

Investeringsforeninger

Omkostningsundersøgelse

2013

Indholdsfortegnelse

1. Konklusion.....	3
1.1 Opfølgning.....	4
2. Baggrund for undersøgelsen	5
2.1 Finanstilsynets undersøgelse 2013	6
3. Omkostningsstrukturen i danske investeringsforeninger	7
3.1 Særligt om formidlingsprovision	7
3.2 Stordriftsfordele i danske investeringsforeninger	8
3.2.1 Omkostningselasticitet.....	8
4. Initiativer til minimering af omkostninger	9
4.1.1 Vurdering af kvaliteten af rådgivningen til investorerne	11
5. Initiativer til forbedring af afkast	12
5.1 Udvælgelse af rådgivere samt opfølgning på rådgivernes performance	12
5.1.1 Udvælgelse af porteføljerådgivere.....	12
5.1.2 Opfølgning på rådgiverens performance	13
5.1.3 Mål for performance.....	14
Bilag 1 – spørgeskema.....	15

1. Konklusion

Finanstilsynet gennemførte i efteråret 2013 og primo 2014 en undersøgelse i 10 udvalgte investeringsforeninger. Formålet med undersøgelsen var at afdække, hvad bestyrelserne i danske investeringsforeninger gør for at varetage investorernes interesser ved at minimere omkostningerne og forbedre afkastet til investorerne.

I forbindelse med undersøgelsen blev bestyrelserne i de udvalgte foreninger bedt om at udfylde et spørgeskema. Herudover blev foreningerne bedt om at lave en beregning af, hvor meget omkostningerne pr. investeret krone falder, når formuen forøges. Endvidere blev foreningerne bedt om at indsende uddrag af bestyrelsesprotokollerne. Endelig har Finanstilsynet afholdt møder med foreningernes direktioner. Oplysninger fremkommet ved disse møder og det af bestyrelserne udarbejdede skriftlige materiale danner grundlaget for omkostningsundersøgelsen.

Undersøgelsen giver et overordnet billede af, at der fortsat er et potentiale i at fokusere på at nedbringe omkostningerne for investorerne. Enhver nedsættelse af omkostninger er til gavn for investorerne og medvirker til en forbedring af investorernes afkast. Potentialet i at opnå besparelser på de faste omkostninger er imidlertid væsentligt mindre end det tilsvarende potentiale i at opnå besparelser på de variable omkostninger, som kan udgøre over 90 pct. af foreningens samlede omkostninger. Bestyrelserne bør derfor rette et særligt fokus mod nedbringelse af de variable omkostninger. Det er Finanstilsynets klare opfattelse, at der kan høstes betydelige besparelser for investorerne, hvis foreningerne i højere grad søger at nedbringe de variable omkostninger.

Undersøgelsen viser, at investorerne generelt ikke opnår reelle stordriftsfordele i takt med, at formuen forøges. Gevinsten ved en vækst i formuen tilfalder derimod i vidt omfang distributionsleddet frem for investorerne. Undersøgelsen viser, at investeringsforeningerne betaler formidlingsprovision for yderligere distribution, selvom investorerne ikke drager væsentlig fordel af et mersalg. Det betyder i praksis, at det er pengeinstitutterne, der høster gevinsten, når formuerne forøges. Bestyrelserne bør fremadrettet sikre, at gevinsten ved en forøget formue ikke udelukkende tilfalder distributionsleddet, men i højere grad også kommer investorerne til gavn.

Morningstar Danmark har i deres seneste analyse af de provisioner, de danske investeringsforeninger betaler¹, offentliggjort tal, der viser, at formidlingsprovision nu samlet overstiger 3 mia. kr. Det er et betydeligt beløb, og derfor er det, efter Finanstilsynets opfattelse, også helt centralt, at investeringsforeningerne løbende følger op på, om foreningerne får tilstrækkelig værdi for den betalte formidlingsprovision. Dette kræver, at der ikke rettes et ensidigt fokus på salgsindsatsen, men at der også fokuseres på rådgivningsdelen, da formidlingsprovision både indeholder et rådgivnings- og et formidlingselement.

Det er Finanstilsynets konklusion, at bestyrelser, der udviser best practice på de undersøgte områder, for så vidt angår minimering af omkostninger og forøgelse af afkastet blandt andet;

¹ Analysen blev offentliggjort af Morningstar, Danmark den 7. oktober 2013 under overskriften "Ny milepæl er nået".

1. fokuserer på nedbringelse af de variable omkostninger (formidlingsprovision og porteføljerådgivningshonorar),
2. har fastsat mål for omkostninger relativt til konkurrenterne,
3. arbejder for, at der skabes mere elastiske omkostningsstrukturer, så stordriftsfordele kan komme investorerne til gode,
4. er kritiske ved valget af porteføljerådgivere,
5. har en fast procedure for udvælgelse af porteføljerådgivere,
6. har fastsat mål for performance relativt til konkurrenterne,
7. reagerer rettidigt på dårlig performance,
8. har en politik for, hvordan der skal ageres på dårlig performance,
9. ser passiv forvaltning som et alternativ til aktivt forvaltede afdelinger, der performer dårligt, og
10. vurderer kvaliteten af den rådgivning, som distributionsleddet giver investorerne.

Finanstilsynet har konstateret, at alle foreningerne hver især lever op til nogle af de 10 punkter ovenfor, men at ingen af foreningerne lever op til dem alle.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at bestyrelserne skal evaluere og overveje, hvorvidt de lever op til best practice på ovennævnte områder.

