), April, 269-290.
- Barber, B., and T. Odean, 2008, "*All that glitters: The effect of attention and news on the buying behaviour of individual and institutional investors*", *Review of Financial Studies* 21 (2), 785-818.
- Bergh Finn Øystein, 2007, "*Aksjeskolen*", Hegnar Media, Oslo, Norge.
- Bjørnstad, Jan, 2009. *Korrelasjon – Statistikk*. Store Norske Leksikon. Hentet 02.05.2012 fra: <http://snl.no/korrelasjon/statistikk>
- Buffet Warren E. Hentet 05.06.12 fra: <http://www.growingrich.net/stock-market.html>
- Camerer, C. F., and D. Lovallo, 1999, "*Overconfidence and excess entry: An experimental approach*", *American Economic Review* 89, 206-318.
- Coren, S., and J. Miller, 1974, "*Size contrast as a function of figural similarity*", *Perception and psychophysics* 16, 355-357.
- DNB, 2012, *Spareveileder*. Hentet 31.05.12 fra: <https://www.dnb.no/spareveileder>

- Dreman David, 1998, *"Contrarian investment strategies: The next generation"*, Simon & Schuster, Rockefeller Center, New York, USA.
- Døskeland, Trond M. and Hans K. Hvide, 2009, *"Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based on Work Experience?"*, Forthcoming, Journal of Finance.
- Ellsberg, D, 1961, *"Risk, ambiguity and the Savage axioms"*, Quarterly Journal of Economics 75, 643-669.
- Eriksen, Kristoffer W. and Ola Kvaløy, 2009, *"Myopic Investment Management"*
- Fama, E. F., 1970, *"Efficient capital markets: A review of theory and empirical work"*, Journal of Finance 31 (1), May, 383-417.
- Ferris, S. P., R. A. Haugen and A. K. Makhija, 1988, *"Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: Evidence supporting Disposition effect"*, Journal of Finance 43 (3), 677-697.
- FNO, 2012. Finansnæringens Fellesorganisasjon. *De ti største bakene i Norge*. Hentet 01.06.12 fra: <http://fno.no/no/Hoved/Statistikk/Bank/>
- French, K. R., and J. M. Poterba, 1991, *"Investor diversification and international equity markets"*, American Economic Review 81, 222-226.
- Friedman, M., and L. J. Savage, 1948, *"The utility analysis of choices involving risk"*, Journal of Political Economy 56 (4), 279-304.
- Gilovich, T., D. Griffin and D. Kahneman, 2002, *"Heuristics and Biases: Then and now"* in Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment. Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Grinblatt, Mark and Matti Keloharju, 2001, *"How distance, language and culture influence stockholdings and trades"*. Journal of Finance 56, 1053-1073.
- Gripsrud Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset, 2004, *"Metode og dataanalyse – med fokus på beslutninger i bedrifter"*. Høyskoleforlaget, Kristiansand, Norge.
- Grøtte Oddmund, 2006, *"Aksjekjøp og daytrading – metode psykologi, risiko og strategier"*. Hegnar Media, Skien, Norge.
- Handelsbanken. *Fondsvelger*. Hentet 31.05.12 fra: <http://www.handelsbanken.no/shb/inet/istartno.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=HandelsbankenNO&navid=HandelsbankenNO&navob=59&base=/Shb/Inet/ICentNo.nsf&sa=/Shb/Inet/ICentNo.nsf/default/qB0F8D78EE07A40ABC1256966006266A0>
- Hens, Thorsten, 2011. Finansprofessor. Utsagn i artikkelen *"Økonomisk depressiv"*. Morgenbladet 12.-18.august 2011. Hentet 16.02.12 fra: http://morgenbladet.no/samfunn/2011/okonomisk_depressiv

