

MiFID II og investeringsforeningers betaling af formidlingsprovision

Rapport fra arbejdsgruppen om honorarmodeller

December 2015

Indholdsfortegnelse

FIGUROVERSIGT	7
BOKSOVERSIGT	8
1 SAMMENFATNING	9
1.1 Introduktion	9
1.2 Investeringsforeninger og provisioner i Danmark	9
1.3 Investorernes investeringer og investeringsrådgivning i dag	11
1.3.1 Samarbejdspartnere og interessekonflikter	12
1.3.2 Pengeinstitutternes investeringsanbefalinger	13
1.4 Investeringsforeningernes performance	14
1.5 EU-regler for honorarmodeller	14
1.5.1 Honorarbetaling og governance-krav	15
1.6 EU-regler om omkostningsoplysninger	16
1.7 Alternative honorarmodeller	16
1.7.1 Fordele og ulemper ved MiFID II-modellen	18
1.7.2 Fordele og ulemper ved MiFID II plus-modellen	18
1.7.3 Fordele og ulemper ved totalforbudsmodellen	19
1.7.4 Interesseorganisationernes positioner	21
2 DETAILINVESTORERS OPSPARING I INVESTERINGSFORENINGER	23
2.1 Investeringsforeningernes formue - fordelt på investortype	23
2.2 Private investorers opsparing	24
2.3 Opsparing i investeringsforeningsbeviser fordelt på afdelingstyper	26
2.3.1 Aktieafdelinger, obligationsafdelinger og blandede afdelinger	26
2.3.2 Aktivt og passivt forvaltede afdelinger	27
3 INVESTERINGSFORENINGERNE OG DERES ORGANISATORISKE STRUKTUR	29
3.1 Investeringsforeninger og distributører på markedet	29
3.2 Struktur og organisering i de enkelte foreninger	31

3.3	Ledelse af investeringsforeninger og investeringsforvaltningsselskaber	32
3.3.1	Regulering af investeringsforeningerne	32
3.3.2	Regulering af investeringsforvaltningsselskaber	34
3.3.3	Habilitetskrav og krav til sammensætningen af bestyrelser	34
4	OMKOSTNINGER OG PROVISIONER VED AT INVESTERE I INVESTERINGSFORENINGER	36
4.1	Hvad dækker årlig omkostning i procent (ÅOP) over	36
4.2	Administrationsomkostninger og provisionsbetalinger	39
4.2.1	Investeringsforeningernes administrationsomkostninger	40
4.2.2	Delkomponenterne i administrationsomkostningerne	41
4.2.3	Formidlingsprovision og tegningsprovision	44
4.3	Omkostninger og provisioner fordelt på afdelingstyper	50
4.3.1	ÅOP i praksis - størrelsen på ÅOP for danske investeringsforeninger	50
4.3.2	Formidlingsprovision og tegningsprovision – i praksis	51
4.4	Øvrige eventuelle serviceomkostninger som ikke er indregnet i ÅOP	52
4.4.1	Engangsgebyrer	52
5	PERFORMANCE OG AFKAST I INVESTERINGSFORENINGER	55
5.1	Indledning	55
5.2	Danske foreningers performance	56
5.2.1	Foreningernes performance set i forhold til benchmark	56
5.2.2	Performanceforskelle, sammenhænge og forklaringer	58
5.3	Performance hos udenlandske porteføljeforvaltere	59
5.4	Betydningen af omkostninger og provisioner for investors afkast	61
6	INVESTORADFÆRD I TEORI OG PRAKSIS	64
6.1	Danskernes investeringer og finansielle viden	64
6.2	Teori om investoradfærd	66
6.3	Investoradfærd og reguleringsmæssige tiltag	68
7	INVESTERINGSSERVICES OG INVESTERINGSRÅDGIVNING I DANMARK	70
7.1	Forbrugerbeskyttende regler – investering med/uden rådgivning	71
7.1.1	Regler om vurdering af investeringernes egnethed og hensigtsmæssighed	71
7.1.2	Krav til pengeinstitutterne i øvrigt	72

7.2	Investeringservices i pengeinstitutterne	73
7.2.1	Omfanget af forskellige investeringservices	75
7.2.2	Execution only-ydelser i praksis	78
7.2.3	Investeringsrådgivning, som munder ud i et konkret porteføljeforslag	79
7.2.4	Investeringsanbefalinger i praksis	80
7.2.5	Omkostninger ved investeringsforeningsafdelingerne i den anbefalede portefølje	82
7.2.6	Porteføljeplejeordninger	84
7.2.7	Den gængse porteføljepleje	84
7.2.8	Porteføljepleje via puljer	87
7.2.9	Omkostninger ved puljeordninger	87
8	NUVÆRENDE OMKOSTNINGSOPLYSNINGSKRAV	89
8.1	Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen	89
8.2	Central Investorinformation	90
8.3	Brancheaftale fra 2007 om oplysning om ÅOP	91
8.4	Brancheaftale fra 2012 om øget tilgængelighed af ÅOP-tallet og formidlingsprovision	92
8.4.1	Krav til årlig gebyroversigt eller depotoversigt	93
8.4.2	Krav til investeringsrådgivning	93
8.4.3	Krav til oplysninger i netbanken/på elektronisk handelsplatform	94
9	KONKURRENCEMÆSSIGE ASPEKTER	95
9.1	Konkurrencemæssige vilkår på markedet for salg af investeringsforeningsbeviser	95
9.2	Skattemæssige aspekter	99
10	BESKRIVELSE AF FORSKELLIGE UDENLANDSKE HONORARMODELLER	102
10.1	Indledning	102
10.2	Honorarmodellen i England	103
10.2.1	Baggrund for RDR	103
10.2.2	Nærmere vedrørende aflønning af rådgiverne	104
10.2.3	Vurdering af effekterne af RDR	106
10.2.4	Ny undersøgelse af rådgivningen til detailinvestorer	109
10.3	Honorarmodellen i Holland	109
10.3.1	Undersøgelse af hollandske pengeinstitutters udbud af investeringsrådgivning og prissætning	111
10.4	Det svenske forslag om forbud mod formidlingsprovision i en række tilfælde	112
11	MIFID II-DIREKTIVET: REGULERING AF HONORARBETALINGER, GOVERNANCE-KRAV OG OMKOSTNINGSOPLYSNINGER	117

11.1	Indledning	117
11.1.1	Regulering af tredjepartsbetalinger i forbindelse med ydelse af investeringsservice og tilhørende ydelser	119
11.1.2	Regulering af produktudvikling, produkthåndtering og distributionsstrategier	120
11.1.3	Regulering af omkostnings- og provisionsoplysninger	121
11.2	Regulering af provisionsbetalinger under MiFID II	121
11.2.1	Incitamentsskabende tredjepartsbetalinger betinges af mere "kvalitetsforbedrende service"	121
11.2.2	Forbud ved porteføljepleje og uafhængig rådgivning mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger	123
11.2.3	Krav om oplysning om ikke-uafhængig rådgivning	124
11.3	Indførelse af nye governance-krav	124
11.3.1	MiFID II-direktivets krav til produktudviklere	125
11.3.2	MiFID II-direktivets governance-krav til distributører	126
11.4	Regulering af omkostnings- og provisionsoplysninger under MiFID II	126
11.4.1	Oplysninger om produktets omkostninger	127
11.4.2	Oplysninger om omkostninger for den tilknyttede service	128
11.4.3	Sammenfatning	128
12	BESKRIVELSE OG VURDERING AF ALTERNATIVE HONORARMODELLER	130
12.1	Indledning	130
12.2	Modeloversigt	131
12.3	Sammenfatning af modellernes væsentligste konsekvenser	135
12.3.1	Fordele og ulemper ved MiFID II-modellen	138
12.3.2	Fordele og ulemper ved MiFID II plus-modellen	140
12.3.3	Fordele og ulemper ved et engangsprovisionsforbud	141
12.3.4	Fordele og ulemper ved et execution only-provisionsforbud	141
12.3.5	Fordele og ulemper ved et totalforbud	142
13	OPLYSNINGER OM OMKOSTNINGER	145
13.1	Indledning	145
13.2	Vurdering af de gældende danske krav i forhold til MiFID II-kravene	146
13.2.1	Samlet vurdering og indstilling	147
14	BILAG	149
14.1	Kommissorium for arbejdsgruppen	149
14.2	Oversigt over deltagere i arbejdsgruppen om honorarmodeller	152
14.3	Beregningsforudsætninger for afsnit 4.2.3	153

14.4	Beløb til rådighed for rådgivning – alternative beregningsmetoder	154
14.5	Metode for undersøgelse af ÅOP, formidlings- og tegningsprovision fordelt på afdelingstyper	157
14.6	Reguleringen af finansielle rådgivere og investeringsrådgivere	161
14.7	Skematisk oversigt over oplysninger indhentet om hollandske pengeinstitutters rådgivningstilbud	162
14.8	Metode for undersøgelse af IT-rådgivningsværktøjets investeringsanbefalinger:	163
14.8.1	Metode for informationsindsamling	163
14.8.2	Metode for informationsbehandling	164
14.9	Provisionsforbud for forsikringsmæglere	166
14.9.1	Provisionsforbuddet	166
14.9.2	Undtagelse til provisionsforbuddet	166
14.9.3	Aflønning af mægleren	166
14.10	Puljeordninger og MiFID II- direktivets regler om provision	167
14.10.1	Puljeordninger	167
14.10.2	Puljer set i forhold til MiFID-direktivet	167
14.10.3	Puljer set i forhold til porteføljepleje	167
14.10.4	Puljer set som et finansielt instrument	167
14.10.5	Konklusion	168
15	LITTERATURLISTE	169

Figuroversigt

Figur 2.a Udviklingen i danske investeringsforeningers formue i mia. kr., 1999-2014.....	24
Figur 2.b Detailinvestorenes finansielle aktiver	25
Figur 2.c Danske detailinvestorerens opsparing i forskellige værdipapirtyper*	26
Figur 2.d Fordelingen af detailinvestorenes investeringer i investeringsforeninger, 1999-2014	27
Figur 3.a De ti største investeringsforeningsgrupper.....	30
Figur 4.a Investeringsforeningernes formue og omkostningsprocent, 2001-2014	40
Figur 4.b.1 Delkomponenter i administrationsomkostninger*	41
Figur 4.c Formidlingsprovision og samlede administrationsomkostninger	45
Figur 4.d Samlet betydning af provisioner afhængig af investors formue og rådgivningshyppighed	48
Figur 4.e ÅOP-satser fordelt på afdelingstype, pr. 31. december 2014	50
Figur 4.f Formidlings- og tegningsprovision fordelt på afdelingstype, pr. april 2015	51
Figur 6.a Investortyper i Danmark.....	66
Figur 7.a Omfanget af porteføljeplejeordninger blandt detailkunder	75
Figur 7.b Oversigt over danske detailkunders beholdning af danske investeringsforeningsbeviser	76
Figur 7.c Omfanget af handler med investeringsforeningsbeviser	77
Figur 7.d Omkostnings- og provisionssatser for de anbefalede porteføljer til en detailinvestor, der ønsker at investere 100.000 kr. i frie midler, pr. 30. sep. 2014	83
Figur 14.a Samlet betydning af provisioner afhængig af investors formue og rådgivningshyppighed*	155
Figur 14.b Samlet betydning af provisioner afhængig af investors formue og rådgivningshyppighed*	156