1.1 Opfølgning

Finanstilsynets udmeldinger i denne rapport skal anses som et udtryk for, hvor tilsynet vurderer, at der stadig er plads til forbedring i de danske investeringsforeninger. Tilsynet pæger en række omkostningsrelaterede forhold, hvor der vil kunne høstes besparelser for investorerne, hvis bestyrelserne sætter fokus på området og arbejder med at optimere. Et øget fokus på de områder, der indeholder et forbedringspotentiale, vil desuden medvirke til, at konkurrenceevnen for de danske investeringsforeninger skærpes yderligere på internationalt plan.

I rapporten er flere steder fremhævet best practice eksempler fra det undersøgte materiale. Formålet hermed er, at eksemplerne fremadrettet kan tjene som inspiration for bestyrelserne i de enkelte investeringsforeninger.

De i rapporten beskrevne best practice eksempler og anbefalinger knytter sig alle til bestyrelsens pligt til at varetage investorernes interesser. Det følger af lov om investeringsforeninger m.v., (lovbekendtgørelse nr. 333 af 20. marts 2013, LIF) § 32, at bestyrelsen har pligt til at handle udelukkende i foreningens interesse. Foreningens investorer udgør for-

eningens generalforsamling, og det er således ultimativt investorernes interesser, bestyrelsen skal varetage. Heraf følger bl.a., at bestyrelsen til stadighed skal have fokus på minimering af omkostninger og forbedring af afkastet.

Der er naturligvis en række forskelligartede elementer, der tilsammen udgør summen af pligten, beskrevet i LIF § 32. Ligeledes vil der for de enkelte bestyrelser være forskel på, hvordan pligten bedst varetages. På trods af dette kan visse overordnede guidelines fremhæves. Disse bør bestyrelserne holde sig for øje i varetagelsen af deres hverv. Finanstilsynet har med omkostningsundersøgelsen forsøgt at kortlægge nogle af de vigtigste faktorer, der relaterer sig til hhv. omkostningsminimering og forbedring af afkast. Disse er nævnt i rapportens pkt. 1.

Tilsynet vil i sit fremtidige tilsynsarbejde rette et øget fokus mod bestyrelsernes varetagelse af pligten i LIF § 32, herunder foretage en vurdering af, om bestyrelserne er opmærksomme på de anbefalinger og fokuspunkter, som rapporten indeholder.

Finanstilsynet forventer, at bestyrelsen for investeringsforeningerne ved førstkommende lejlighed vurderer, i hvilket omfang bestyrelserne lever op til punkterne 1-10 angivet ovenfor. Hvis bestyrelsen ikke lever op til punkterne, bør bestyrelsen evaluere, om det er i investorernes interesse. Samtidig bør bestyrelserne begrunde, hvorledes det er til gavn for investorerne, såfremt de ikke lever op til punkterne.

Som en del af tilsynet med de danske investeringsforeninger vil Finanstilsynet fremover øge fokus på, om de enkelte bestyrelser i tilstrækkelig grad lever op til best practice indenfor omkostningsminimering og forbedring af afkast.

2. Baggrund for undersøgelsen

I Finanstilsynets markedsudviklingsartikel fra 2011 vedrørende investeringsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger konstaterede tilsynet en betydelig stigning i investeringsforeningernes samlede formue under forvaltning. Finanstilsynet kommenterede i forlængelse heraf, at denne stigning ikke var blevet fulgt af et forholdsmæssigt fald i de samlede omkostninger, men at der derimod var sket en stigning i omkostningsprocenten for danske investeringsforeninger siden 2001.

Dette forhold blev nærmere analyseret i forbindelse med udgivelse af Finanstilsynets markedsudviklingsartikel fra 2012. En af konklusionerne i undersøgelsen var, at der var en indikation af, at "de stordriftsfordele, der følger med en voksende formue, ikke er kommet medlemmerne til gavn gennem lavere procentvise omkostninger".²

Herudover har der i de seneste år været en løbende debat om, hvorvidt de danske investeringsforeninger i tilstrækkelig grad varetager investorernes interesser ud fra et omkostningsperspektiv. Dette danner samlet set baggrunden for denne undersøgelse.

² Finanstilsynet, 2013, "Markedsudviklingen i 2012 for investeringsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger", s. 3.

2.1 Finanstilsynets undersøgelse 2013

I efteråret 2013 og primo 2014 gennemførte Finanstilsynet en undersøgelse i 10 udvalgte investeringsforeninger, som Finanstilsynet anser for at dække et bredt udsnit af de danske investeringsforeninger. Undersøgelsen havde til formål at afdække, hvad bestyrelserne i danske investeringsforeninger gør for at minimere omkostningerne og forbedre afkastet til investorerne.

Følgende investeringsforeninger indgik i undersøgelsen:

- BankInvest
- Danske Invest
- Handelsinvest
- Jyske Invest
- Maj Invest
- Nordea Invest
- Nykredit Invest
- SEBinvest
- Sparinvest
- Sydinvest

Finanstilsynet gennemførte undersøgelsen på baggrund af materiale, som blev indsendt af bestyrelserne i de nævnte investeringsforeninger, samt møder afholdt med foreningernes direktioner.