- Kahneman, D., and A. Tversky, 1973, "On the psychology of prediction", *Psychological Review* 80, 237-251.
- Kahneman, David, and Tversky Amos, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk". *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D., P. Slovic, and A. Tversky, 1982, "Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases", Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Keynes, J. M., 1964, "The General theory of Employment, Interest, and Money", Harcourt, Brace, Jovanovich, New York.
- Kim, K. A., and J. R. Nofsinger, 2002, "The behaviour and performance of individual investors in Japan", Working Paper
- Kvaløy, Ola, 2011. Utsagn i artikkelen "Økonomisk depressiv". *Morgenbladet* 12.-18.aug. 2011. Hentet 16.02.12 fra: http://morgenbladet.no/samfunn/2011/okonomisk_depressiv
- Larsen, Erling Røed og Jon Mjølhus, 2009, "Finanskrise! Lånefest, boligboble – og dagen derpå", Gyldendal akademisk, Norge.
- Lichtenstein, S., B. Fischhoff, and L. S. Phillips, 1982, "Calibration of Probabilities: The state of the art to 1980", in: Kahneman, Daniel and Slovic, Paul and Tversky, Amos, (eds.) *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*. Cambridge University Press, Cambridge, UK, pp. 306-334.
- Malkiel Burton, 1973, "A Random Walk Down Wall Street", W.W. Norton & Company, Inc.
- Mehra, R., and E. C. Prescott, 1985, "The equity premium: A puzzle", *Journal of Monetary Economics* 15 (2), 145-161.
- MS, Morningstar, 2012. *Gjennomsnittlig årlig avkastning*. Hentet 01.06.12 fra: <http://www.morningstar.no/no/fundquickrank/default.aspx>
- Nemeroff, C., 1995, "Magical thinking about illness virulence: Conceptions of germs from "safe" versus "dangerous" others", *Health Psychology* 14, 147-151.
- Neuman, J., and O. Morgenstern, 1944, "Theory of Games and Economic Behaviour", Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Nilssen, Christian Klerck, 2005. *Fondsfeller*. Hentet 08.04.12 fra: <http://www.morningstar.it/it/funds/article.aspx?articleid=42287&categoryid=58>
- Nordea, 2012, *Test deg selv, hvilket fond passer deg?* Hentet 31.05.12 fra: https://www.nordea.no/sitomod/nordea_all/modules/SurveyTool/Index.aspx?surveyId=0cd622a0-8fee-4e2e-bf8f-5fe01f691a9d
- Norli, Øyvind, 2006. *Fotball og aksjemarkeder*. Hentet 16.02.12 fra: <http://www.magma.no/fotball-og-aksjemarkeder>

- NSB, Norges Største Bedrifter, 2012, Hentet 01.06.12 fra:
<http://www.norgesstorstebedrifter.no/bedrift/163293/>
- Odean, Terrance, 1998, "*Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are above Average*", Journal of Finance, 1887-1934.
- Odinfond. *Kjøp av fond*. Hentet 31.05.12 fra: <http://www.odinfond.no/no/kjop-av-fond>
- Olsen, Maren Næss, 2011, "Økonomisk depressiv". Morgenbladet 12.-18.august 2011. Hentet 16.02.12 fra: http://morgenbladet.no/samfunn/2011/okonomisk_depressiv
- Oslobors. *Aksjonærstruktur. Indekser*. Hentet 22.04.12 fra: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk>
- Oslobors.no, 2012, *Markedsaktivitet*. Hentet 02.04.12 fra:
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt_ticker=OSEBX&newt_menuCtx=1.6.3
- Plous, S., 1993. "*The Psychology of judgement and Decision-making*", McGraw-Hill, New York.
- Regjeringen, 2011. *Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2011*. Hentet 25.05.12 fra:
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/ad/dok/nouer/2011/nou-2011-5/5/2/1.html?id=643766>
- Shefrin, H., and M. Statman, 1995, "*Making sense of beta, size, and book-to-market*", Journal of Portfolio Management 21 (2), 26-34.
- Shefrin, Hersh, 2000, "*Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Shiller, R. J., 1981, "*Do stock Prices Move too much to be justified by subsequent changes in dividends?*", American Economic Review 71 (3), 421-436.
- Smith, Vernon L., 1962, "*An Experimental Study of Competitive Market Behavior*," Journal of Political Economy, 70 (2), pp. 111-137.
- SSB, 2009. *Finanskrisen og konjunktorene*. Hentet fra: <http://www.ssb.no/okind/finanskrise.html>
- SSB, 2012, Markedsverdi. *Begreper i Nasjonalregnskapet*. Hentet 22.05.12 fra:
<http://www.ssb.no/09/01/begreper/begreper.html>
- SSB, 2012b, Statistikkbanken. *Årlig prosentvis endring i BNP*. Hentet fra:
http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/hovedtabellHjem.asp&KortnavnWeb=nr
- SSB, 2012c, *Forsiktig konjunkturoppgang i 2013*. Hentet 25.05.12 fra:
<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>