Boksoversigt

Boks 2.a Beskrivelse af forskellen på hhv. aktivt og passivt forvaltede afdelinger	28
Boks 3.a Investeringsforeningernes distributionskanaler	30
Boks 3.b Porteføljeformidlere for danske investeringsforeningsafdelinger	31
Boks 3.c 10 "best practice" initiativer	33
Boks 4.a Omkostningskomponenter i ÅOP	38
Boks 4.b Øvrige eventuelle gebyrbetalinger, som ikke er indregnet i ÅOP	39
Boks 4.c Stordriftsfordele og formidlingsprovisioner	46
Boks 4.d Investors kurtageomkostninger til pengeinstituttet	53
Boks 5.a Udenlandske porteføljeformidlers performance	60
Boks 5.b Betydningen af omkostningsforskelle for investors opsparing over tid	61
Boks 5.c Den økonomiske betydning af formidlingsprovisioner	62
Boks 5.d Økonomiske betydning af interessekonflikter for pensionsopsparing i USA	63
Boks 6.a Portræt af investorer i danske investeringsforeninger	64
Boks 6.b Undersøgelser af befolkningens viden om investeringer	65
Boks 6.c Eksempler på faktorer, som medfører irrationel investoradfærd	67
Boks 6.d Eksempler på irrationel investoradfærds konsekvenser for gør det selv-investorenes afkast	68
Boks 6.e Eksempler på undersøgelser om omkostningsoplysningers betydning	69
Boks 7.a Pengeinstitutternes palette af investeringsservices til detailinvestorer	74
Boks 7.b Investeringsrådgivning med konkret porteføljeforslag	80
Boks 7.c IT-rådgivningsværktøjers investeringsanbefalinger hos 11 pengeinstitutter	81
Boks 7.d To former for porteføljeplejeordninger	84
Boks 7.e Eksempel på årligt fast honorar med trappestruktur	86
Boks 7.f Eksempel på årligt resultatbetinget honorar uden trappestruktur	86
Boks 8.a Eksempel på CI-dokumentets omkostningsoplysninger	90
Boks 8.b ÅOP set i forhold til CI-omkostningsprocenten	92
Boks 9.a Årsag til valg af investeringsforening	97
Boks 9.b Faktaboks om ETF'er	100
Boks 11.a Hovedlinjer i relevante ændringer som følge af MiFID II	119
Boks 11.b Omkostningsoplysninger til kunder efter MiFID II-direktivet	129
Boks 12.a Honorarmodeller	132
Boks 12.b Fordele og ulemper ved forskellige honorarmodeller	136
Boks 14.a Forudsætninger for Figur 4.d i afsnit 4.2.3	153
Boks 14.b ÅOP opgjort på investeringskategori	158
Boks 14.c Formidlings- og tegningsprovision opgjort på investeringskategori	159
Boks 14.d Hollandske pengeinstitutters rådgivningstilbud og betaling herfor	162
Boks 14.e ÅOP, Formidlingsprovision og tegningsprovision	165

1 Sammenfatning

1.1 Introduktion

I EU-regi blev der primo 2014 opnået enighed om MiFID II-direktivet (Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter), der indebærer en omfattende revision af hidtil gældende regler i MiFID-direktivet om bl.a. investorbeskyttelsen ved værdipapirhandel. Gennemførelsen af MiFID II-direktivet i dansk ret vil få konsekvenser for den nuværende danske model for formidlingsprovision og for den måde, hvorpå danske investorer skal oplyses om investeringsomkostninger. For nærmere at kortlægge disse konsekvenser nedsatte daværende erhvervs- og vækstminister Henrik Sass Larsen i foråret 2014 en arbejdsgruppe, der har haft til opgave at belyse den europæiske regulering, danske og udenlandske honorarmodeller, og den danske model for oplysning om omkostninger.

På basis af denne kortlægning har det været arbejdsgruppens opgave, inden for rammerne af MiFID II-direktivet, at opstille mulige alternative danske modeller for honorering af pengeinstitutternes rådgivning og distribution af investeringsforeningsbeviser, herunder beskrive fordele og ulemper ved de forskellige modeller. I beskrivelsen af de mulige alternative modeller har arbejdsgruppen bl.a. inddraget de udenlandske erfaringer med alternative honorarmodeller, herunder deres effekter i det omfang disse er målbare. Samtidig har arbejdsgruppen haft i opdrag at se på, hvordan de udvidede europæiske krav til mere gennemsigtige omkostningsoplysninger kan supplere eller erstatte de nuværende særegne danske brancheaftalte oplysningskrav om omkostninger og provisioner.

Dansk Aktionærforening, Finansrådet, Forbrugerrådet Tænk, Investeringsfondsbranchen, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen samt Erhvervs- og Vækstministeriet har deltaget i arbejdsgruppen, som er blevet ledet og sekretariatsbetjent af Finanstilsynet. Arbejdsgruppens kommissorium kan findes i bilag 14.1.

Denne rapport sammenfatter resultaterne af arbejdsgruppens arbejde.

Arbejdsgruppen har vurderet, at det lå uden for arbejdsgruppens kommissorium og tidshorisont at foretage mere generel undersøgelse af andre mulige løsningsmodeller end begrænsning af provisionsbetalinger for at imødegå de interessekonflikter, der kan være mellem kunder og pengeinstitutter som distributører af investeringsforeningsbeviser. Arbejdsgruppen har endvidere anset det for at ligge uden for dets kommissorium – og i øvrigt ikke for værende relevant for en kortlægning af honorarmodeller - at se nærmere på, hvorvidt og hvornår andre investeringsformer end investeringsforeningsbeviser, f.eks. direkte investeringer i aktier og obligationer, kan være alternative investeringsformer for detailinvestorer. Arbejdsgruppen skal således alene bemærke, at investering i investeringsforeningsbeviser er en af flere mulige investeringsformer, der kan være relevant at overveje for den enkelte detailinvestor. Hvad der er det mest hensigtsmæssige valg, vil være afhængig af en konkret vurdering i det enkelte tilfælde.

1.2 Investeringsforeninger og provisioner i Danmark

Ultimo 2014 ejede 760.000 danskere investeringsforeningsbeviser for gennemsnitligt 524.000 kr. pr. investor. Beløbet svarer til, at danskerne i alt har opsparet for omkring 400 mia. kr. i danske investeringsforeninger. Danske investeringsforeninger udgør dermed private danskeres mest anvendte investeringsform, jf. afsnit 2.1 og 6.1. Investeringsforeninger er underlagt lovmæssige krav om spredning af risikoen. Disse lovmæssige spredningskrav er et led i investorbeskyttelsen og er med til at sikre, at investering i investeringsforeningsbeviser som udgangspunkt er mindre risikofyldt, end investering kan være i andre investeringsprodukter, der ikke på samme måde er underlagt krav om spredning af risikoen.

I Danmark betaler investeringsforeninger - ligesom i de fleste andre europæiske lande - pengeinstitutterne provision som betaling for, at de stiller investeringsrådgivning til rådighed for de investorer, som ønsker at købe investeringsforeningsbeviser, ligesom det for hovedparten af foreningerne også er en betaling for, at instituttet stiller en kanal til distribution af investeringsforeningsbeviser til rådighed. Betalingen sker bl.a. i form af en årlig løbende formidlingsprovision, der i 2014 udgjorde omkring 3 mia. kr. Dertil kommer, at investorerne i nogle tilfælde også betaler tegningsprovision på købstidspunktet.

Formidlingsprovisionsbetalingerne udgjorde i 2014 omkring 40 pct. af foreningernes administrationsomkostninger, mens de i 2012 udgjorde knap 47 pct. af foreningernes administrationsomkostninger. Foreningernes administrationsomkostninger i procent af den samlede formue har i samme periode været stigende. Betalingerne indebærer, at stort set alle investorer med investeringsforeningsbeviser årligt i gennemsnit betaler omkring 0,3 til 0,8 pct. af deres formue i formidlingsprovisionsbetalinger til pengeinstitutterne, jf. afsnit 4.2.2 og 4.3.2.

Denne struktur, hvor betalingen er fastsat som procent, indebærer, at investorer med flere investerede midler betaler større kronebeløb i provision end investorer, der har investeret færre midler. F.eks. vil en gennemsnitsinvestor med 500.000 kr., som beholder sine investeringsforeningsbeviser i syv år, over disse syv år komme til at betale i alt godt 20.000 kr. i provisionsbetaling, mens en investor med en mindre formue på eksempelvis 50.000 kr. over samme periode vil komme til at betale i alt godt 2.000 kr., jf. afsnit 4.2.2.

Provisionsbetalingerne og størrelsen heraf har i Danmark været genstand for debat gennem en årrække.

På den ene side har modstandere af provisionsbetalinger argumenteret for, at provisionsbetalingerne kan give risiko for, at pengeinstitutterne varetager egne interesser på bekostning af investorernes interesser. Og det har været fremført, at kunderne kan risikere at få anbefalet investeringsforeningsbeviser med høje provisionsbetalinger i stedet for bedre og billigere alternativer. Samtidig har modstanderne fremført, at provisionsbetalinger indebærer, at investorer betaler provision hvert år, uanset om de gør brug af muligheden for løbende rådgivning eller ej.

På den anden side har tilhængere fremført, at provisionsbetalinger sikrer, at alle investorer uanset størrelsen af deres investeringsformue har adgang til personlig rådgivning, samtidig med at det mindsker sandsynligheden for, at ikke-investeringskyndige investorer handler på egen hånd og risikerer at foretage fejlinvesteringer. Og tilhængerne har endvidere argumenteret for, at det skal være muligt at have en forretningsmodel, hvor der betales for, at pengeinstitutterne stiller et distributionsnet og rådgivning til rådighed.

I Danmark har tre investeringsforeninger, som pr. 31. december 2014 tilsammen forvaltede 55 pct. af investeringsforeningernes formue, i 2015 permanent afskaffet tegningsprovisionen (dvs. en engangsprovision, som betales på købstidspunktet). Flere foreninger har desuden fjernet eller reduceret tegningsprovisionen midlertidigt for udvalgte afdelinger¹, og to foreninger under samme investeringsforvaltningsselskab har omlagt formidlingsprovisionsbetalingerne for alle afdelinger, så den i stedet består dels af den samme pct.-sats for alle afdelinger, uanset afdelingens investeringsstrategi (og uanset om afdelingen er aktivt eller passivt forvaltet), dels af en aftalt samlet betaling for de to foreninger.

¹ De midlertidige ændringer er hovedsageligt set for danske obligationsafdelinger og er primært begrundet i det lave renteniveau.

På europæisk plan har der været en tilsvarende debat om provisionsbetalinger og mulige interessekonflikter forbundet med disse. Denne debat er mundet ud i, at provisionsbetalingerne er blevet underlagt fornyet EU-regulering med MiFID II-direktivet.

Direktivet indeholder et forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger ved uafhængig rådgivning og ved såkaldte porteføljeplejeordninger (ordninger, hvor kunden giver pengeinstituttet fuldmagt til at investere på kundens vegne).

Hos de fem største pengeinstitutter, som fungerer som hoveddistributører af investeringsforeningsbeviser, har omkring en tredjedel af de detailkunder, som har danske investeringsforeningsbeviser, investeret via porteføljeordninger. Denne tredjedel ejer knap halvdelen af den samlede formue i danske investeringsforeningsbeviser hos disse institutter, jf. afsnit 7.2.1. EU-provisionsforbuddet for porteføljeplejeordninger vil således få væsentlig effekt i Danmark.

Direktivet stiller desuden nye krav til den service, som skal ydes til kunden, hvis den finansielle virksomhed modtager provisioner; ligesom direktivet indebærer nye mere omfattende krav til kundeoplysning om omkostninger og provisioner.

Direktivet rummer mulighed for, at de enkelte EU-lande kan indføre yderligere investorbekyttelseskrav. Det kunne eksempelvis være et mere omfattende provisionsforbud, som man har set det i England og Holland.

Både England og Holland har indført et totalforbud mod provisioner - bl.a. som en konsekvens af en række tilfælde af såkaldt "misselling", hvor rådgivere pga. provisionsbetalingerne eller pga. udfordringer med kompetenceniveauet har anbefalet produkter med strukturer og omkostninger, som har betydet, at produkterne ikke har tjent investors interesser bedst. I England, hvor langt størstedelen af distributionen sker via uafhængige rådgivere og ikke via pengeinstitutterne, har man suppleret provisionsforbuddet med yderligere forbrugerbeskyttende tiltag, herunder bl.a. krav til rådgivernes uddannelse og krav til, at prissætningen på rådgivning skal være den samme for forskellige produkter, som er lige egnede til at dække investorernes behov. I Sverige har en udredningskommission, der har set på konsekvenserne af bl.a. MiFID II-direktivet i svensk ret, anbefalet, at man i Sverige udnytter muligheden i direktivet til at indføre yderligere investorbekyttelse i form af et forbud mod provisionsbetalinger, der kan påvirke kundens interesser negativt. Det anbefalede forbud er således ikke et totalforbud, jf. afsnit 10.4. Ved aflæggelse af denne rapport var der ikke taget politisk stilling til spørgsmålet i Sverige.

1.3 Investorernes investeringer og investeringsrådgivning i dag

Der er i alt 49 danske investeringsforeninger. 95 pct. af de opsparede midler er placeret i de syv største af disse.

Hovedparten af investeringsforeningerne har ét pengeinstitut som hoveddistributør, jf. afsnit 3.1. Ofte vil der være tale om et pengeinstitut, som foreningen har tætte forretningsmæssige bånd til. Pengeinstitutterne har imidlertid også i begrænset omfang distributionsaftaler med andre investeringsforeninger, og detailkunder har via deres netbank adgang til at kunne investere i alle de afdelinger fra danske investeringsforeninger, som er målrettet offentligheden – uanset om pengeinstituttet har indgået distributionsaftale med foreningen eller ej.