I forbindelse med undersøgelsen blev bestyrelserne i de udvalgte foreninger bedt om at udfylde et spørgeskema. Spørgeskemaet er vedlagt som bilag 1. Herudover omfattede undersøgelsen følgende materiale:

- Bestyrelsesprotokollerne for de udvalgte foreninger fra 1. januar 2012 frem til tidspunktet for indhentningen af materialet.
- De dele af bestyrelsesprotokollerne for de udvalgte foreninger for 2008-2011, hvoraf det fremgår, at bestyrelsen har drøftet: formidlingsprovision, rådgivningshonorar samt hvad konsekvensen i den konkrete situation skal være af en afdelings dårlige performance.

Herudover blev hver af foreningerne anmodet om at opgøre, hvor meget omkostningerne ændrer sig, når formuen forøges.

På baggrund af bestyrelsernes besvarelser af spørgeskemaet og møderne afholdt med foreningernes direktioner gennemgås følgende emner:

- Omkostningsstrukturen i danske investeringsforeninger
- Initiativer til minimering af omkostninger
- Initiativer til forbedring af afkast

3. Omkostningsstrukturen i danske investeringsforeninger

Omkostningerne i de danske investeringsforeninger kan opdeles i henholdsvis faste og variable omkostninger. De faste omkostninger omfatter blandt andet omkostninger til aflønning af bestyrelse og revision samt omkostninger til generalforsamlingsafholdelse. Disse omkostninger udgør typisk en meget lille del af de samlede omkostninger i en investeringsforening.

De variable omkostninger udgør typisk op imod 90 pct. af de samlede omkostninger. De variable omkostninger er eksempelvis de omkostninger, der beregnes som en procentdel af formuens størrelse. Andre variable omkostninger er afhængig af omsætningshastigheden i foreningens portefølje eller varierer på anden måde med aktivitetsniveauet i en given afdeling.

De største poster i de variable omkostninger vil typisk omfatte følgende:

- **Formidlingsprovision**
En årlig betaling til distributørerne af en afdelings investeringsforeningsbeviser (typisk pengeinstitutter). Betalingen omfatter markedsføring af investeringsforeningsbeviserne og rådgivning af afdelingens investorer.
- **Porteføljerådgivningshonorar**
En årlig betaling til den enkelte afdelings porteføljerådgiver for den investeringsrådgivning, som afdelingen modtager.
- **Depotselskabsydelse**
Betaling fra en afdeling til afdelingens depotselskab for blandt andet at opbevare afdelingens aktiver.

3.1 Særligt om formidlingsprovision

Samtlige foreninger i undersøgelsen angiver, at de betaler formidlingsprovision til de pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber, som distribuerer foreningernes investeringsbeviser og som rådgiver investorerne om køb og salg af investeringsbeviser.

Finanstilsynet fik som et led i undersøgelsen oplyst, at danske investeringsforeninger indtil for ca. 15 år siden ikke betalte formidlingsprovision. Da udenlandske fonde begyndte at tilbyde de danske pengeinstitutter formidlingsprovision, blev de danske foreninger imidlertid sat under pres. Dette resulterede i, at også de danske investeringsforeninger begyndte at betale formidlingsprovision.

Det er pengeinstitutterne, der har kontakten til investorerne, idet det som udgangspunkt er i pengeinstitutterne, at danskerne får rådgivning om deres privatøkonomi. Dette forhold betyder, at de danske investeringsforeninger er afhængige af, at pengeinstitutterne vil markedsføre deres produkter. Med andre ord kan investeringsforeningerne ikke nå ud til investorerne uden at samarbejde med pengeinstitutterne. Dette forhold har unægtelig en indflydelse på det styrkeforhold, der er imellem investeringsforeningernes bestyrelser og pengeinstitutterne, hvilket kommer til udtryk ved fastsættelse af de vilkår, der skal gælde i deres samarbejdsaftale.

Som udgangspunkt markedsføres en dansk investeringsforening af det pengeinstitut, som foreningen har navnesammenfald med. Tendensen over de seneste ca. 5 år er dog, at flere og flere pengeinstitutter opererer med en såkaldt åben struktur, som indebærer, at investeringsandele fra andre investeringsforeninger end den, pengeinstituttet har navnesammenfald med, og udenlandske fonde "kommer på hylden" hos pengeinstitutterne. Konkurrencen om "hyldepladsen" er således stigende. I forbindelse med undersøgelsen er det oplyst af branchen, at udenlandske fonde generelt er villige til at betale en højere pris for at "komme på hylden".

3.2 Stordriftsfordele i danske investeringsforeninger

Et af argumenterne, der ofte bruges for at investere i investeringsforeninger, er, at det er forbundet med betydelige stordriftsfordele. Det er derfor interessant at se på, om der for investorerne i de danske investeringsforeninger reelt er sådanne stordriftsfordele, herunder hvor stort omfanget af disse er.

I relation til faste omkostninger opstår der stordriftsfordele, hvis formuen stiger, idet omkostningerne pr. investeret krone falder.

Når der er tale om variable omkostninger, falder omkostningerne pr. investeret krone kun, hvis summen af de variable omkostninger ikke stiger i samme takt som formuen. For de variable omkostninger, der beregnes som en procentsats af formuen, skal procentsatsen med andre ord nedsættes, når formuen stiger, før der skabes stordriftsfordele.

For de variable omkostninger, der er transaktionsbaserede, skal nedsættelsen ske på gebyret pr. transaktion i takt med at antallet af transaktioner stiger, hvis der skal skabes stordriftsfordele.