- SSB, 2012d, Statistikkbanken. Hentet 01.04.12 fra: <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?MainTable=NRMakroHov&SubjectCode=09&planguage=0&nvl=True&mt=1&nyTmpVar=true>
- Storebrand, 2012, *Fondsvelger*. Hentet 31.05.12 fra: <https://www.storebrand.no/spareveileder/general.html>
- Summers, B., and D. Duxbury, 2007, “*Unraveling the disposition effect: The role of Prospect Theory and emotions*”, Working paper.
- Svenson, O., 1981, “*Are we all less risky and more skilful than our fellow drivers?*” *Acta Psychologica* 47, 143-148.
- Sørheim, Tone Iren, 2011. *Dine følelser avgjør aksjegevinsten*. Artikkel i *Dine Penger* 04.09.11. Hentet 16.02.12 fra: <http://www.dinepenger.no/spare/dine-foelelser-avgjoer-aksjegevinsten/10081900>
- Thaler, R. H., E. J. Johnson, 1990, “*Gambling With the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice*” *Management Science* 36 (6), 643-660.
- Thaler, Richard H., 1999, “*Mental Accounting Matters*” *Journal of Behavioral Decision Making* 12: 183-206. Graduate School of Business, University of Chicago, USA
- Thoresen Ole, 2008, “*Markedspsykologi, Investeringsstrategier for irrasjonelle markeder*”. Hegnar Media, Oslo, Norge.
- Tversky, A., and D. Kahneman, 1973, “*Availability: A heuristic for judging frequency and probability*”, *Cognitive Psychology* 4, 207-232.
- Tversky, A., and D. Kahneman, 1974, “*Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*”, *Science* 185, 1124—1131.
- Tversky, A., and D. Kahneman, 1981, “*The framing of decisions and psychology of choice*” *Science* 211, January, 453-458.
- Tversky, A., and D. Kahneman, 1982, “*Judgements of and by representativeness*” in Kahneman, D., P. Slovic, and A. Tversky, eds., “*Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*”, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Tversky, A., and D. Kahneman, 1986, “*Rational choice and the framing of decisions*”, *Journal of Business* 59 (4), pt. 2, 251-278.
- Tversky, A., and D. Kahneman, 1992, “*Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty*”, *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
- Varian, H. R., 2005, “*Intermediate Microeconomics: A Modern Approach*”, 7th ed., W. W. Norton, New York.
- VFF, 2006, *Børsfall er helt normalt og dessuten lønnsomt på lang sikt*. Hentet 14.04.12 fra: <http://vff.no/vff.no/filestore/Brsfallernormaltoglønnsomt2.pdf>