Langt størsteparten af de investeringsforeningsbeviser, der bliver solgt til danske detailinvestorer, bliver solgt via pengeinstitutterne. 94 procent af detailinvestorenes samlede opsparing i investeringsforeningerne er placeret i foreninger, der primært distribueres via pengeinstitutterne, mens de resterende seks pct. er placeret i foreninger, der primært baserer sig på egen distribution.

Markedet for investeringsforeningsbeviser kan ud fra en konkurrencemæssig vinkel karakteriseres som et moderat koncentreret marked, hvor omkostningernes betydning som konkurrenceparameter er beskeden, jf. afsnit 9.1, og dermed som et marked med en begrænset konkurrence.

Markedet er endvidere koncentreret om danske investeringsforeninger, hvoraf flere anvender både danske og udenlandske porteføljeforvaltere.

Det er sjældent, at danske detailinvestorer investerer frie midler i investeringsfonde med hjemsted i udlandet. En årsag hertil kan være, at danske detailinvestorer i praksis er underlagt forskellige skattevilkår, alt efter om detailinvestoren investerer frie midler i en dansk investeringsforeningsafdeling baseret på aktier eller i en udenlandsk fond tilsvarende baseret på aktier. Investeringsfonde med hjemsted i udlandet kan vælge at etablere sig i Danmark med samme skattemæssige status som danske investeringsforeninger, men har kun udvist begrænset interesse herfor. En forklaring herpå kan være, at det danske marked er begrænset og etableringsomkostningerne store. Som en følge heraf har danske selv-investorer kun adgang til et begrænset udbud af udenlandske fonde med samme skattemæssige status som danske investeringsforeninger. I den forbindelse kan nævnes, at Skatteministeriet i november 2015 har offentliggjort "Analyse af beskatningen af investeringsinstitutter og deres investorer", der bl.a. beskriver den danske beskatning af investeringer i danske investeringsforeninger og udenlandske investeringsfonde

1.3.1 Samarbejdspartnere og interessekonflikter

Danske investeringsforeninger har en række samarbejdspartnere, jf. afsnit 3.2, idet foreningerne typisk har uddelegeret den daglige ledelse og administration til et investeringsforvaltningsselskab. Og de har indgået aftaler med en porteføljeforvalter, som foretager investeringer for foreningerne; et depotselskab, som opbevarer foreningernes værdipapirer; og en eller flere distributører, som står for at distribuere og yde rådgivning om investeringsforeningernes beviser.

En investeringsforenings investeringsforvaltningsselskab, porteføljeforvalter, depotselskab og distributør vil i mange tilfælde være en aktør eller et pengeinstitut, som investeringsforeningen har tætte forretningsmæssige bånd til eller indgår i et koncernlignende forhold med.

Dette sammenfald - hvor aktører med tætte bånd varetager forskellige roller koblet med forekomsten af provisionsbetalinger - indebærer, at pengeinstitutterne i en investeringsrådgivningssituation er i en interessekonflikt, hvor de har en række økonomiske incitament, som ikke nødvendigvis peger i samme retning som hensynet til varetagelse af investorenes bedste interesse.

Bl.a. har pengeinstitutterne økonomiske incitament til at anbefale investorerne alene at investere i de investeringsforeninger og i de afdelinger, som de selv eller en nær samarbejdspartner opnår størst indtjening på via formidlingsprovisioner, tegningsprovisioner og/eller via andre ydelser, som foreningen køber fra pengeinstitutterne eller andre, der er koncernforbundne med pengeinstituttet. Dermed kan der være risiko for, at investor får anbefalet investeringsprodukter, hvor omkostningsniveauet ligger i den højere ende set i forhold til sammenlignelige investeringsprodukter.

De omtalte tiltag, hvor nogle pengeinstitutter har afskaffet eller ændret på tegningsprovisionen eller på anden måde omlagt provisionsbetalingerne, har mindsket provisionsincitamentet til at anbefale bestemte afdelinger frem for andre afdelinger, om end der stadig kan være incitamenter til at anbefale de afdelinger, som pengeinstituttet eller koncernforbundne virksomheder i øvrigt opnår størst indtjening ved på anden vis end via provisionsbetalinger.

De gældende regler på investorbeskyttelsesområdet har bl.a. til formål at begrænse disse incitamenter. Med indførelsen af reglerne fra MiFID II-direktivet i dansk lovgivning vil der ske en skærpelse af reguleringen.

1.3.2 Pengeinstitutternes investeringsanbefalinger

Pengeinstitutternes porteføljeplejeordninger og IT-rådgivningsværktøjerne, som pengeinstitutterne anvender til investeringsrådgivning, indeholder i dag især investeringsforeningsbeviser fra foreninger, som pengeinstituttet har forretningsmæssige bånd til, jf. afsnit 7.2.3 og 7.2.4, og også dele af midlerne i puljeordninger investeres i sådanne foreninger. De anbefalede investeringsforeningsbeviser vil dermed typisk være fra foreninger, som pengeinstituttet eller en koncernforbundet part er enten investeringsforvaltningsselskab, depot-selskab og/eller porteføljeforvalter for.

Flere undersøgelser viser, at pengeinstitutternes investeringsanbefalinger ved investeringsrådgivning har stor betydning for investorenes investeringsvalg. Danske investorer har en relativt ringe viden om investeringer, og en spørgeskemaundersøgelse gennemført af Gallup på vegne af Finansrådet og Investeringsfundsbranchen viser, at 87 pct. af de forespurgte investorer efterspørger og modtager investeringsrådgivning i et pengeinstitut. Dertil kommer, at langt hovedparten af investorerne har et behov for at modtage investeringsrådgivning, idet danske detailinvestorer generelt har en relativt ringe viden om investeringer, jf. afsnit 6.1.

Investorerne har en tendens til at have tillid til rådgiverens anbefalinger, som de typisk følger, jf. afsnit 6. Det kommer bl.a. til udtryk ved, at omtrent ni ud af ti af de investorer, som er tilknyttet de største fem pengeinstitutter, investerer via den forening, som pengeinstituttet har forretningsmæssige bånd til, jf. afsnit 9.1. Det kan set ud fra en konkurrencemæssig betragtning betyde, at omkostningerne ved at købe og eje investeringsforeningsbeviser bliver højere, end de ellers kunne have været.

Pengeinstitutternes IT-rådgivningsværktøjer indeholdt ultimo 2014 udelukkende afdelinger, som det enkelte institut modtager tegningsprovision fra – og for en investor med middel risiko og middel tidshorisont lå tegningsprovisionen gennemsnitligt på omkring 0,8 til 1,1 pct. (median: 1 pct.), jf. afsnit 7.2.3 og bilag 14.8. Flere foreninger har imidlertid, som tidligere anført, i løbet af 2015 - efter arbejdsgruppens 2014-kortlægning - reduceret eller helt fjernet tegningsprovisionen. Det indebærer, at det er mere udbredt i dag, at privatinvestorerne vil få anbefalet afdelinger uden tegningsprovision.

Pengeinstitutternes porteføljeplejeordninger og pengeinstitutternes IT-rådgivningsværktøjer indeholder hovedsageligt foreninger, som instituttet har indgået formidlingsprovisionsaftale med. De aktieafdelinger, som indgår i henholdsvis værktøjerne og plejeordningerne, er som hovedregel aktivt forvaltede afdelinger (jf. afsnit 7.2.3 og 7.2.4).

Formidlingsprovisionen for aktivt forvaltede aktieafdelinger ligger på tværs af det danske foreningsmarked gennemsnitligt omkring 0,3 til 0,4 procentpoint højere end provisionen for passivt forvaltede aktieafdelinger, som der kun er relativt få af i Danmark, jf. afsnit 4.3.2 og bilag 14.5. Hvorvidt det økonomisk set kan betale

sig for en investor at betale de højere omkostninger, vil afhænge af, hvor dygtig porteføljeforvalteren er til at generere merafkast.

De typiske formidlingsprovisionssatser for de investeringsanbefalinger, som pengeinstitutternes IT-rådgivningsværktøjer ultimo 2014 gav til en detailinvestor med middel risiko og middel tidshorizont (med en investerbar formue på 100.000 kr.) var på omkring 0,3 til 0,8 pct. (median: 0,6 pct.), jf. afsnit 7.2.3 og bilag 14.8.

På tværs af hele det danske foreningsmarked (når man ser på afdelinger målrettet institutionelle investorer og afdelinger målrettet detailinvestorer under ét) lå de formuevægtede formidlingsprovisionssatser i gennemsnit i april 2015 på 0,4 pct. for afdelinger med danske obligationer, på 0,5 pct. for øvrige obligationsafdelinger, på 0,5 pct. for blandede afdelinger, på omkring 0,6 til 0,8 pct. for aktivt forvaltede aktieafdelinger og på 0,3 til 0,4 pct. for passivt forvaltede aktieafdelinger, jf. afsnit 4.2.3 og bilag 14.5. Set i lyset af, at formidlingsprovisionssatserne ofte er højere for afdelinger målrettet detailinvestorer end for afdelinger målrettet institutionelle investorer, kan disse provisionssatser underestimere den gennemsnitlige sats for en afdeling målrettet en detailkunde.

1.4 **Investeringsforeningernes performance**

Arbejdsgruppen har gennemgået en række analyser, jf. afsnit 5, som bl.a. beskæftiger sig med spørgsmålet om, hvorvidt omkostningerne ved aktiv forvaltning og omkostningerne til en kompetent porteføljeforvalter står mål med det merafkast, som investor kan opnå set i forhold til afkastet ved en mindre omkostningsfuld passivt forvaltet afdeling. På baggrund af de gennemgåede analyser har det ikke været muligt for arbejdsgruppen at konkludere entydigt på, om aktiv eller passiv forvaltning generelt kan siges at være bedst til at skabe merværdi for investorerne, efter at omkostningerne er betalt.

1.5 **EU-regler for honorarmodeller**

I EU-regi blev der primo 2014 opnået enighed om en revision af det gældende MiFID-direktiv (Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter), som på europæisk niveau regulerer investorbeskyttelsen ved værdipapirhandel. MiFID II-direktivet, som skal være gennemført i dansk ret senest 3. januar 2017, har bl.a. konsekvenser for den nuværende danske model for betaling af formidlingsprovision, for distributørernes governance-procedurer og for den måde hvorpå danske investorer fremover skal oplyses om investeringsomkostninger, jf. afsnit 11.

MiFID II-direktivet styrker investorbeskyttelsen på disse områder og indeholder en mulighed for, at medlemslandene kan pålægge værdipapirhandlerne skærpede krav, hvis kravene er objektivt begrundede og står i et rimeligt forhold til at imødegå specifikke investorbeskyttelsesmæssige risici.

Direktivet skal suppleres af niveau 2-regulering. Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) afgav i december 2014 teknisk rådgivning til Kommissionen om udformningen af niveau 2-reguleringen, jf. ESMA (2014), men den endelige udformning af reguleringen kendes ikke ved aflæggelse af rapporten.

Arbejdsgruppens vurderinger er derfor foretaget på grundlag af det vedtagne MiFID II-direktiv og det grundlag for niveau 2-reguleringen, der foreligger i form af ESMA's tekniske rådgivning. Der er af den grund en række steder i rapporten taget forbehold for, at arbejdsgruppen ikke kender den endelige udformning af niveau 2-reguleringen.

1.5.1 Honorarbetaling og governance-krav

MiFID II-direktivet ændrer muligheden for, at distributører, herunder pengeinstitutter, kan modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart i forbindelse med salg af bl.a. investeringsforeningsbeviser.

For det første medfører MiFID II-direktivet, at distributører, som tilbyder *uafhængig* rådgivning, bliver omfattet af et forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart, uanset hvilke former for investeringservices distributøren yder.

For det andet medfører MiFID II-direktivet, at distributører, som yder *ikke-uafhængig* rådgivning (eksempelvis pengeinstitutter), bliver omfattet af et forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart for investeringsforeningsbeviser og øvrige finansielle instrumenter, som indgår i porteføljeplejeordninger. Porteføljeplejeordninger er ordninger, som baserer sig på en fuldmagtsaftale om, at pengeinstituttet kan foretage konkrete investeringshandlinger uden forudgående godkendelse fra investor. Pengeinstituttet modtager en særskilt betaling direkte fra kunden for sådanne aftaler.

I forbindelse med MiFID II-direktivet har man vurderet, at netop porteføljeplejeordninger er forbundet med særlige interessekonflikter, jf. afsnit 11.2.2, og provisionsforbuddet har derfor til hensigt at sikre, at distributørerne i en fuldmagtsituation ikke varetager egne interesser på bekostning af kundens interesser. Provisionsforbuddet på dette område vil få betydelige konsekvenser i Danmark, jf. afsnit 7.2.1.