3.2.1 Omkostningselasticitet

I forbindelse med undersøgelsen bad Finanstilsynet foreningerne om at foretage en opgørelse af omkostningselasticiteten i 5 kategorier af afdelinger. Opgørelse af omkostningselasticiteten giver et billede af, hvor meget omkostningerne pr. investeret krone falder, når der sælges flere investeringsbeviser i foreningen, dvs. når formuen forøges. Foreningerne blev således bedt om at opgøre den marginale økonomiske fordel for investorerne ved salg af yderligere ét investeringsbevis ved forskellige formuestørrelser.

Gennemgående viser disse opgørelser, at selv store stigninger i formuerne kun udløser marginale besparelser for investorerne. Med den nuværende omkostningsstruktur, der hersker, er der generelt meget begrænsede stordriftsfordele for investorerne, når formuen forøges. Finanstilsynet vurderer, at investorerne i højere grad vil kunne få gavn af stordriftsfordele, såfremt bestyrelserne sætter fokus på nedbringelse af de variable omkostninger.

Det er særligt de af foreningernes aftaler, hvor foreningerne skal betale en fast procentsats for ydelsen uanset formuens størrelse, der gør, at der ikke er stordriftsfordele. Det gælder eksempelvis foreningernes rådgivningsaftaler samt distributionsaftalerne med pengeinstitutterne. Dette skyldes i høj grad, at afdelingerne i investeringsforeningerne betaler formidlingsprovision for yderligere distribution, uanset formuernes størrelser.

Gevinsten ved øget distribution tilfalder således i langt størsteparten af tilfældene det pengeinstitut, som distribuerer en afdelings investeringsbeviser, yder porteføljerådgivning og fungerer som depotselskab.

Ved formueforøgelse på selv meget betydelige beløb – op til 25 pct. – oplever de eksisterende investorer således kun en yderst begrænset besparelse set i forhold til den investerede kapital. I et eksempel var den samlede besparelse for investorerne 20.000 kr., mens det pengeinstitut, som distribuerer afdelingens investeringsforeningsbeviser, øgede sin indtjening med knap 2 mio. kr.

Finanstilsynet opfordrer foreningerne til i højere grad at overveje mulighederne for f.eks. at indgå aftaler med indbygget trappestruktur, således at omkostningerne automatisk reduceres i takt med, at formuen forøges.

De stordriftsfordele, der følger af, at formuen øges, bør efter Finanstilsynets opfattelse ikke kun komme distributionsleddet til gode, men bør i høj grad også komme investorerne til gode.

4. Initiativer til minimering af omkostninger

Som et led i Finanstilsynets undersøgelse blev bestyrelserne i de udvalgte investeringsforeninger bedt om at forholde sig til, hvilke omkostningsminimerende initiativer bestyrelserne har taget og gennemført indenfor de seneste 3 år.

Samtlige bestyrelser nævner i deres besvarelser, at de har gennemført forskellige omkostningsminimerende tiltag i de seneste 3 år. Flere foreninger fremhæver eksempelvis, at de i perioden har forhandlet med deres samarbejdspartnere, og at de i den forbindelse har fået sænket gebyrer og satser på de services og ydelser, som foreningerne modtager.

En bestyrelse nævner, at foreningen har forhandlet sig frem til, at få fjernet kurtagen på handel med værdipapirer mod en samtidig stigning af porteføljerådgivningshonoraret i flere afdelinger, hvilket gav en samlet reduktion i omkostningerne.

Herudover fremhæver flere foreninger i deres besvarelse, at de har skiftet depotselskab. I den forbindelse har foreningerne opnået besparelser på op mod 50 pct. Fælles for de depotbanksskift, hvor der er opnået de største procentvise besparelser, er, at foreningerne har skiftet fra et depotselskab, som investeringsforvaltningsselskabet er koncernforbundet med, til et depotselskab, som foreningen ikke har nære forbindelser til.

En forening har ændret i måden, hvorpå der indkaldes til generalforsamling, hvilket har medført en besparelse på mere end 500.000 kr. årligt i den pågældende forening. Besparelsen er sket ved at gå bort fra at sende personlige indkaldelser ud til samtlige investorer. Indkaldelse til generalforsamling foretages nu via foreningens hjemmeside og ved annoncering i dagbladene. En sådan besparelse i de faste omkostninger på ca. 500.000 kr. er dog ubetydeligt i relation til det eksisterende potentiale i at opnå besparelser på de variable omkostninger.

En anden forening oplyser, at foreningen har fokus på, at lave omkostninger er en væsentlig del af forbedringen af afkastet, og at dette fokus også gælder bestyrelsens eget honorar, som således blev nedsat i 2008.

Herudover er der eksempler på bestyrelser, der har nedsat det handelsspread indenfor hvilket, foreningens investeringsbeviser handles med investorerne. Ligeledes nævner nogle foreninger, at de af omkostningsmæssige årsager har fusioneret afdelinger.

En bestyrelse angiver, at foreningen i to afdelinger har ændret investeringsstrategien fra en aktiv strategi til en passiv strategi. Ændringen blev gennemført, fordi bestyrelsen ikke mente, at omkostningerne ved en aktiv strategi stod mål med de opnåede resultater. Bestyrelsen fandt på den baggrund, at det var i investorerne interesse, at afdelingerne overgik til en passiv investeringsstrategi.

Endvidere er der nogle bestyrelser, der angiver, at de har forhandlet sig frem til lavere satser på henholdsvis porteføljerådgivningshonorar og formidlingsprovision.

Tal fra de 42 undersøgte afdelinger viser, at ca. 15 pct. har reduceret deres omkostninger til porteføljerådgivning i perioden 2010-2012. Ca. 20 pct. har øget omkostningerne, mens ca. 65 pct. stort set har uændrede omkostninger til porteføljerådgivningen.