- VFF, 2009, *De mest populære fondsgruppene*. Hentet 14.04.12 fra:
http://www.vff.no/Internett/Statistikk_og_fakta/Faktablad/De+mest+populære+fondsgruppene+i+2009.9UFRzY3S.ips
- VFF, 2009b, *Turbulent Børsår*. Hentet 02.04.12 fra:
<http://www.vff.no/Internett/Nyhetsarkiv/2009/Turbulent+børsår.9UFRvYXn.ips>
- VFF, 2009c, *Vendepunkt i nordmenns aksjefondssparing*. Hentet 02.04.12 fra:
http://www.vff.no/Internett/Statistikk_og_fakta/Vendepunkt+i+nordmenns+aksjefondssparing.9UFRzO21.ips
- Weintraub, E. R., 2008, *The assumptions of neoclassical economics*, Hentet 01.03.12 fra:
<http://www.econlib.org/library/Enc1/NeoclassicalEconomics.html>

Vedlegg

Nyhetsbildet i tall i årene 2007-2011

<u>Antall treff på negative nyheter</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
1 Børskrakk	58	24	44	180	61
2 Usikkerhet bør	262	191	165	312	193
3 Uro bør	175	91	47	145	127
4 Finanskrise	1 530	1 909	4 306	2 367	76
5 Tap aksjemarkedet	145	134	324	358	158
6 Økonomi nedgang	907	740	1 005	996	472
7 "Dårlig økonomi"	735	824	769	642	522
8 Tap fond	237	288	321	260	200
9 "Taper penger"	393	363	395	362	277
10 Nedgang "Oslo Børs"	694	526	507	851	423
11 Tap Oslo bør	276	252	380	519	222
12 Fond falle	86	67	69	114	56
13 Fall aksjemarked	12	16	31	57	20
14 Nedgang Wall Street	142	148	175	282	113
15 Uro "Wall Street"	104	46	42	78	45
16 "Dårlig avkastning"	27	23	41	40	18
17 Børsnedgang	41	46	36	81	45
18 Aksjefond tap	63	84	114	119	57
19 Børsfall	287	139	140	531	236
20 Ustabil verdensøkonomi	4	4	3	2	-
Totalt antall "negative" treff	- 6 178	- 5 915	- 8 914	- 8 296	- 3 321

<u>Antall treff på positive nyheter</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
1 "Økonomisk oppgang"	58	55	71	31	31
2 "Økonomisk gevinst"	387	411	281	281	209
3 "Økonomisk vekst"	2 185	1 775	1 518	1 659	1 500
4 "Stabil økonomi"	81	61	31	47	32
5 "Aksjegevinst"	16	24	34	20	39
6 Gevinst fond	98	116	97	124	111
7 Oppgang "Oslo Børs"	868	784	824	1 021	647
8 Gevinst "Oslo Børs"	118	166	174	194	240
9 Aksjefond stiger	16	17	32	60	34
10 "Investere langsiktig"	12	7	10	14	4
11 Langsiktig sparing	98	130	108	128	88
12 Oppgang "Wall Street"	171	150	203	234	98
13 Økonomi oppgang	353	356	440	380	239
14 "God avkastning"	239	219	228	255	261
15 Børsoppgang	149	98	146	149	96
16 Aksjefond gevinst	24	50	53	54	44
17 Stabil verdensøkonomi	10	8	6	4	1
18 "Tjener penger"	1 054	1 053	1 007	898	784
19 Positivt marked	497	555	601	444	319
20 "Rikere"	1 651	1 604	1 515	1 437	1 412
Totalt antall "positive" treff	8 085	7 639	7 379	7 434	6 189

Aksjefond høyest tegning i 2011 og fond med høyest avkastning i 2010**50 fond med høyest tegning i 2011**