For det tredje indfører MiFID II-direktivet udvidede krav til, at distributører, herunder pengeinstitutter, skal yde en kvalitetsforbedrende investeringservice, hvis de skal kunne modtage provisioner. Således vil de f.eks. blive underlagt klarere krav til dokumentation, der kan godtgøre, at betalingerne indebærer en kvalitetsforbedrende service, ligesom der fastlægges mere eksplicite kriterier for, hvad en provisionsbetaling skal opfylde for, at den kan anses for værende designet til at forbedre kvaliteten af distributørens kundeservice.

Disse krav vil bl.a. medføre, at danske pengeinstitutter ikke længere kan anvende en model, hvor den løbende formidlingsprovision er et honorar, som pengeinstituttet modtager for at stille sit distributionsnet og rådgivningsapparat *til rådighed*. Således vil de nye krav indebære, at pengeinstitutternes mulighed for at modtage og beholde provisionsbetalinger fremadrettet bliver betinget af, at institutterne aktivt tilbyder kunderne en løbende service – f.eks. i form af årlig rådgivning eller løbende vurdering af investeringernes egnethed for kunden – og at det kan dokumenteres, hvordan provisionsbetalingerne forbedrer kvaliteten.

For det fjerde kommer der med MiFID II-direktivet krav om, at produktudviklere² og distributører (pengeinstitutter) skal have hensigtsmæssige mekanismer, der sikrer, at kundernes behov er i fokus, når finansielle produkter udvikles og distribueres. I den forbindelse skal kravene bl.a. sikre, at produktudviklere og distributører ikke går på kompromis med varetagelse af kundens interesser. Og de skal have mere omfattende proceduremæssige foranstaltninger end tidligere med henblik på at sikre korrekte oplysninger om omkostninger og provisioner og korrekt håndtering af interessekonflikter.

MiFID II-direktivet medfører således i sig selv omfattende ændringer af den gældende regulering. Set ud fra et dansk perspektiv vil direktivets regulering indebære, at de papirer som i dag købes via porteføljeplejeordninger i pengeinstitutterne, vil blive omfattet af et provisionsforbud, mens de resterende investeringer vil

² Investeringsforeninger er undtaget fra disse krav, fordi de er underlagt reguleringen i UCITS-direktivet.

blive omfattet af skærpede krav til kvalitetsforbedrende service og nye krav om, at produktudviklere og distributører (pengeinstitutterne) skal have procedurer, som sikrer, at kundernes behov er i fokus.

1.6 EU-regler om omkostningsoplysninger

MiFID II-direktivet skærper kravene til indholdet og formen af de oplysninger om omkostninger og provisioner, som distributørerne skal give investorerne forud for købet (ex ante) og løbende efterfølgende (ex post). På særligt disse punkter skærpes kravene i forhold til MiFID-direktivet:

- Produktomkostninger og serviceomkostninger skal aggregeres til ét samlet omkostningstal - oplyst i både procent og kroner.
- Provisionens andel af omkostningerne skal fremgå separat.
- Omkostningernes effekt på forventet afkast skal illustreres.

De skærpede oplysningskrav styrker forbrugeroplysningen set i forhold til de gældende danske regler og brancheaftaler. Med de nye MiFID II-krav får investorerne fremadrettet mere fyldestgørende omkostnings- og provisionsoplysninger - og de bliver givet på en mere standardiseret og mere overskuelig måde. Samtidig tager de højde for, at undersøgelser viser, at investorer er mere opmærksomme på omkostninger, der oplyses i kroner end i procent.

De nye MiFID II-omkostningsoplysningskrav overlapper på flere områder de særegent danske brancheaftalte oplysningskrav om Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP), og en fastholdelse af de særegne danske krav kan derfor give risiko for dobbelt information og deraf følgende informationsoverload, ligesom forskellige beregningsmetoder kan give risiko for uoverensstemmelser om omkostningsniveauer. Det er arbejdsgruppens vurdering, at de krav til oplysninger om omkostninger, der på nuværende tidspunkt dels foreligger som vedtagne krav i MiFID II-direktivet, dels foreligger som råd fra ESMA til Kommissionen til niveau 2-reguleringen, vil indeholde krav til oplysninger, der vil være udtryk for skærpselser i forhold til de gældende danske krav til fordel for detailinvestorerne.

På grundlag af den vedtagne regulering i MiFID II-direktivet og det foreliggende forventede indhold af niveau 2-reguleringen, er det derfor arbejdsgruppens indstilling, at den danske regulering af området bør følge MiFID II-reguleringen, og at der ikke opretholdes eller udarbejdes danske særregler som supplement hertil.

Henset til at den endelige udformning af niveau 2-reglerne endnu ikke er kendt, er det samtidig arbejdsgruppens anbefaling, at der foretages en revurdering heraf, såfremt det endelige indhold af level 2-reguleringen skulle vise sig at blive væsentlig anderledes end det grundlag, der foreligger på nuværende tidspunkt.

1.7 Alternative honorarmodeller

MiFID II-direktivet medfører som nævnt oven for en række ændringer af honoreringen af pengeinstitutter og øvrige distributører af investeringsforeningsbeviser. Det er således ikke muligt at opretholde den nuværende danske honorarmodel uændret.

Arbejdsgruppen har derfor overvejet en række modeller for, hvordan der inden for rammerne af MiFID II-direktivet kan etableres en hensigtsmæssig alternativ honorarmodel i stedet for den nuværende danske honorarmodel baseret på formidlingsprovisioner, jf. afsnit 12. Overvejelserne har resulteret i tre modeller, som beskrives nærmere nedenfor. Arbejdsgruppen har overvejet en række andre modeller, men de er alle

af forskellige årsager vurderet at indebære så store uhensigtsmæssigheder, at disse ikke kan opvejes af modellernes fordele.

De tre modeller, som arbejdsgruppen herefter har vurderet nærmere, er følgende:

- 1) En MiFID II-model, hvor direktivets krav om styrket investorbekyttelse implementeres. Det indebærer forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger ved porteføljeplejeordninger og ved uafhængig rådgivning. Det indebærer tillige skærpede krav til kvalitetsforbedrende services for at kunne modtage provisionsbetalinger i de situationer, der ikke er omfattet af forbuddet, og governance-krav til distributører af investeringsforeningsbeviser. Dertil kommer de skærpede krav til oplysninger om omkostninger, jf. ovenfor.
- 2) En MiFID II plus model, hvor MiFID II-direktivets krav om styrket investorbekyttelse implementeres og suppleres med en række governance-krav til investeringsforeninger. Kravene omfatter bl.a., at foreningerne skal have passende procedurer for produktudvikling og produkthåndtering. Det er bl.a. procedurer, som skal sikre, at produkterne og deres omkostningsstrukturer passer til den konkrete målgruppes behov, kendetegn og investeringsformål.

De governance-krav, der foreslås indført for investeringsforeninger, svarer til de krav, der med gennemførelsen af MiFID II-direktivet også kommer til at gælde for udviklere af andre investeringsprodukter.

- 3) En totalforbudsmodel, hvor der indføres forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart, når en værdipapirhandler yder investeringservices om alle former for finansielle instrumenter og strukturerede produkter fra tredjepart. MiFID II-direktivets skærpede krav til oplysninger om omkostninger skal også gennemføres ved en totalforbudsmodel.

Arbejdsgruppen har vurderet de tre modellers fordele og ulemper ud fra henholdsvis detailinvestorside, investeringsforeningsside og pengeinstitutside. Som et led heri har arbejdsgruppen bl.a. set på spørgsmål vedrørende rådgivningsbetalingernes størrelse, udbuddet af rådgivning, konkurrenceforhold samt interessekonflikter mellem detailkunder og rådgiver/sælger. Vurderingen af de forskellige konsekvenser vil afhænge af en række usikre faktorer, herunder usikkerhed om de dynamiske effekter af modellerne, herunder hvordan markedsaktører og investorer vil reagere på de forskellige modeller. Ved vurderingen af modellernes dynamiske effekter på markedet er erfaringerne fra England og Holland inddraget, i det omfang disse effekter har været målbare.

Uanset hvilken model der vælges, vil der være tale om omfattende ændringer, som styrker investorbekyttelsen. Derfor anbefaler arbejdsgruppen, at man ved udgangen af 2019 igangsætter en evaluering af den fremtidige regulering af honorarbetalingen med henblik på at vurdere, i hvilket omfang reguleringen har haft de tilsigtede effekter og har levet op til formålet med lovgivningen.

Puljeordninger er en særlig dansk konstruktion, hvor pensionsmidler investeres i værdipapirer, der løbende plejes. Puljeordninger minder således om en porteføljeplejeordning, men ordningerne er ikke direkte reguleret i MiFID II-direktivet, jf. bilag 14.10. På grund af de mange lighedspunkter mellem porteføljeplejeordninger og puljeordninger, er det imidlertid formodningen, at puljeordninger ville være blevet inkluderet i MiFID II-direktivets anvendelsesområde, såfremt puljeordningerne var mere udbredte i EU generelt. Dette taler for, at puljeordningerne reguleres på samme måde, som kommer til at gælde for porteføljeplejeordninger.

Såfremt der ikke sker en tilsvarende regulering af puljeordningerne, vil der ske en skævvridning, idet det vil være tilladt for pengeinstitutterne at modtage og beholde formidlingsprovision i forbindelse med investeringsforeningsbeviser, der indgår i deres puljeordninger, mens det ikke vil være tilladt for pengeinstitutterne, hvis der er tale om beviser, der indgår i pengeinstituttets porteføljeplejeordninger. Der vil således ikke længere være level playing field på disse områder.

1.7.1 Fordele og ulemper ved MiFID II-modellen

Det kan anses som en fordel ved MiFID II-modellen, at muligheden for at bevare provisionsbetalinger kan medvirke til at minimere sandsynligheden for, at ikke-investeringskyndige investorer handler på egen hånd og udfører selv-investeringer, som ikke er til investors eget bedste. Undersøgelser viser, at detailinvestorer, der har fået rådgivning, træffer mere hensigtsmæssige valg. Modellen giver endvidere fortsat institutterne økonomisk incitament til at tilbyde investeringsrådgivning til alle kundesegmenter uanset den enkelte investors investeringsformue. Særligt for investorer med en mindre investeringsformue har dette positive fordele. Modellen kan således medvirke til at understøtte adgangen til rådgivning for de 87 pct. af investorerne, som efterspørger rådgivning, jf. Gallup (2014). Og samtidig kan man med modellen bibeholde den nuværende mulighed for, at alle kunder kan få totalrådgivning om alle privatøkonomiske emner i deres pengeinstitut uden særskilt betaling for rådgivning om investeringsforeningsbeviser.

En fordel kan endvidere være, at provisionsbetalinger giver distributørerne incitament til at have formidlingsaftaler med mere end én forening. Det kan særligt uafhængige investeringsforeninger have fordel af, idet de derved har adgang til et distributionsnetværk. Det vil dog formentlig ligesom i dag være den gældende praksis, at kunderne primært får anbefalet og primært køber investeringsforeningsbeviser fra en forening med tætte bånd til kundens eget pengeinstitut.

En ulempe ved MiFID II-modellen er, at detailinvestorer, som ikke ønsker rådgivning, betaler provision for at have adgang til en rådgivning, som de ikke efterspørger. Hvis disse investorer ikke ønsker at betale provision for investeringer i danske investeringsforeningsbeviser, er de med det nuværende produktudbud henvist til at investere i de ni afdelinger (pr. december 2014) målrettet detailinvestorer (ud af i alt 541 afdelinger), som ikke betaler provisioner, eller i en udenlandsk investeringsfond. Begge disse alternativer kan være vanskelige at identificere for detailinvestorerne, og der kan tillige være skattemæssige forskelle forbundet hermed.

Dertil kommer, at i de tilfælde hvor provisionsbetalingerne varierer fra produkt til produkt, er der et økonomisk incitament til og dermed en potentiel risiko for, at rådgivningen bliver påvirket af provisionsbetalingerne og disses størrelse. Dertil kommer, at der i alle tilfælde er et incitament til at anbefale provisionsbetalende investeringer frem for direkte køb af aktier og obligationer.

Endvidere har modellen den konsekvens, at den kan være en ulempe for investorer, der har investeret større beløb i investeringsforeningsbeviser, jf. afsnit 4.2.2. Dette har sin årsag i, at provisionsbetalinger typisk er fastsat som en procentsats af formuen, hvorfor der betales et større beløb, jo flere midler, der investeres.