Tallene viser desuden, at ca. 25 pct. har reduceret deres omkostninger til formidlingsprovision i perioden 2010-2012. Ca. 30 pct. har øget omkostningerne, mens ca. 45 pct. har uændrede omkostninger til formidlingsprovisionen.

Gennemgående vurderer bestyrelserne omkostningerne løbende på de ordinære bestyrelsesmøder og har som hovedregel derudover et fast møde om året, hvor omkostningerne vurderes indgående.

Flertallet af bestyrelserne forhandler dog ikke satserne for porteføljerådgivning og formidlingsprovision, når der sker en stigning i formuen, hvilket Finanstilsynet ikke finder hensigtsmæssigt i forhold til investorerne interesser. I flere foreninger er der således eksempler på, at formuestigninger på over 300 pct. ikke giver bestyrelserne anledning til at gå til forhandlingsbordet. Forhandling om justering af omkostningerne dikteres tilsyneladende primært af ændringer i markedet, hvilket Finanstilsynet ikke finder hensigtsmæssigt i forhold til investorerne interesser.

Det, som en afdeling betaler i formidlingsprovision, er således primært påvirket af, hvad lignende afdelinger betaler. Gennemgående holder bestyrelserne øje med konkurrenterne, og hvad de tilbyder pengeinstitutterne for at blive markedsført. En opjustering eller nedjustering ét sted vil således i princippet automatisk bringe niveauet op eller ned for alle sammenlignelige afdelinger.

Nogle foreninger har i deres aftaler fastsat klausuler om fast årlig genforhandling af satser og ser en fordel i at forankre omkostningsforhandlinger én gang årligt.

En del bestyrelser, men langt fra alle, har fastsat mål for deres omkostninger i forhold til konkurrenterne. Nogle har således mål om, at alle deres afdelinger skal være i den billigste halvdel af sammenlignelige afdelinger, mens andre har et lidt mere ambitiøst mål om at være i den billigste tredjedel. Et ambitiøst mål i denne henseende har ifølge en af foreningerne været med til at forbedre omkostningsniveauet betydeligt.

Endelig er der en bestyrelse, der har forhandlet sig frem til en trappestruktur for rådgivningshonorar og formidlingsprovision. Trappen er faldende, hvilket betyder, at de procent-satser, der betales gradvist, bliver mindre, når afdelingernes formuer stiger.

4.1.1 Vurdering af kvaliteten af rådgivningen til investorerne

Det er på baggrund af det indsendte materiale Finanstilsynets indtryk, at foreningernes aftaler om betaling af formidlingsprovision ikke indeholder elementer, der skal sikre kvaliteten og kvantiteten af den rådgivning, der ydes til investorerne.

Foreningerne stiller tilsyneladende ikke kvalitative krav på investorernes vegne i denne henseende, trods det faktum at den samlede formidlingsprovision, som investorerne betaler, nu udgør 3 mia. kr.

For alle foreninger gælder, at der i deres aftaler om formidlingsprovision ikke fremgår et kvalitativt mål, f.eks. om hvor mange timer distributørerne skal rådgive foreningernes investorer. Flere foreninger har oplyst, at det er en branchekutyme, at omfanget af rådgivningen ikke defineres nærmere i distributions- og rådgivningsaftalerne.

I forbindelse med undersøgelsen er der ikke fremkommet best practice på dette område. Ingen af de undersøgte foreninger har givet udtryk for, at de forholder sig nærmere til formidlingsprovisionen. Det er på denne baggrund Finanstilsynets indtryk, at branchen generelt ikke forholder sig kritisk til de enkelte elementer af formidlingsprovisionen, herunder omfanget af rådgivningen.

På spørgsmålet om hvordan bestyrelsen følger op på, at foreningen får, hvad den betaler for i relation til formidlingsprovisionen, angives det generelt i besvarelsenerne, at foreningerne på hvert bestyrelsesmøde følger løbende op på udviklingen i emissioner og indløsninger samt på markedsføringstiltag. Derudover tegner der sig et generelt billede af, at opfølgningen primært sker via et årligt møde med de ansvarlige for distribution og kunderådgivning.

Flere foreninger angiver, at de udelukkende følger op på kvaliteten af rådgivningen via salgsindsatsen. Det er imidlertid Finanstilsynets opfattelse, at opfyldelsen af salgsmål ikke kan anvendes som en brugbar indikator ved vurderingen af kvaliteten af rådgivningen til investorerne.

Finanstilsynet har en forventning om, at der fremadrettet kommer øget fokus på de enkelte elementer, der er indeholdt i formidlingsprovisionen herunder ikke mindst, om disse modsvare investorernes behov. Med en samlet omkostning på 3 mia. kr. bør foreningerne have et klart incitament til at forholde sig til, om de ydelser, som er indeholdt i formidlingsprovisionen, står mål med omkostningerne. Således er det tilsynets forventning, at foreningerne i

fremtiden i højere grad vil foretage en kritisk stillingtagen til kvaliteten af formidlingsprovisi-
onen.

5. Initiativer til forbedring af afkast

Bestyrelserne i de udvalgte investeringsforeninger blev også bedt om at forholde sig til, hvilke initiativer, der indenfor de seneste 3 år har været iværksat med det formål at sikre et højt afkast.

Det fremgår tydeligt af besvarelsene, at forbedring af foreningernes afkast har stor bevågenhed i alle foreninger, der indgår i undersøgelsen. Afkastet i de enkelte afdelinger er uden tvivl det største fokuspunkt for bestyrelserne.