Fond	Tegning
DNB Global Selektiv (II)	5 157 578
SKAGEN Kon-Tiki	2 696 564
SKAGEN Global	1 123 658
Nordea Global II	1 061 792
Storebrand Global Indeks I	1 041 690
SKAGEN Vekst	766 223
DNB OBX	619 963
ODIN Norge	586 664
ODIN Norden	488 624
Delphi Verden	460 025
Diversifiserte Globale Aksjer	423 021
DNB Nordic Technology	405 699
Nordea Kapital	393 096
Diversifiserte Norske Aksjer	340 367
Nordea North America (FI)	322 788
Pareto Verdi	302 381
DNB Aktiv 100	300 387
Nordea Norge Pluss	296 005
ODIN Offshore	295 856
KLP AksjeNorge Indeks	294 500
Storebrand Norge I	282 144
Storebrand Aksje Innland	279 848
Danske Invest Horisont Aksje	266 974
Delphi Norge	253 920
DNB Norge Indeks	234 800
DNB Norge	220 794
DNB Norge Selektiv (I)	214 581
Nordea Emerging Market Equities	210 048
Nordea Far Eastern (FI)	198 718
DNB USA	195 790
DNB SMB	188 374
Holberg Norden	183 925
Holberg Norge	180 058
Storebrand Verdi	175 845
DNB Norge (I))	171 699
ODIN Europa SMB	167 430
ODIN Global	155 824
DNB Miljøinvest	151 891
DNB Navigator	150 248
ODIN Finland	148 503
Delphi Norden	147 435
Storebrand Norge	147 338
Terra Spar	123 843
Nordea Nordic Small Cap	116 757
ODIN Europa	116 022
Nordea European Value	115 590
Nordea Norge Verdi	114 343
DNB Global Selektiv (I)	114 305
DNB Aksjefokus	111 262
Nordea Øst-Europa	110 950

50 fond med høyest avkastning i 2010

Fond	Avk. 2010
JPM Global Natural Resources Fund	36,14 %
ODIN Eiendom	34,04 %
SEB Eastern Europe Small Cap Fund	32,67 %
SEB Sverige SMB	32,38 %
ODIN Sverige	31,88 %
DNB Navigator	31,27 %
Alfred Berg Nordic Small Cap	31,22 %
Delphi Norden	31,09 %
DNB Private Equity	30,49 %
Handelsbanken Russland	30,26 %
Alfred Berg Russland	30,24 %
DNB Navigator (I))	30,11 %
Pareto Nordic	29,40 %
SEB Russland	28,60 %
Storebrand Norden	28,50 %
Pareto Aksje Norge	27,87 %
Alfred Berg Gambak	27,81 %
Handelsbanken Europa Selektiv	27,19 %
Handelsbanken Nordic	27,13 %
Alfred Berg Norge +	27,11 %
Alfred Berg Aktiv	26,80 %
Alfred Berg Norge	26,58 %
Pareto Verdi	26,45 %
Handelsbanken Nordiske SMB	26,38 %
Handelsbanken Europe Selective	26,31 %
Carnegie Østeuropa	26,18 %
Alfred Berg Aktiv II	26,15 %
DNB Norden (III)	26,04 %
DNB Norden (II)	25,71 %
SEB Etisk Sverigefond	25,56 %
KLP AksjeNorge	25,49 %
DNB Norden (IV)	25,42 %
DNB Norden (I)	25,36 %
Alfred Berg Norge Etisk	25,29 %
Terra Norden	25,28 %
Nordea Norden	25,10 %
Carnegie Aksje Norge	24,82 %
Pareto Aktiv	24,53 %
Nordea Kapital	24,52 %
Storebrand Vekst	24,51 %
Terra SMB	24,41 %
Pluss Markedsverdi	24,26 %
Danske Invest Norge II	24,21 %
Nordea Nordic Small Cap	24,17 %
KLP AksjeNorden	24,15 %
Danske Invest Norske Aksjer Institu. II	24,11 %
Delphi Norge	24,10 %
ODIN Finland	24,03 %
ODIN Norge	23,89 %
Fondsfinans Spar	23,80 %

Aksjefond høyest tegning i 2010 og fond med høyest avkastning i 2009**50 fond med høyest tegning i 2010**