1.7.2 Fordele og ulemper ved MiFID II plus-modellen

Som udgangspunkt er der samme fordele og ulemper ved en MiFID II plus-model som ved MiFID II-modellen. En MiFID II plus-model kan imidlertid have yderligere fordele og ulemper.

Ved en ren MiFID II-model vil det være pengeinstituttet som distributør, der bærer ansvaret for, at en investeringsforenings produkter er udviklet med kundehensyn for øje, mens selve produktudvikleren (investe-

ringsforeningen) ikke pålægges samme ansvar. Med MIFID II plus-modellen fastslås det, at ansvaret for at sikre kundevenlige produkter ligger både hos investeringsforeningen som produktudvikler og pengeinstituttet som distributør. MIFID II plus-modellen indebærer derfor, at der bl.a. vil blive stillet krav om, at også investeringsforeningerne i større omfang end i dag skal have foranstaltninger, der sikrer, at omkostningerne (herunder provisionsbetalingerne) afspejler behovet og investeringsformålet for målgruppen af investorer.

En MiFID II plus-model har endvidere den fordel, at der vil være det samme investorbekyttende regelsæt, hvis et investeringsprodukt udvikles i regi af et pengeinstitut, som hvis et investeringsprodukt udvikles i regi af en investeringsforening. Det giver den fordel, at der dermed skabes en ensartet investorbekyttelse, uanset hvem der udvikler et investeringsprodukt.

Endelig indebærer MiFID II plus-modellen, at det vil være Finanstilsynet, som fører tilsyn med overholdelsen af de investorbekyttende krav i forhold til den enkelte investeringsforening, og ikke distributøren (pengeinstitut), som foreningen ofte har tætte forretningsmæssige bånd til. Modellen indebærer således, at Finanstilsynet vil kunne reagere direkte over for såvel producenten som distributøren, hvis tilsynet finder, at et produkt ikke lever op til de relevante kundehensyn.

Danmark er afskåret fra at fastlægge governance-regler for udenlandske UCITS, der markedsfører egne produkter i Danmark. Derfor vil modellen have som konsekvens, at kun *danske* investeringsforeninger vil blive omfattet af governance-regler for produktudvikling, hvilket kan anses for en konkurrencemæssig ulempe, idet udenlandske UCITS-udbydere af investeringsprodukter ikke vil være omfattet af tilsvarende governance-regler. Danske pengeinstitutter vil imidlertid i de tilfælde, hvor de distribuerer udenlandske UCITS til danske kunder, være omfattet af MiFID II-direktivets governance-krav til distributører, jf. afsnit 11.3.2.

1.7.3 Fordele og ulemper ved totalforbudsmodellen

Et totalforbud vil formentlig kunne skærpe priskonkurrencen og give større incitamenter til, at pengeinstitutter i deres egenskab af at være distributører lancerer billigere og/eller mere skræddersyede investeringsløsninger.

I England er der set en stigning i udbuddet af rådgivning, der er tilpasset den enkelte investor, som en følge af provisionsforbuddet. Samtidig viser erfaringen fra England, at kunderne i højere grad "shopper" rundt mellem forskellige investeringsplatforme, hvor man kan foretage ordredførelser uden rådgivning (såkaldte execution only-platforme), hvilket skaber prispres på disse platforme, jf. afsnit 10.2. Den engelske udvikling giver dog endnu ikke mulighed for at vurdere, om provisionsforbuddet påvirker prisen på rådgivning. Det er tillige erfaringen i England, at der er sket et fald i salget af investeringsprodukter, som før indførelsen af forbuddet mod provisionsbetalinger var forbundet med en høj formidlingsprovision til rådgiveren, og samtidig er der sket en stigning i salget af investeringsprodukter, som før indførelsen af forbuddet var forbundet med en lav eller slet ingen formidlingsprovision. Hele udviklingen kan dog formentlig ikke tilskrives provisionsforbuddet, idet der samtidig er sket en stigning i udbuddet af execution only-platforme.

Et totalforbud indebærer tillige, at investorer opnår valgfrihed i forhold til, om de ønsker at betale for rådgivning eller ej. Således vil gøre det selv-investorer, som ikke ønsker rådgivning, med et totalforbud helt kunne undgå at betale provisioner, hvilket de i dag kun kan undgå ved at investere i en udenlandsk investeringsfond eller i en af de ni danske investeringsforeningsafdelinger (pr. december 2014) målrettet detailinvestorer (ud af i alt 541 afdelinger), som ikke betaler provisioner. Begge disse alternativer kan være vanskelige at identificere for en almindelig investor, og et totalforbud kan dermed have den fordel, at det kan give investorer, som ønsker at investere uden rådgivning, adgang til flere papirer, som er uden en indbygget rådgiv-

ningsbetaling. Et totalforbud vil dermed kunne medvirke til at sikre en bedre sammenhæng mellem det gør det selv-investorer betaler, og det, de får. Dette skal ses i lyset af, at en gennemsnits gør det selv-investor med 500.000 kr., som beholder sin investering i syv år, i løbet af de syv år har betalt godt 20.000 kr. i formidlingsprovision, jf. afsnit 4.2.2.

Samtidig vil et totalforbud kunne medvirke til at sikre en bedre sammenhæng mellem det de rådgivne investorer, der har investeret flest midler, betaler, og det, de får.

Ulemperne ved et totalforbud kan for det første være, at et forbud kan medføre, at pengeinstitutter og de øvrige distributører ikke har incitamenter til at udbyde personlig rådgivning til detailinvestorer, der kun har mindre beløb at investere. Der er derfor en risiko for, at disse detailinvestorer ikke kan få adgang til rådgivning, selvom de efterspørger denne. Erfaringer fra Holland viser, at den investeringsrådgivning, som tilbydes detailinvestorer med formuer under 200.000 euro, primært er rådgivning tilbudt via onlineplatforme, hvor der ikke er tale om egentlig rådgivning, men en automatiseret matchning af den pågældende detailinvestors risikoprofil med produkter, der passer til denne, jf. afsnit 10.

Desuden vil det for samtlige kundegrupper eventuelt indebære, at deres nuværende adgang til totalrådgivning om alle privatøkonomiske emner uden særskilt gebyr i deres pengeinstitut ikke længere vil være en mulighed.

Dertil kommer, at et forbud kan medføre, at nogle (måske især investorer med begrænsede midler at investere i investeringsforeningsbeviser) vil fravælge et rådgivningsforløb for i stedet at handle på egen hånd. Den svenske udredningskommission, som har anbefalet et svensk forbud, der er begrænset til provisioner, der kan påvirke kundens interesser negativt, og således ikke er et totalforbud, vurderer, at et forbud formentlig vil medføre, at flere svenskere vil fravælge rådgivning, fordi de ikke er villige til at betale direkte for rådgivning - men at det er prisen, der må betales, for at indføre et sådant forbud. Erfaringerne fra England er ikke entydige, idet den engelske tilsynsmyndighed i december 2014 offentliggjorde en evaluering af konsekvenserne af det engelske forbud, hvoraf fremgår, at man ikke entydigt kan konkludere, hvorvidt det engelske provisionsforbud har medført, at færre englændere får rådgivning. Efterfølgende har den engelske tilsynsmyndighed i august 2015 i samarbejde med det britiske finansministerium iværksat et analysearbejde, der skal afdække mulighederne for, at almindelige englændere, der ikke har store formuer at investere eller i det hele taget, kan få finansiel rådgivning, der er specifikt tilpasset den enkelte og samtidig er til at betale for denne målgruppe. Analysearbejdet skal munde ud i tiltag, der kan nedbryde evt. barrierer for sådan rådgivning, jf. afsnit 10.2.4.

Og hvis en investor handler uden at have kompetencerne til det, kan dette give potentiel risiko for investeringer, som ikke nødvendigvis er til investors fordel. Dette scenarie understøttes af undersøgelser, som viser, at investorerne i Danmark har ringe viden om investeringer, ligesom der er undersøgelser, der viser, at gør det selv-investorer i reglen end ikke evner at opnå markedsafkastet, jf. afsnit 6.2.

En ulempe kan tillige være, at et provisionsforbud kan give risiko for, at pengeinstitutter i endnu højere grad end i dag begrænser sig til udelukkende at udbyde egne investeringsprodukter eller produkter fra en investeringsforening, som pengeinstituttet har tætte forretningsmæssige bånd til. Det forringer afsætningsmulighederne for uafhængige investeringsforeninger, da pengeinstitutterne ikke fremover via provisionsbetalinger vil have incitamenter til at indgå distributionsaftaler med mere end én investeringsforening, om end kunderne primært får anbefalet og primært køber investeringsforeningsbeviser fra en forening med tætte bånd til kundens eget pengeinstitut, jf. afsnit 7 og afsnit 9.

1.7.4 Interesseorganisationernes positioner

Arbejdsgruppens deltagere repræsenterer såvel brancheorganisationer som forbrugerorganisationer. Organisationerne repræsenterer forskellige interesser og anbefaler forskellige modeller. Nedenfor er organisationernes anbefalinger og begrundelser herfor gengivet.

Finansrådet:

*"Undersøgelser viser, at danske investorer efterspørger og har behov for rådgivning, så risikoen for dyre investeringsfejl mindskes. En direktivnær implementering af MiFID II-direktivet vil efter **Finansrådets opfattelse** bedst sikre en bred adgang til rådgivning, også for små investorer.*

MiFID II-direktivet medfører fuld transparens om investorernes omkostninger og indfører nye vidtrækkende regler for pengeinstitutters adgang til at modtage provisioner, herunder forbud mod provisioner ved porteføljepleje. Finansrådet mener, at effekten af disse gennemgribende regler skal ses, før det besluttet, om der skal bygges ovenpå med danske særregler, som foreslået i model 2 (en MiFID II plus-model) og 3 (en totalforbudsmodel).

En MIFID II plus-model vil skabe ulige konkurrencevilkår for danske investeringsforeninger. Erfaringer fra udlandet viser, at et totalforbud mod provisioner rammer skævt og vanskeliggør små investorers adgang til rådgivning. Danske pengeinstitutter bruger mange ressourcer på at sikre en høj kvalitet af den rådgivning, investorerne tilbydes, bl.a. gennem medlemskab af en investeringsforening. For Finansrådet er det væsentligt, at alle investorer fortsat får adgang til kvalificeret rådgivning, der er forudsætningen for gode investeringsvalg."

Investeringsfondsbranchen:

*"Det er **Investeringsfondsbranchens** opfattelse, at Danmark – på følgende baggrund - bør gennemføre Mifid II-direktivet uden overimplementering:*

Finanskrisen viste danskerne, at der er risiko ved at investere, og at god rådgivning har stor betydning. 87 procent af de danske investorer med investeringsforeningsbeviser ønsker rådgivning, og af dem har 7 ud af 10 fået det via deres bank i de seneste tre år. I dag er det mest almindeligt, at investeringsforeningerne betaler provision for at sikre, at alle kunder har adgang til personlig rådgivning, som omfatter hele deres økonomi. Alternativt skal kunderne selv betale deres rådgiver.

Holland forbød provisionsmodellen i 2014, og i dag kan de hollandske bankkunder generelt kun få personlig rådgivning, hvis de har en opsparing på mere end 1,5 mio. kr. Andre kunder må betjene sig selv på internettet med løsninger, der ikke tager højde for deres øvrige økonomi. Flere end 655.000 danskere har en opsparing i investeringsforeningsbeviser under denne grænse, og ca. 50 procent af alle investorer er over 60 år. Hvis Danmark kopierer det hollandske totalforbud, risikerer 655.000 danskere at miste den adgang til personlig rådgivning, som de har i dag. Investering er svært, og derfor skal der være rådgivning for alle – ikke kun de velhavende. MiFID II-direktivet øger kravene til investeringsrådgivningen betydeligt."

Dansk Aktionærforening:

"Det er **Dansk Aktionærforenings** opfattelse, at investeringsforeninger er en god investeringsmåde for mange forbrugere, men der er for mange skjulte omkostninger uden en klar sammenhæng for den enkelte mellem ydelserne og omkostningen.

Dansk Aktionærforening ønsker samme regler for:

- uafhængig rådgivning
- ikke-uafhængig rådgivning, når der er en aftale om porteføljepleje
- ikke-uafhængig rådgivning i forbindelse med puljeordninger
- ikke-uafhængig rådgivning, når der hverken er en aftale om porteføljepleje eller puljeordninger

Dansk Aktionærforening støtter derfor totalforbudsmodellen, hvor et pengeinstitut eller en anden rådgiver ikke må modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart.