5.1 Udvælgelse af rådgivere samt opfølgning på rådgivernes performance

De adspurgte foreninger blev anmodet om at redegøre for foreningernes udvælgelse af rådgivere. I forlængelse heraf blev der i spørgeskemaet spurgt ind til, hvorledes bestyrelserne følger op på rådgivernes performance. Endelig blev foreningerne bedt om at angive, hvorledes bestyrelsen arbejder med mål for performance set i relation til konkurrenterne.

5.1.1 Udvælgelse af porteføljerådgivere

Udvælgelse af porteføljerådgivere er en helt grundlæggende del i en forenings valg af forretningsmodel. Nogle bestyrelser har valgt, at foreningen udelukkende skal rådgives af det pengeinstitut, som markedsfører foreningen. Andre har valgt, at det udelukkende skal være et bestemt fondsmæglerselskab, der skal være rådgiver. Endelig er der bestyrelser, som er mere åbne overfor at vælge og i øvrigt udskifte rådgivere, og man ser derfor indenfor denne forretningsmodel, at afdelingerne har forskellige rådgivere.

Valget af rådgiver kan i nogle tilfælde hænge sammen med valget af distributør. Nogle distributører forudsætter nemlig, at bestyrelsen vælger dem som porteføljerådgiver for foreningen. Hvis bestyrelsen vælger en anden rådgiver, mister foreningen sin distributør.

Flere foreninger har i deres besvarelse angivet, at de har en fast procedure for udvælgelse af rådgivere, og at proceduren sikrer foreningerne de bedste rådgivere på de forskellige investeringsområder.

En forening har i det indsendte materiale givet en særdeles detaljeret beskrivelse af, hvilke udvælgelsesprocedurer, der danner basis for valget af rådgiver. Foreningen har fremlagt en klar og veldokumenteret proces, som foreningen følger, hver gang der skal foretages valg af ny rådgiver. Pågældende bestyrelse bemærker i øvrigt, at foreningen ved at følge den nævnte procedure, har løftet afkastet til investorerne væsentligt i de senere år.

I korte træk kan processen beskrives som følger. Der laves udbudsmateriale, findes relevante kandidater i markedet som opfordres til at give tilbud, hvorefter der udarbejdes en liste med de mest egnede kandidater. De bedste kandidater besøges, og herefter udarbejdes der en indstilling til bestyrelsen, som på denne baggrund træffer beslutning om valg af rådgiver.

I de tilfælde, hvor foreningerne vælger en rådgiver fra samarbejdspartnere med navnesammenfald, er det Finanstilsynets indtryk, at der ikke altid er samme kritiske tilgang til rådgiveren, og at man ikke altid følger en fast procedure, der har til formål at sikre, at foreningen får den mest ideelle rådgiver.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at bestyrelserne bør have en kritisk tilgang til valget af porteføljerådgivere, fordi valget heraf er helt centralt i forhold til varetagelse af investorernes interesser. Valget af porteføljerådgiver bør ske på baggrund af et nøje oplyst grundlag, ligesom der bør være klare kriterier for, hvilket grundlag, udvælgelsen sker på. Der bør etableres faste, veldokumenterede procedurer for valg af porteføljerådgiver, som følges – uanset om den rådgiver, der skal vurderes, er koncernforbundet med investeringsforvaltningsselskabet eller ekstern uafhængig.

Finanstilsynet forudsætter, at den af bestyrelsen valgte forretningsmodel er valgt ud fra en betragtning om, at det er i investorernes interesse. Endvidere forudsætter Finanstilsynet, at bestyrelsen kontinuerligt vurderer sin forretningsmodel og sikrer, at den er i investorernes interesse.

5.1.2 Opfølgning på rådgiverens performance

Lige så vigtigt som det er for en forening at udvælge de bedste rådgivere, er det, at bestyrelsen løbende evaluerer den performance, som rådgiveren skaber med sine investeringsråd. En løbende evaluering er nødvendig for at sikre, at foreningen også fremadrettet har de bedste rådgivere.

En gennemgang af det indsendte materiale viser, at de resultater, foreningerne har opnået, er et fast punkt på bestyrelsens dagsorden i samtlige foreninger. Typisk måler bestyrelserne performance i forhold til konkurrenterne. Endvidere ser bestyrelserne på, hvor mange Morningstar-stjerner en afdeling har, og om afdelingen har performeret bedre end benchmark efter omkostninger.

I flere foreninger er der konkrete eksempler på, at dårlig performance ikke afføder en umiddelbar reaktion. Dette kan skyldes, at man i de pågældende foreninger ser på performance over en længere tidshorisont og accepterer, at der kan være udsving på den kortere bane. Det kan imidlertid også skyldes, at bestyrelserne ikke forholder sig tilstrækkeligt kritisk til kvaliteten af den rådgivning, som foreningen får.

En forudsætning for at reagere på dårlig performance er, at bestyrelserne på forhånd har taget stilling til, hvad dårlig performance er. Eksempelvis kan der være tale om dårlig performance, såfremt afkastet er ringere end det, der opnås ved benchmark, eller hvis afkastet ligger under et absolut afkastmål.