Fond	Tegning
SKAGEN Kon-Tiki	3 339 162
SKAGEN Vekst	1 072 704
Nordea Global II	830 526
Storebrand Global Indeks I	788 597
SKAGEN Global	772 411
Delphi Verden	733 413
Diversifiserte Globale Aksjer	668 430
Storebrand Norge I	656 470
ODIN Norge	636 849
DnB NOR OBX	599 353
ODIN Norden	562 636
Holberg Norge	522 198
Diversifiserte Norske Aksjer	485 359
DnB NOR SMB	434 527
Nordea Kapital	431 439
Holberg Norden	405 806
Pareto Verdi	312 312
Nordea Stabile Aksjer Global	308 274
ODIN Offshore	281 565
Storebrand Verdi	270 843
DnB NOR Aktiv 100	261 058
DnB NOR Nordic Technology	260 540
ODIN Maritim	247 993
Postbanken Norge	236 753
ODIN Global	230 271
Nordea North America (FI)	218 516
Danske Invest Horisont Aksje	204 860
Storebrand Aksje Innland	201 970
DnB NOR Navigator	186 541
DnB NOR Norge (I)	186 506
ODIN Europa SMB	185 149
DnB NOR Global Selektiv I	180 565
Delphi Norge	173 346
Delphi Norden	169 419
Nordea Avkastning	168 686
ODIN Finland	162 722
ODIN Sverige	161 673
DnB NOR Norge Selektiv (I)	155 402
KLP AksjeGlobal Indeks II	144 969
Nordea Norge Verdi	143 821
Nordea Far Eastern Value	142 414
Alfred Berg Gambak	140 298
WarrenWicklund Norge (terra)	137 732
Postbanken Aksjefokus	135 840
Handelsbanken Norge	135 517
Nordea North American Growth Fund	120 532
Pareto Aktiv	119 490
Terra Spar	116 757
ODIN Europa	112 556
Nordea Russia	112 261

50 fond med høyest avkastning i 2009

Fond	Avk. 2009
SEB Russland	91,01 %
Handelsbanken Russland	83,90 %
Storebrand Vekst	78,86 %
Alfred Berg Russland	74,94 %
DnB NOR SMB	71,05 %
Terra Norge	68,82 %
Terra SMB	68,42 %
WarrenWicklund Norge (terra)	67,24 %
NB Aksjefond (terra)	66,26 %
SEB Eastern Europe Small Cap Fund	65,95 %
Landkreditt Norge	64,39 %
Fondsfinans Spar	63,52 %
DnB NOR Nordic Technology	63,17 %
Danske Invest Norge Vekst	62,48 %
Delphi Norge	62,23 %
JPM Global Natural Resources Fund	61,95 %
KLP AksjeNorge	61,86 %
Pluss Markedsverdi	61,44 %
Danske Invest Norske Aksjer Instit. I	60,42 %
SEB Fjerne Østen	60,35 %
Danske Invest Norge II	59,60 %
Handelsbanken Latin-Amerika	59,47 %
Nordea Kapital	59,42 %
Nordea Vekst	59,34 %
Storebrand Norge	59,30 %
Nordea Avkastning	59,14 %
Danske Invest Norge I	59,00 %
Atlas Norge	58,31 %
Alfred Berg Norge	58,20 %
Alfred Berg Norge Etisk	58,13 %
Pareto Aksje Norge	58,11 %
Alfred Berg Aktiv II	57,93 %
Alfred Berg Norge +	57,83 %
Storebrand Norge I	57,64 %
DnB NOR Norge (IV)	57,59 %
Holberg Norge	57,55 %
Alfred Berg Aktiv	57,45 %
Storebrand Optima Norge A	57,44 %
Pluss Aksje	57,41 %
DnB NOR Norge Selektiv (III)	57,24 %
DnB NOR Norge (III)	57,11 %
Handelsbanken Norge	57,06 %
Alfred Berg Gambak	56,91 %
DnB NOR Norge Selektiv (II)	56,62 %
Pareto Verdi	56,54 %
DnB NOR Norge (I)	56,34 %
DnB NOR Norge Selektiv (I)	55,76 %
SEB Latin-Amerika	55,63 %
Pareto Aktiv	55,43 %
Alfred Berg Humanfond	55,21 %