Governance-reglerne for produktudviklere, der allerede i dag burde være god skik i investeringsforeninger, bør efter Dansk Aktionærforenings opfattelse indføres for investeringsforeninger samtidig med indførelsen af et provisionsforbud.

Modellen medfører, at al betaling for rådgivning skal faktureres særskilt, og det vil betyde, at forbrugere, der ikke ønsker rådgivning, heller ikke skal betale for rådgivning. Samtidig vil modellen give mere ens konkurrenceforhold mellem uafhængige rådgivere og rådgivere i banker, og modellen vil antagelig føre til udvikling af nye rådgivningsmåder og nye selvbetjeningsformer med eller uden rådgivningslignende funktioner.

Forbrugerrådet Tænk:

"Det er **Forbrugerrådet Tænks** opfattelse, at formidlingsprovisioner skævvrider rådgivningen og sætter priskonkurrencen ud af kraft. Det giver alt for høje omkostninger i investeringsforeningerne og for lav pensionsopsparing til forbrugerne.

Indførelsen af brugerbetaling med et provisionsforbud vil reducere omkostningerne og forbedre rådgivningen. Forbrugere, der ikke benytter rådgivning, vil ikke længere skulle betale for den, og forbrugere, der sjældent benytter rådgivning, vil ikke længere skulle betale årligt.

Forbrugere med behov for hyppig rådgivning, vil for de flestes vedkommende kunne købe den til en lavere pris. Et krav om honorar vil skærpe konkurrencen mellem banker og uvildige rådgivere og gøre bankerne mindre afhængige af investeringsforeningerne. Dermed øges bankernes incitament til at anbefale billige investeringer frem for udelukkende at benytte samarbejdspartnere, der betaler høj provision.

Endvidere vil forbrugerne ikke længere være bundet til at købe rådgivning i den bank, hvor deres investeringsforeningsbeviser opbevares, men få frit valg til at købe en "second opinion" hos en konkurrent."

2 Detailinvestorers opsparing i investeringsforeninger

Investeringsforeninger har fået en stadig større betydning, idet detailinvestorernes opsparing inden for de seneste 15 år er steget fra 117 mia. kr. til 401 mia. kr. og i dag udgør danskernes mest anvendte investeringsform.

Der er sket en forskydning inden for de seneste 15 år i de afdelinger, som detailinvestorerne investerer i, primært fra danske afdelinger over i udenlandske afdelinger. 395 mia. kr. (ud af i alt 401 mia. kr.) af detailinvestorernes formue er placeret i aktivt forvaltede afdelinger. 96 pct. af detailinvestorernes samlede formue opsparet i aktieafdelinger er placeret i aktivt forvaltede afdelinger.

Tanken bag investeringsforeninger er at tilbyde investorer med fælles interesser, at de kan investere deres opsparing inden for en fælles investeringspolitik, og at give investorerne adgang til nogle markeder og sektorer, som de ellers de facto ville være afskåret fra. De forhold, der typisk fremføres som fordele ved at investere gennem investeringsforeninger er, at det er nemt, at det giver mulighed for at sprede risici, og at den enkelte investor har mulighed for at opnå stordriftsfordele i forhold til, hvis den samme investor investerede direkte i værdipapirer.

2.1 Investeringsforeningernes formue - fordelt på investortype

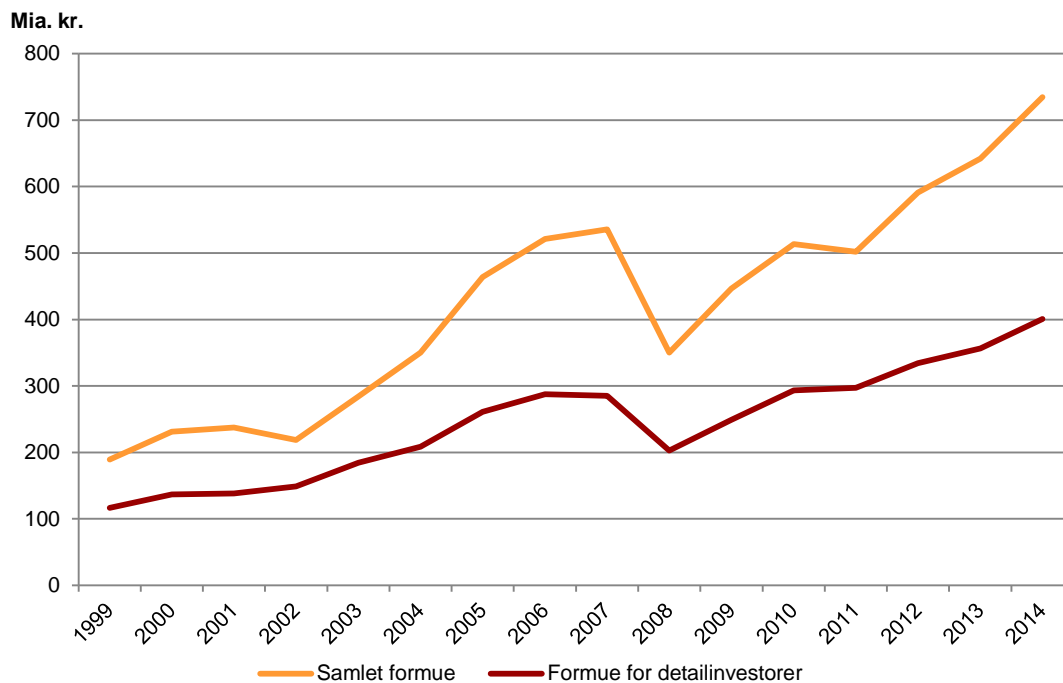
I de seneste 15 år er den samlede formue, som danske investeringsforeninger har under forvaltning, mere end tredoblet og udgjorde 735 mia. kr. ved udgangen af 2014, hvoraf detailinvestorer³ har investeret 401 mia. kr. jf. Figur 2.a nedenfor.

De resterende 334 mia. kr. tilhører institutionelle investorer. De 401 mia. kr. svarer til 57 pct. af den samlede formue i danske investeringsforeninger. Hertil kommer, at detailinvestorerne har indirekte ejerskab af danske investeringsforeningsbeviser via f.eks. puljeordninger i pengeinstitutterne og via pensionsordninger i pensionskasser og livsforsikringselskaber.

Figur 2.a nedenfor illustrerer udviklingen i henholdsvis den samlede formue i danske investeringsforeningsbeviser og detailinvestorernes direkte opsparing i investeringsforeningsbeviser fra 1999 til og med udgangen af 2014.

³ Begrebet detailinvestorer anvendes i dette afsnit (Afsnit 2.1) og i det følgende afsnit (Afsnit 2.2) som en samlet betegnelse for "husholdninger" defineret som privatpersoner (pensionister og lønmodtagere), personligt ejede virksomheder og non-profit institutioner rettet mod husholdninger.

Figur 2.a Udviklingen i danske investeringsforeningers formue i mia. kr., 1999-2014



Kilde: Nationalbanken

Note: Baserer sig på formuetal for investeringsforeningerne opgjort ultimo året i de respektive årstal.

Note: Formuen for detailinvestorer viser den andel af investeringsforeningernes formue, som ejes direkte af "husholdninger mv.", dvs. privatpersoner (pensionister og lønmodtagere), personligt ejede virksomheder og non-profitinstitutioner rettet mod husholdninger.

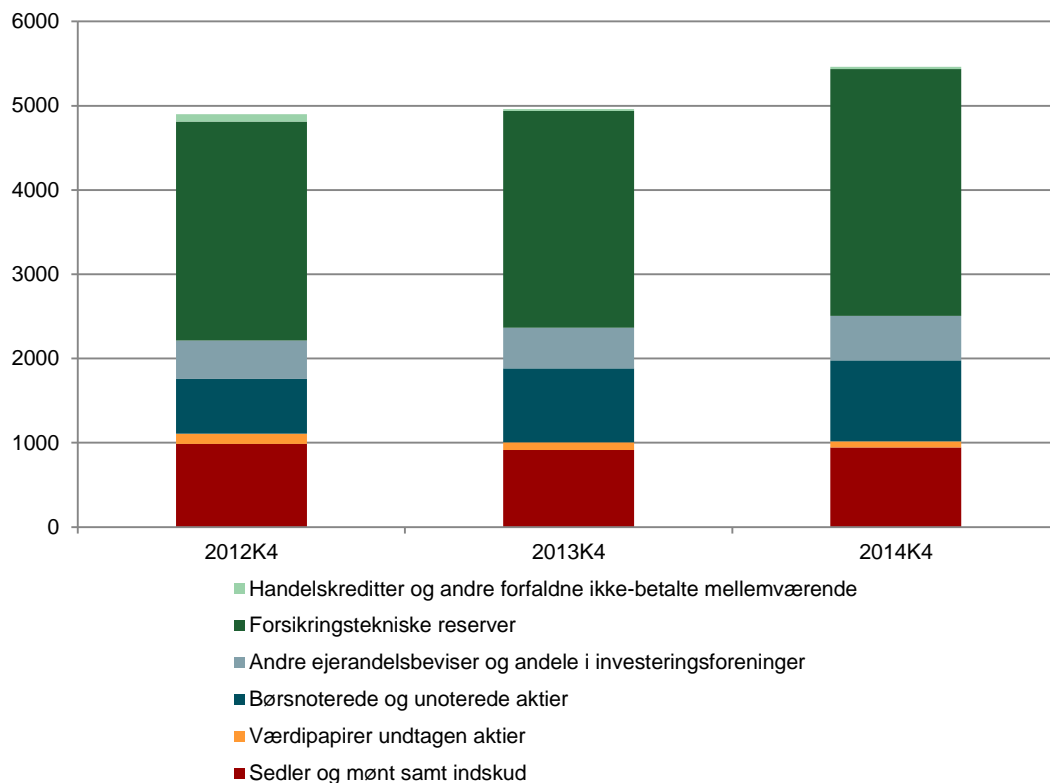
Det er pr. december 2014 muligt at opdele "husholdninger" i delkomponenter. Her udgør privatpersoners formue 292 mia. kr., personligt ejede virksomheder 88 mia. kr. og non-profit institutioner rettet mod husholdninger, jf. ovenfor, 21 mia. kr.

2.2 Private investorers opsparing

Investeringsforeninger udgør kun en del af detailinvestorens opsparingsunivers, og dermed kun en del af deres samlede finansielle aktiver, jf. Figur 2.b.

Foruden investeringsforeningsbeviser investerer detailinvestorerne direkte i både indenlandske og udenlandske aktier samt obligationer, og har en del formue placeret i puljeordninger og/eller som indskud i pengeinstitutterne. Det danske pensionssystem medfører, at pensionsformuen udgør en relativt stor del af detailinvestorerens samlede finansielle aktiver.

Figur 2.b Detailinvestorerens finansielle aktiver



Kilde: Nationalbanken, 2014

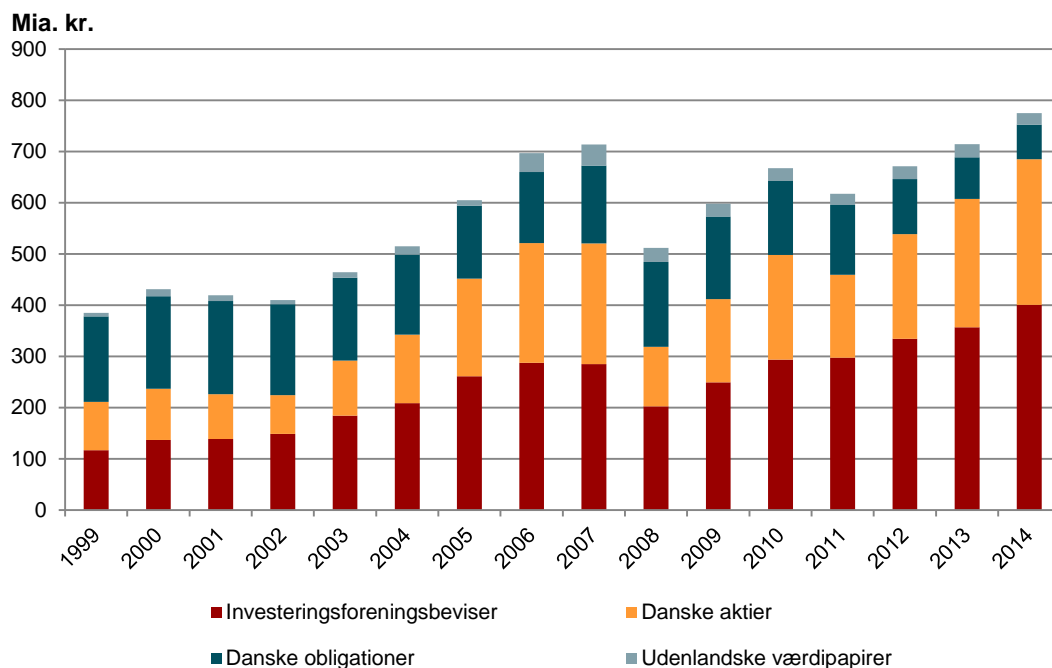
Note: Figuren viser husholdningernes beholdninger i form af indskud, børsnoterede og unoterede aktier, værdipapirer undtagen aktier, andre ejerandelsbeviser og andele i investeringsforeninger, forsikringstekniske reserver herunder pensionsrettigheder og handelskreditter og andre ikke-betalte mellemværende. Aktierne omfatter både VP-registrerede og ikke-VP-registrerede aktier, og således tillige beholdninger af danske såvel som udenlandske aktier.