Flere af bestyrelserne for de undersøgte afdelinger har indført en ordning med et "trafiklys" for afdelingernes performance, hvor afdelinger, der performer tilfredsstillende, markeres med grøn, afdelinger der performer mindre tilfredsstillende, markeres med gul, og afdelinger, der ikke performer tilfredsstillende, markeres med rød. Afdelinger, der markeres med rød, optages som et fast dagsordenspunkt på bestyrelsens møder, hvorefter bestyrelsen

træffer beslutning om, hvad der skal ske med afdelingerne. Ordningen sikrer, at der bliver taget hånd om afdelinger, der performer dårligt.

Gennemgående er bestyrelsernes procedurer i forbindelse med dårlig performance alene forankret i praksis. Typisk består proceduren i, at bestyrelsens dialog med rådgiveren intensiveres med henblik på at følge den utilfredsstillende performance nærmere. Såfremt den dårlige performance fortsætter, træffes typisk beslutning om omlægning af investeringspolitikken, udskiftning af rådgiver, fusion eller andet ophør. For nogle få bestyrelser har omdannelse af aktive afdelinger til passive afdelinger også været en reaktion på dårlig performance.

Det er Finanstilsynets vurdering, at bestyrelserne i højere grad kan sikre, at der handles i investorernes interesser, hvis bestyrelserne udarbejder en politik, der beskriver de reaktionsmuligheder, bestyrelsen har, når en afdeling performer dårligt.

En af de reaktionsmuligheder, som bestyrelsen bør angive, for så vidt angår aktive afdelinger, der performer dårligt, er at lade sådanne afdelinger overgå til at være passive afdelinger. I nogle situationer kan dette være et godt alternativ til at afvikle en aktiv afdeling, der performer dårligt.

5.1.3 Mål for performance

I alle foreningerne har bestyrelserne et mål om at aktive afdelinger skal slå benchmark efter omkostninger. En aktivt forvaltet afdeling bør således som minimum have en målsætning om at opnå et afkast, der svarer til afkastet på benchmark tillagt meromkostningerne ved den aktive forvaltning. Hvis afkastmålet ikke omfatter meromkostningerne ved den aktive forvaltning, vil investorerne være bedre stillet med en passivt forvaltet afdeling, da omkostningerne forbundet med passiv forvaltning normalt er mindre end ved aktiv forvaltning.

Det er Finanstilsynets holdning, at anskuelse af performance ikke må være løsrevet fra vurdering af de omkostninger, der er forbundet med porteføljerådgivningen.

I flere af foreningerne har man endvidere opstillet mål for afkast relativt til de øvrige danske investeringsforeninger. Således har en forening eksempelvis opstillet et relativt mål om, at en bestemt andel af foreningens afdelinger ved sammenligning med konkurrenterne skal ligge i en nærmere angiven bedste del.

Det er Finanstilsynets vurdering, at konkurrencen blandt investeringsforeningerne vil blive styrket, hvis foreningerne i højere grad anvender relative mål for afkast. Udover at komme investorerne til gode, vil en øget konkurrence kunne medvirke til, at de danske investeringsforeninger styrkes yderligere på internationalt plan.

Bilag 1 – spørgeskema

Overordnede spørgsmål

Tilsynet anmoder om, at bestyrelsen besvarer følgende spørgsmål:

1	Generelt	
1.1	Hvilke konkrete initiativer har bestyrelsen taget og gennemført indenfor de sidste 3 år for at minimere omkostninger?	
1.2	Hvilke konkrete initiativer har bestyrelsen taget og gennemført indenfor de sidste 3 år for at maksimere afkast?	
1.3	Hvordan har bestyrelsen fulgt op på resultatet af sine initiativer?	
1.4	Kommer stordriftsfordele, der opstår når formuen stiger, investorerne til gode? Kan bestyrelsen konkret dokumentere dette?	
2	Rådgivningsomkostninger	
2.1	Betaler foreningen for porteføljerådgivning? Er der forskel på betalingen for forskellige afdelinger?	
2.2	Hvordan følger bestyrelsen op på, at foreningen får, hvad den betaler for?	
2.3	Hvor ofte forhandler bestyrelsen rådgivningsomkostninger?	
2.4	Er det aftalt, at genforhandling sker med et fast interval?	
2.5	<ul style="list-style-type: none">Hvis ja, hvilket interval?	
2.6	Har bestyrelsen forsøgt at komme igennem med en trappestruktur eller flat fee for rådgivningsomkostninger? Hvilke overvejelser har bestyrelsen gjort sig om hensigtsmæssigheden af den nuværende struktur?	
3	Udvælgelse af rådgivere	
3.1	Hvordan sker udvælgelsen af rådgivere?	

3.2	Har bestyrelsen overvejet rådgivere, som ikke er en del af den bank, som foreningen har navnesammenfald med?	
3.3	Har bestyrelsen overvejet den mulighed, at IFSet kan etablere intern rådgivning? (besvares kun hvis dette setup ikke er valgt)	
4	Performance	
4.1	Hvad gør bestyrelsen, når en afdeling performer dårligt? (Skifter rådgiver, nedlægger afdelingen, omlægger investeringsstrategien, andet)	
4.2	Har bestyrelsen en fast strategi for, hvordan afdelinger, der performer dårligt, skal behandles?	
4.3	Følger bestyrelsen systematisk op på underperformance?	
4.4	Hvor længe kan en porteføljemanager underperforme før bestyrelsen griber ind?	
4.5	Hvordan griber bestyrelsen ind?	
4.6	Overvejer bestyrelsen, om der er et mønster for, hvilke afdelinger den lukker?	
5.	Beholdningsprovision	
5.1	Betaler foreningen beholdningsprovision?	
5.2	<ul style="list-style-type: none"> Hvor mange rådgivningstimer (rådgivning af investorerne) betaler foreningen for i den forbindelse? 	
5.3	<ul style="list-style-type: none"> Hvilke ydelser betaler foreningen i øvrigt for i den forbindelse? 	
5.4	<ul style="list-style-type: none"> Betaler foreningen markedsføringsomkostninger for en afdeling fra tidspunktet for beslutning om afvikling af afdelingen og indtil tidspunktet, hvor afdelingen er afviklet? 	
5.5	Hvordan følger bestyrelsen op på, at foreningen får, hvad den betaler for?	
5.6	Hvor ofte forhandler bestyrelsen beholdningsprovision? (er det aftalt, at genfor-	

