

Aktiv/passiv forvaltning i investeringsforeninger

Baggrund

Finanstilsynet offentliggjorde i september 2014 en analyse af forvaltningen af aktieafdelinger i danske investeringsforeninger¹. Analysen var baseret på indberetninger af nøgletallene *active share* og *tracking error* ultimo 2013 og omfattede 188 aktieafdelinger.

Fælles for disse 188 afdelinger var, at de i henhold til deres prospekter fulgte en aktiv forvaltningsstrategi for at opnå et højere afkast end de benchmarkindeks, som afdelingerne målte sig mod.

De to nøgletal *active share* og *tracking error* fortæller dels, hvor tæt afdelingernes portefølje ligger på de aktieindeks, som de benchmarker sig mod, og dels, hvordan afdelingernes afkast varierer i forhold til benchmarkindekset.

Analysen viste, at 56 af de 188 afdelinger havde en *active share* på under 60 pct. kombineret med en *tracking error* på under 4 pct., hvilket efter internationalt anvendte kriterier indikerede, at afdelingerne muligvis ikke fulgte en aktiv investeringsstrategi. Finanstilsynet oplyste samtidig, at et antal afdelinger på baggrund af yderligere analyser og samtaler med branchen ville blive bedt om at redegøre for deres strategi, herunder for hvorvidt afdelingerne - i lyset af de to nøgletal - reelt var aktivt forvaltede.

Finanstilsynets undersøgelse af potentielt passive afdelinger

Finanstilsynet indgik herefter i perioden fra november til december 2014 i en dialog med investeringsforeningernes brancheorganisation Investeringsfundsbranchen (IFB). På baggrund af denne dialog besluttede Finanstilsynet i forbindelse med indkaldelsen af redegørelser at sætte kriteriet for lav *active share* ned fra 60 pct. til 50 pct. Dette skete ud fra den betragtning, at afdelinger, der benytter smalle benchmark, har sværere ved at opnå en høj *active share*, da deres investeringsunivers er mindre.

¹ Markedsudvikling 2013 Investeringsforeninger m.v.

Efter tilsvarende overvejelser ændredes kriteriet for lav tracking error fra 4 pct. til 3 pct. Dette var begrundet i, at de seneste års lave volatilitet i aktiemarkedene havde sænket niveauet for tracking error, som netop er et udtryk for forskellen i udsvingene i afkastet i forhold til benchmark.

Herudover valgte Finanstilsynet at fokusere på afdelingernes 3-årige bruttoafkast, dvs. afkastet før omkostninger i forhold til afkastet på det anvendte benchmark. Finanstilsynet satte denne grænse til +/- 3 pct. Det er Finanstilsynets vurdering, at både et positivt og et negativt bruttoafkast på mindre end 3 pct. kan indikere utilstrækkelig aktiv forvaltning eller potentiel passiv forvaltning.

Resultatet heraf var, at antallet af afdelinger, der var i fokus ved undersøgelsen, blev reduceret fra 56 til 22. Fælles for de 22 afdelinger var således, at alle havde en *active share* og *tracking error* på under henholdsvis 50 pct. og 3 pct., og at afdelingernes 3-årige bruttoafkast lå indenfor intervallet +/-3 pct. i forhold til afkastet på det anvendte benchmark.

Finanstilsynet rettede i januar 2015 henvendelse til bestyrelserne for de 22 afdelinger. Heraf investerede 9 afdelinger i danske aktier. Bestyrelserne blev i den forbindelse bedt om inden udgangen af marts 2015 at redegøre for deres begrundelser for, at afdelingerne var aktivt forvaltede, når afdelingernes porteføljesammensætning og bruttoafkast i høj grad var sammenfaldende med deres benchmarkindeks. Baggrunden herfor var at vurdere, hvorvidt der var grundlag for yderligere tilsynsmæssige tiltag over for de identificerede afdelinger.

Det var et fællestræk for tilbagemeldingerne fra foreningerne, at nøgletallene efter deres opfattelse ikke burde stå alene. Det var bestyrelsernes generelle holdning, at de pågældende aktieafdelinger var aktivt forvaltede, idet der løbende blev overvåget og fulgt op på afdelingernes afkast. Særligt omkring det danske aktiemarked blev det fremhævet, at markedet er koncentreret med få store aktier. Kombineret med placeringsreglerne for investeringsforeninger er det således ifølge redegørelserne svært for en afdeling med danske aktier at opnå en portefølje, der afviger væsentligt fra benchmark, dvs. at opnå en høj *active share*.

Bestyrelserne fremhævede videre, at hvis en afdeling ikke gav et tilstrækkeligt afkast, så ville bestyrelsen for afdelingen genoverveje valget af porteføljeforvalter og eventuelt overveje en udskiftning af porteføljeforvalteren.

Det fremgik desuden af redegørelserne, at investorerne ikke efterspurgte passivt forvaltede produkter, og at bestyrelserne derfor ikke ønskede at omlægge aktivt forvaltede afdelinger til passiv forvaltning.

Finanstilsynet har på baggrund af de indkomne redegørelser i forhold til de 22 afdelinger individuelt vurderet, om der var grundlag for tilsynsmæssige reaktioner i form af enten påbud eller påtaler. Samlet set har Finanstilsynet i hvert enkelt tilfælde imidlertid vurderet, at der ikke var tilstrækkeligt grundlag for dette.

Det kan oplyses, at 6 ud af de 22 afdelinger ikke længere eksisterer som selvstændige afdelinger, men at de enten er fusioneret ind i andre afdelinger eller er afviklet.

Internationalt fokus på aktiv/passiv forvaltning

Internationalt har både den europæiske værdipapirtilsynsmyndighed *European Securities Market Authority (ESMA)* samt flere nationale tilsynsmyndigheder i EU fokus på dette område. ESMA offentliggjorde i februar 2016 en udtalelse vedrørende aktiv/passiv forvaltning². ESMA har endvidere tilkendegivet, at man fremadrettet aktivt vil involvere sig i yderligere analyser på dette område, og at ESMA sammen med de nationale myndigheder er klar til at tage de nødvendige skridt for at sikre, at alle markedsdeltagere opfylder lovens krav.

ESMA nedsatte i maj 2015 en task force med det formål at dele nationalt baseret viden om problemstillingen samt at videreudvikle metoden til analyse af aktieafdelingers forvaltningsadfærd. Finanstilsynet er repræsenteret i denne task force.

Finanstilsynets aktuelle fokus

Investeringsfondsbranchen vedtog i november 2015 en anbefaling til sine medlemmer vedrørende offentliggørelse af active share og tracking error i foreningernes årsrapporter. IFB anbefaler, at fonde, som har afdelinger, hvor active share og tracking error er henholdsvis under 50 pct. og 3 pct., i deres årsrapporter beskriver, hvorledes graden af aktiv forvaltning er afstemt med fondenes afkastmålsætning, investeringsunivers, risikoniveau og andre relevante parametre.

Finanstilsynet har gennemgået årsrapporterne for 2015 for de 35 aktieafdelinger, som selv fremhæver, at de ikke lever op til kriterierne. Finanstilsynet vil på denne baggrund tage kontakt med udvalgte investeringsforeninger for at få nærmere oplysninger om bestyrelsernes overvejelser om disse afdelinger, herunder om eventuelt at lægge om til passiv forvaltning.

²https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-165_public_statement_-_supervisory_work_on_potential_closet_index_tracking.pdf