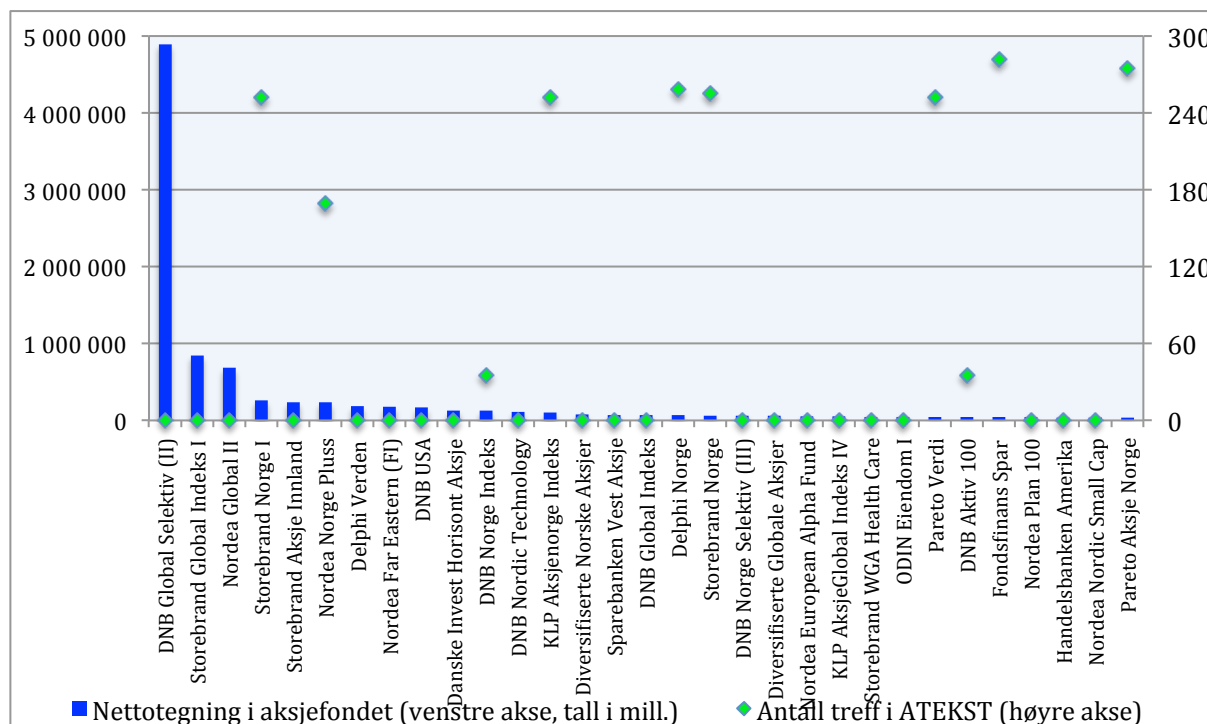
Aksjefond høyest tegning i 2009 og fond med høyest avkastning i 2008**50 fond med høyest tegning i 2009**