	handling sker med et fast interval)	
5.7	<ul style="list-style-type: none"> Hvis ja, hvilket interval? 	
5.8	Har bestyrelsen forsøgt at komme igennem med en trappestruktur eller flat fee for beholdningsprovision? Hvilke overvejelser har bestyrelsen gjort sig om hensigtsmæssigheden af den nuværende struktur?	
5.9	Er der andre distributører end hoveddistributøren? Betaler foreningen beholdningsprovision til andre end hoveddistributøren?	
5.10	<ul style="list-style-type: none"> Hvis ja, er der en forskel i satsen? 	
6	Aktieafdelinger ctr. obligationsafdelinger	
6.1	Er foreningens aktieafdelinger dyrere eller billigere i omkostninger end foreningens obligationsafdelinger?	
6.2	<ul style="list-style-type: none"> Hvis ja, hvorfor er der forskel i omkostningerne? Hvis nej, hvorfor er der ikke forskel i omkostningerne? 	
6.3	Udjævnes omkostningerne mellem de enkelte afdelinger?	
6.4	<ul style="list-style-type: none"> Hvis ja, hvorfor? I hvilket omfang? 	
7	Handelsomkostninger og depotomkostninger	
7.1	Hvordan fastsættes kurtagesatserne, og er der forskel mellem de enkelte afdelinger?	
7.2	Hvordan har bestyrelsen sikret sig, at foreningen betaler det samme i handelskurtage og depotomkostninger hos deres samarbejdspartnere som andre institutionelle investorer med samme forretningsomfang (formue og handelsvolumen)?	
8	Mål for omkostninger og performance	
8.1	Har bestyrelsen mål for omkostninger og performance set relativt i forhold til kon-	

	kurrenterne?	
8.2	Har bestyrelsen samlet op på tilsynets konklusion (i tilsynets rapport fra april 2012 om Strategi, omkostningsminimering og oplysninger om provisioner) om, at bestyrelsen bør sammenligne afkastet i foreningens aktive porteføljer med afkastet på en passiv strategi?	

Afdelingsspecifikke spørgsmål

Endvidere anmoder tilsynet om, at bestyrelsen besvarer følgende spørgsmål for hver af følgende 5 afdelinger:

- a. Afdeling Globale Virksomhedsobligationer
- b. Afdeling Danske Korte Obligationer
- c. Afdeling Danmark
- d. Afdeling Latinamerika
- e. Afdeling Global StockPicking

Foreningens navn og FT nr.						
Afdelingens navn og FT afd. nr.						
		2008	2009	2010	2011	2012
A	Rådgivningshonorar ³ (i pct. af formuen)					
B	Rådgivningshonorar fordelt ⁴ (i pct. af formuen)					
C	Rådgivningshonorar fordelt (i pct. af formuen)					
D	Beholdningsprovision/ markedsføringsprovision (i pct. af formuen)					
	Kurtagesats(er)					
	Depotomkostninger, herunder transaktions- og opbevaringsomkostninger					
E	Totale adm. omk. (i pct. af formuen)					
F	Afkast ⁵					

³ Det akkumulerede rådgivningshonorar. Har en afdeling omkostninger til rådgivning til flere forskellige rådgivere skal disse omkostninger akkumuleres.

⁴ Hvis en afdeling modtager rådgivning fra mere end én rådgiver, skal rådgivningshonoraret opgøres per rådgiver (B+C=A). Dette gælder uanset om afdelingen modtager rådgivningen direkte fra flere rådgivere eller afdelingen modtager rådgivning fra en hovedrådgiver, der har en underrådgiver.

	(i pct. af formuen)					
G	Formue pr. 31/12 (dkk)					

H	Hvem har foreningen indgået rådgivningsaftale med? Hvem har indgået aftalen?	
I	Hvem har foreningen indgået underrådgivningsaftale med? ⁶ Hvem har indgået aftalen?	
J	Hvem har foreningen indgået markedsføringsaftaler med? Hvem har indgået aftalerne?	
K	Hvem har foreningen indgået undermarkedsføringsaftaler med? Hvem har indgået aftalerne?	
L	Er de aftalte rådgivnings- eller distributionsatser (pct.) afhængige af formuens størrelse? Hvis ja, hvilke satser (rådgivning/distribution) gælder det for? Hvis ja, beskriv strukturen:	
M	Er der aftalt en flat fee rate for enten rådgivnings- eller distributionsomkostninger? Hvis ja, for hvilke? Hvis ja, hvor stor er flat fee raten (dkk):	

⁵ Ved opgørelse af afkast forudsættes udbyttet geninvesteret.

⁶ Underrådgiveren kan enten have aftale direkte med foreningen eller med dennes hovedrådgiver. I begge tilfælde ønskes det oplyst, hvem underrådgiveren er.

--	--	--