"Husholdninger" er defineret som privatpersoner (pensionister og lønmodtagere), personligt ejede virksomheder og non-profit institutioner rettet mod husholdninger.

Investeringsforeningsbeviser udgør den største andel af detailinvestorerens direkte opsparing i noterede værdipapirer, jf. Figur 2.c nedenfor.

Detailinvestorer har (pr. december 2014) investeret 401 mia. kr. i danske investeringsforeningsbeviser (hvoraf 398 mia. kr. er investeret af danske detailinvestorer og 3 mia. kr. er investeret af udenlandske detailinvestorer). Til sammenligning har danske detailinvestorer investeret 263 mia. kr. direkte i aktier, 47 mia. kr. direkte i danske obligationer og 22 mia. kr. direkte i udenlandske værdipapirer, jf. Figur 2.c.

Figur 2.c Danske detailinvestorers opsparing i forskellige værdipapirtyper*



Kilde: Nationalbanken.

Note: Tallene er opgjort ultimo året i de respektive årstal.

Figuren viser "husholdningers" opsparing i forskellige værdipapirtyper. "Husholdninger" er defineret som privatpersoner (pensionister og lønmodtagere), personligt ejede virksomheder og non-profit institutioner rettet mod husholdninger.

Figuren viser alene opsparing i VP-registrerede noterede værdipapirer og således ikke f.eks. unoterede kapitalandele, som er medtaget i figur 2.b.

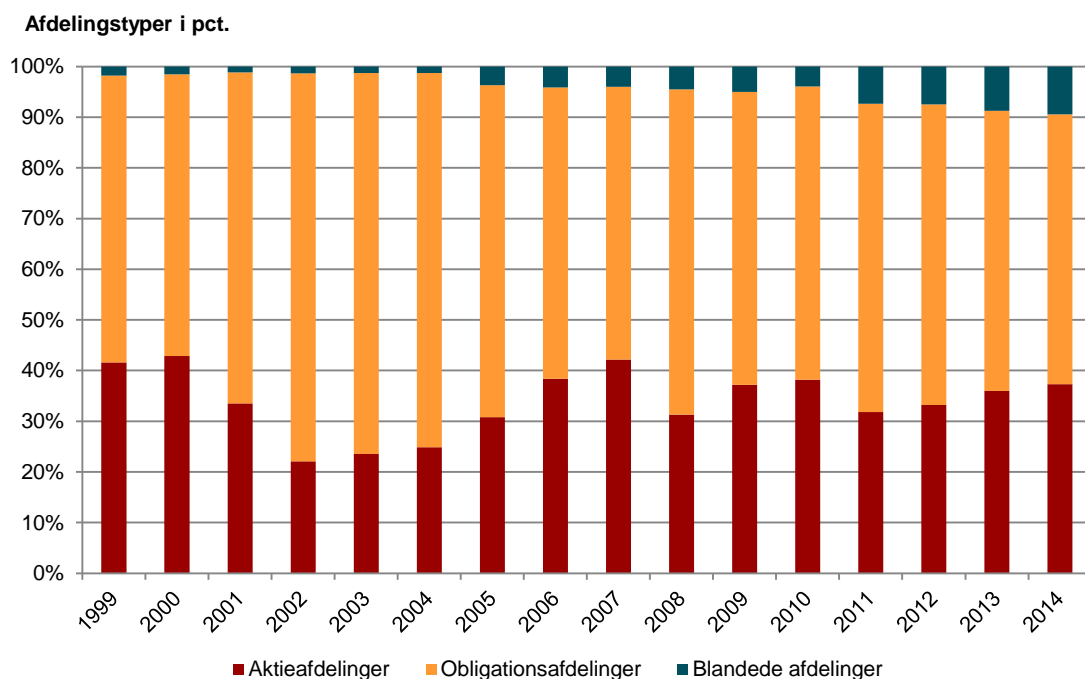
2.3 Opsparing i investeringsforeningsbeviser fordelt på afdelingstyper

2.3.1 Aktieafdelinger, obligationsafdelinger og blandede afdelinger

Ses der nærmere på de afdelingstyper, som detailinvestorerne placerer deres penge i via investeringsforeningerne, er der sket en forskydning de sidste 15 år, jf. Figur 2.d.

Set over tid er der sket en mindre reduktion i detailinvestorenes investeringer i aktieafdelinger, mens detailinvestorenes investeringer i blandede afdelinger er vokset fra 2 pct. til 9 pct.

Figur 2.d Fordelingen af detailinvestorenes investeringer i investeringsforeninger, 1999-2014 – fordelt på hovedkategorier af investeringsforeningsafdelinger



Kilde: Nationalbanken

Note: Baserer sig på formuetal for investeringsforeningerne opgjort ultimo året for de respektive årstal.

Detailinvestorenes formue, som figuren baserer sig på, omfatter formuen for "husholdninger", dvs. privatpersoner (pensionister og lønmodtagere), personligt ejede virksomheder og non-profit institutioner rettet mod husholdninger.

2.3.2 Aktivt og passivt forvaltede afdelinger

Investeringsforeninger kan vælge enten en aktiv eller en passiv investeringsstrategi for hver afdeling. Blandt de 519 afdelinger, som detailinvestorerne har investeret midler i, er der 484 aktivt forvaltede afdelinger og 35 passivt forvaltede afdelinger⁴ (pr. december 2014). De passivt forvaltede afdelinger er stort set udelukkende aktieafdelinger.

⁴ Beskrivelsen af, om afdelingerne er aktivt eller passivt forvaltede, er baseret på afdelingernes egne oplysninger.

Boks 2.a Beskrivelse af forskellen på hhv. aktivt og passivt forvaltede afdelinger

En passivt forvaltet afdeling (også kaldet en indeksfond) er karakteriseret ved, at porteføljesammensætningen ligger tæt op ad et valgt referenceindeks med det formål som minimum at opnå markedsafkastet fratrukket afdelingens omkostninger. Den passive strategi giver således et afkast, der svarer til referenceindekset fratrukket omkostninger. I nogle tilfælde opnås et afkast svarende til referenceindekset, dvs. omkostningerne tjenes hjem. Det sker ved, at afdelingen tager risici i form af afvigelser fra benchmark eller ved aktieudlån.

En aktivt forvaltet afdeling er karakteriseret ved, at en porteføljemanager sammensætter en portefølje af aktiver, som afviger fra sammensætningen af det valgte referenceindeks med det formål at skabe et afkast, der er lige så godt som eller bedre end referenceindekset efter omkostninger. Den aktive strategi indebærer således en mulighed for, at afkastet bliver højere end referenceindekset, men indebærer samtidig også en risiko for, at afkastet bliver lavere end referenceindekset efter omkostninger.

Detailinvestorernes opsparing på 401 mia. kr. fordeler sig, så der ultimo 2014 er placeret 395 mia. kr. (98,5 pct.) i aktivt forvaltede afdelinger, og 6 mia. kr. i passivt forvaltede afdelinger (1,5 pct.).

Ses der alene på detailinvestorernes opsparing i aktieafdelinger udgør detailinvestorernes opsparing i de aktivt forvaltede aktieafdelinger 143,7 mia. kr., mens den i de passivt forvaltede aktieafdelinger udgør 5,7 mia. kr., i alt 149,4 mia. kr. pr. december 2014. Dermed er detailinvestorernes opsparing i aktieafdelinger fordelt med 96,2 pct. i aktivt forvaltede aktieafdelinger og 3,8 pct. i passivt forvaltede aktieafdelinger.

3 Investeringsforeningerne og deres organisatoriske struktur

Der findes i Danmark i alt 15 investeringsforvaltningsselskaber med 49 investeringsforeninger, som har 541 tilhørende afdelinger. Der er midler fra detailinvestorer i 46 af investeringsforeningerne fordelt på 519 afdelinger. 95 pct. af den samlede formue er placeret i de 7 største investeringsforeningsgrupper.

Næsten alle investeringsforeninger har udpeget et investeringsforvaltningsselskab, som varetager den daglige drift, og de har indgået aftaler med bl.a. porteføljeforvaltere, depotselskaber og distributører. Investeringsforvaltningsselskab, porteføljeforvalter, depotselskab og hoveddistributør vil i mange tilfælde være en aktør, som investeringsforeningen har tætte forretningsmæssige bånd til. Bl.a. er 77 pct. af foreningernes formue placeret i foreninger, der har ét enkelt pengeinstitut som hoveddistributør.

Denne struktur, hvor der i væsentlig grad er enten sammenfald mellem eller tætte forretningsmæssige bånd mellem de aktører, som varetager de forskellige roller, indebærer, at der er iboende interessekonflikter. Det skyldes, at foreningerne – pga. betalingsstrømmene mellem de forskellige aktører - har et økonomisk incitament til at varetage samarbejdspartnerens interesser over investorerne interesser.

Blandt andet derfor er der i lovgivningen fastsat en række investorbeskyttelsesregler, som fastslår, at investeringsforeningernes bestyrelser og investeringsforvaltningsselskaberne skal varetage investorernes interesser; de skal kunne identificere interessekonflikter og søge at begrænse disse mest muligt, herunder skal de bl.a. have effektive skriftlige politikker for håndtering af interessekonflikter. Dertil kommer, at der er fastsat regler for sammensætningen af investeringsforeningernes bestyrelser, herunder grænser for, hvor stor en andel af bestyrelsen, der må udgøres af foreningens samarbejdspartnere.

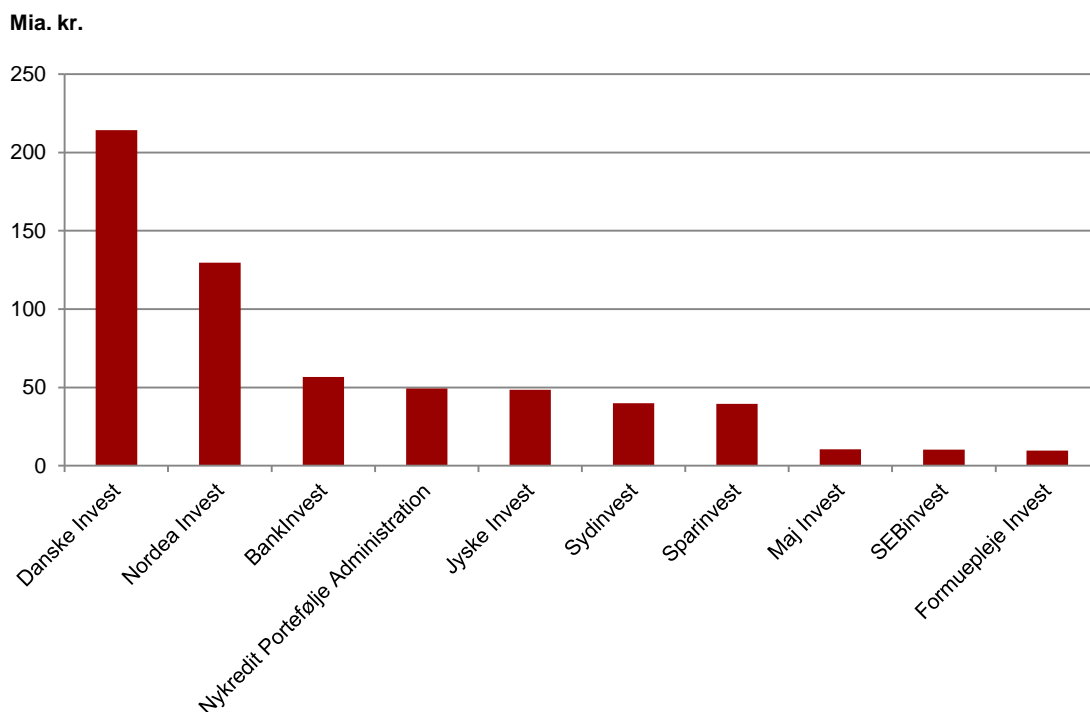
3.1 Investeringsforeninger og distributører på markedet

Der findes i Danmark 49 investeringsforeninger med 541 tilhørende afdelinger. Til de 49 foreninger er der knyttet 15 investeringsforvaltningsselskaber⁵ og depotselskaber. I 46 af de 49 investeringsforeninger er der i forskelligt omfang placeret midler fra detailinvestorer fordelt på 519 afdelinger.