Fond	Tegning
SKAGEN Kon-Tiki	2 878 583
SKAGEN Vekst	1 600 421
SKAGEN Global	1 005 087
Storebrand Global Indeks I	966 350
Nordea Global II	720 641
ODIN Norge	568 092
Storebrand Verdi	551 225
ODIN Norden	510 386
Storebrand Aksje Innland	444 671
Nordea Kapital	425 104
Delphi Verden	413 685
DnB NOR Norge Selektiv (I)	364 037
DnB NOR SMB	356 742
Holberg Norge	345 371
ODIN Offshore	315 104
ODIN Europa	246 155
DnB NOR Norge (I)	245 162
Nordea Avkastning	236 375
Nordea Norge Verdi	225 739
DnB NOR Aktiv Aksje	221 456
DnB NOR Miljøinvest	214 429
Danske Invest Horisont Aksje	206 062
DnB NOR Nordic Technology	189 288
Delphi Norge	178 072
ODIN Europa SMB	177 085
Storebrand Global Quant Equity	154 673
KLP AksjeNorge Indeks	139 818
ODIN Global	131 649
ODIN Finland	130 912
Handelsbanken Norge	129 439
KLP AksjeUSA Indeks USD	125 013
Terra Spar	123 352
Holberg Norden	121 290
Alfred Berg Gambak	116 512
Nordea N. American Value	102 658
ODIN Maritim	100 108
DnB NOR Navigator	99 009
WarrenWicklund Norge	98 009
Nordea Far Eastern (FI)	95 316
Delphi Europa	93 279
Delphi Norden	92 301
DnB NOR Norden (I)	84 359
ODIN Sverige	84 280
Nordea SMB	79 141
Carnegie Medical	72 812
Nordea Latin American Equity	71 904
Nordea Vekst	70 777
Landkreditt Kina	69 967
KLP AksjeNorge Indeks II	69 599
DnB NOR Global (III)	67 778

50 fond med høyest avkastning i 2008

Fond	Avk. 2008
Nordea Stabile Aksjer Global Etisk	4,09 %
Nordea Medica	3,46 %
Storebrand WGA Health Care	0,93 %
Alfred Berg Nordic Small Cap	0,00 %
Carnegie Worldwide Etisk II	0,00 %
DnB NOR Global Value & Momentum	0,00 %
DnB NOR Health Care	-1,41 %
SEB Legemiddel	-2,84 %
Carnegie Medical	-6,00 %
DnB NOR Japan	-7,37 %
SEB Japan	-8,65 %
Nordea Japan	-9,34 %
DnB NOR Telecom	-14,71 %
Handelsbanken Europa Selektiv I	-16,31 %
Handelsbanken Europa Selektiv	-16,31 %
Storebrand Asia	-17,25 %
Handelsbanken Europe Selective	-19,83 %
Storebrand Nord Amerika I	-21,80 %
Alfred Berg Global Quant	-22,05 %
Nordea Stabile Aksjer Global	-22,37 %
Handelsbanken America	-23,11 %
KLP AksjeUSA Indeks USD	-23,93 %
Holberg Global Index	-24,29 %
Pareto Aktiv Global	-24,38 %
Terra Global	-24,58 %
Landkreditt Aksje Global	-25,08 %
Handelsbanken Ny Energi	-25,43 %
Storebrand Global Indeks I	-25,93 %
Storebrand Global Miljø	-25,93 %
KLP AksjeGlobal Indeks I	-26,72 %
Nordea Internasjonale Aksjer 3	-27,13 %
Nordea Internasjonale Aksjer 2	-27,16 %
Nordea North American Growth Fund	-27,35 %
Nordea Internasjonale Aksjer	-27,75 %
Terra Europa	-27,79 %
DnB NOR Global (I)	-27,90 %
Handelsbanken Far East	-28,40 %
DnB NOR Global (III)	-28,90 %
DnB NOR Global Etisk (V)	-29,00 %
DnB NOR Global (II)	-29,42 %
DnB NOR Global Etisk (IV)	-29,69 %
DnB NOR Global Selektiv II	-29,82 %
DnB NOR Globalspar	-29,90 %
SEB Global	-29,92 %
Nordea Global II	-29,98 %
Carnegie World Wide	-30,22 %
DnB NOR USA	-30,26 %
KLP AksjeNorge Indeks II	-30,32 %
DnB NOR Nordic Technology	-30,47 %
Landkreditt Kina	-30,69 %

Aksjefond med høyest nettotegninger og mediebildet 2011



Aksjefond med høyest nettoinnløsning og mediebildet 2011