De to største investeringsforeninger er Danske Invest og Nordea Invest, der tilsammen står for 50 pct. af den samlede formue placeret i investeringsforeninger. Bank Invest, Nykredit Invest, Jyske Invest, Sydinvest og Sparinvest står for 45 pct. af den samlede formue. Samlet set er 95 pct. af den samlede formue således placeret i de 7 største investeringsforeningsgrupper, jf. Figur 3.a.

⁵ To af disse er udenlandske administrationsselskaber.

Figur 3.a De ti største investeringsforeningsgrupper



Kilde: Investeringsfondsbranchen, markedsstatistik pr. december 2014

Langt størsteparten af de investeringsforeningsbeviser, der bliver solgt til danske detailinvestorer, bliver distribueret via pengeinstitutterne. Og langt hovedparten af formuen (77 pct.) er placeret i foreninger, der har ét pengeinstitut som hoveddistributør, jf. Boks 3.a.

Boks 3.a Investeringsforeningernes distributionskanaler

Investeringsforeninger med ét pengeinstitut som hoveddistributør: 77 pct. af detailinvestorenes samlede formue placeret i investeringsforeninger er placeret i foreninger, som anvender ét pengeinstitut som hoveddistributør. Disse foreninger udgør 71 pct. af investeringsforeningerne og som eksempel på disse kan nævnes Nordea Invest, Danske Invest og Jyske Invest.

Investeringsforeninger med flere distributører - uden at nogen af disse er hoveddistributør: Disse investeringsforeninger samarbejder typisk med de små eller mellemstore pengeinstitutter som distributører. De dækker 17 pct. af de danske investeringsforeninger (målt på detailinvestorenes samlede formue i investeringsforeninger). Som eksempler kan nævnes Sparinvest, Bankinvest og Carnegie.

Investeringsforeninger baseret på primært egen distribution: Disse investeringsforeninger tæller 6 pct. af detailinvestorenes samlede formue i investeringsforeninger. Disse foreninger har udover deres egen distribution typisk indgået distributionsaftaler med nogle få distributører - i gennemsnit seks distributører. Som eksempler på disse foreninger kan nævnes Fundamental Invest, HP Invest og Nielsen Global Value.

Kilde: Undersøgelse foretaget af Investeringsfondsbranchen for arbejdsgruppen, 2014. Undersøgelsen omfatter 492 detailafdelinger samt andelsklasser.

3.2 Struktur og organisering i de enkelte foreninger

Investeringsforeninger er juridiske personer, og foreningerne skal have en bestyrelse og en direktion. Bestyrelsen vælges af generalforsamlingen. Bestyrelsens primære opgave er at varetage investorenes interesser.

Investeringsforeningens bestyrelse har ansvaret for at ansætte en direktion, der skal varetage den daglige ledelse. Bestyrelsen har mulighed for at udpege et investeringsforvaltningsselskab til at varetage den daglige drift og dermed fungere som direktion. Alle investeringsforeninger på nær én har udnyttet denne mulighed. Investeringsforvaltningsselskabet vil i mange tilfælde være et selskab, som investeringsforeningen har tætte forretningsmæssige bånd til. Det er muligt at anvende et investeringsforvaltningsselskab, som er ejet af foreningens depotselskab eller et andet selskab, der er koncernforbundet med depotselskabet.

Investeringsforeninger har også porteføljeforvaltere tilknyttet. Porteføljeforvalteren (porteføljerådgiveren) vil i mange tilfælde være det pengeinstitut, som investeringsforeningen har tætte forretningsmæssige bånd til. De personer, som varetager porteføljeforvaltningen, vil derfor typisk være ansatte i det pengeinstitut, som investeringsforeningen i øvrigt arbejder sammen med, men kan også være ansatte i investeringsforvaltningsselskabet. For visse afdelingstyper er det dog også almindeligt, at porteføljeforvaltningen varetages af en udenlandsk porteføljeforvalter. Dette er nærmere beskrevet i Boks 3.b.

Boks 3.b Porteføljeforvaltere for danske investeringsforeningsafdelinger

Afdelinger med danske aktier og obligationer: Disse afdelinger anvender næsten udelukkende danske porteføljeforvaltere.

Afdelinger med udenlandske obligationer: 33 pct. af afdelingerne (omfattende 42 pct. af afdelingernes formue) anvender en udenlandsk porteføljeforvalter.

Afdelinger med udenlandske aktier: 26 pct. af afdelingerne (omfattende 24 pct. af afdelingernes formue) anvender en udenlandsk porteføljeforvalter.

En del af disse afdelinger er white label produkter, dvs. de udbydes af danske investeringsforeninger, men det bagvedliggende produkt stammer reelt fra en udenlandsk udbyder af investeringsprodukter.

Note.: Beregninger foretaget af Investeringsfondsbranchen på baggrund af Investeringsfondsbranchens markedsstatistik sammenholdt med indberetninger fra brancheforeningens medlemmer pr. 30. april 2014

En investeringsforening er desuden lovgivningsmæssigt forpligtet til at have en aftale med et depotselskab, der skal opbevare de værdipapirer, som foreningen køber, og kontrollere, om andelene i investeringsforeningen sælges og købes til de rigtige priser. Som beskrevet nedenfor handler en investeringsforening i en del tilfælde værdipapirer gennem depotselskabet, ligesom depotselskabet ofte er foreningens hoveddistributionskanal. I andre tilfælde er depotselskabet ikke involveret i værdipapirhandel eller distribution for investeringsforeningen.

Når porteføljeforvalteren handler værdipapirer for en afdeling, sker det gennem danske eller udenlandske værdipapirhandlere. I mange tilfælde har depotselskabet tilladelse som værdipapirhandler, og så kan afdelingen vælge at benytte depotselskabet som værdipapirhandler, men afdelingen kan også vælge at benytte

en eller flere andre værdipapirhandlere. Den endelige afvikling af handlen skal foregå gennem depotselskabet, der som led i investorbekyttelsen skal forvalte og opbevare investeringsforeningens finansielle aktiver.

Denne struktur, hvor der i væsentlig grad enten er sammenfald eller tætte forretningsmæssige bånd mellem de aktører, som varetager de forskellige roller, indebærer, at der er risiko for iboende interessekonflikter, idet foreningerne – pga. betalingsstrømmene mellem de forskellige aktører - har økonomiske incitamenter til at varetage samarbejdspartnerens interesser over investorerne interesser.

For at mindske risikoen for, at interessekonflikterne står i vejen for foreningernes varetagelse af investorernes interesser, er der i lovgivningen fastsat en række investorbekyttelsesregler. Disse regler fastslår bl.a., at investeringsforeningernes bestyrelser og investeringsforvaltningsselskaberne er forpligtede til at varetage investorernes interesser; de skal kunne påvise interessekonflikter, og de skal søge at begrænse disse mest muligt, herunder skal de bl.a. have effektive skriftlige politikker for håndtering af interessekonflikter. Dertil kommer, at der er fastsat regler for sammensætningen af investeringsforeningernes bestyrelser, herunder hvor stor en andel der må udgøres af foreningens samarbejdspartnere. Disse regler er yderligere beskrevet i afsnittet nedenfor.

Endvidere er der fastsat en række investorbekyttelsesregler, som distributørerne skal leve op til, når de yder investeringsrådgivning. Disse regler er beskrevet nærmere i afsnit 7.1

3.3 Ledelse af investeringsforeninger og investeringsforvaltningsselskaber

Lov om investeringsforeninger m.v. regulerer sammen med bekendtgørelse om ledelse, styring og administration af danske UCITS⁶ (herefter ledelsesbekendtgørelsen for UCITS) ledelsen af investeringsforeningerne og investeringsforvaltningsselskaberne.

Den gældende regulering indeholder bl.a. et krav om, at danske investeringsforeninger bliver drevet i overensstemmelse med redelig forretningsskik. Endvidere fastsætter de gældende regler en række krav til investeringsforeningernes bestyrelser, herunder krav til bestyrelsens opgavevaretagelse og ansvar, bestyrelsens habilitet og bestyrelsens sammensætning. Dertil kommer regler om foreningernes ledelse, investerings- og spredningsregler samt regler vedrørende ophør af foreningerne. Endvidere er der fastsat en række regler, som regulerer investeringsforvaltningsselskabets virke.

Investerings- og spredningsreglerne i kapitel 14 og 15 i lov om investeringsforeninger m.v. fastsætter dels regler for, hvad en investeringsforeningsafdeling må investere i, dels detaljerede regler, der skal sikre, at de enkelte afdelinger spreder investeringerne. Hensigten med reglerne er at sikre beskyttelse af investorerne.

3.3.1 Regulering af investeringsforeningerne

Bestyrelsen for en investeringsforening skal varetage den overordnede ledelse af foreningens virksomhed, og bestyrelsen skal handle uafhængigt og udelukkende i investorernes interesse⁷.

⁶ Betegnelsen UCITS er en forkortelse af den engelske betegnelse for kollektiv investering med henblik på investering i værdipapirer, "Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities". Danske investeringsforeninger er underlagt reglerne for UCITS.

⁷ Jf. § 47, stk. 1, i lov om investeringsforeninger m.v.

Reglerne om, at bestyrelsen skal handle uafhængigt og udelukkende i investorernes interesse har til formål at forebygge interessekonflikter og inhabilitet i forholdet mellem investeringsforeningens bestyrelse og de selskaber, som foreningen har et væsentligt samarbejde med. Bestemmelsen skal også ses i lyset af, at en forenings depotselskab kan eje foreningens investeringsforvaltningsselskab, ligesom de fleste investeringsforvaltningsselskaber indgår i koncerner, som investeringsforeningen har væsentlige aftaler med. Det medfører risiko for interessekonflikter.

Bestyrelsens opgaver og ansvar omfatter bl.a., at⁸

- træffe beslutning om investeringsforeningens forretningsmodel,
- fastsætte investeringsstrategi og risikoprofil for hver afdeling,
- træffe beslutning om, hvordan investeringsforeningsbeviserne skal markedsføres,
- træffe beslutning om afdelingernes omkostningsbudgetter

Bestyrelsen har endvidere pligt til løbende at vurdere, om henholdsvis direktionen eller investeringsforvaltningsselskabet, hvor den daglige drift er delegeret hertil, varetager sine opgaver i overensstemmelse med foreningens vedtægter og de givne retningslinjer. Bestyrelsen skal tilsvarende løbende vurdere, om depotselskabet og andre tredjeparter (f.eks. distributører) varetager deres opgaver på en betryggende måde og i overensstemmelse med den indgåede aftale.

Finanstilsynet har tilkendegivet, at bestyrelsens forpligtelse til at handle i investorernes interesse blandt andet indebærer, at bestyrelsen bør have fokus på nedbringelse af foreningernes variable omkostninger, herunder formidlingsprovision, jf. Finanstilsynet (2013a). Finanstilsynet har udpeget 10 forhold, som bestyrelser for investeringsforeninger efter Finanstilsynets opfattelse bør have fokus på for at udvise "best practice". De 10 forhold er sammenfattet i boksen nedenfor.

Boks 3.c 10 "best practice" initiativer

Finanstilsynet udpegede i 2013 på baggrund af en omkostningsundersøgelse 10 initiativer, som repræsenterer "best practice" for minimering af omkostninger og forbedring af afkast.

For at leve op til "best practice" kræver det, at investeringsforeningernes bestyrelser:

1. fokuserer på at nedbringe de variable omkostninger (formidlingsprovision og porteføljeforvaltningshonorar),
2. har fastsat mål for omkostninger relativt til konkurrenterne,
3. arbejder for at skabe mere elastiske omkostningsstrukturer, så stordriftsfordele kan komme investorerne til gode,
4. er kritiske ved valget af porteføljeforvaltere,
5. har en fast procedure for udvælgelse af porteføljeforvaltere,
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.

Kilde: Finanstilsynet (2013a).

⁸ Jf. § 4 i ledelsesbekendtgørelsen for UCITS

3.3.2 *Regulering af investeringsforvaltningsselskaber*

Det er bestyrelsens opgave at ansætte en direktion, der skal varetage den daglige ledelse. Som nævnt er der i praksis tale om, at bestyrelsen delegerer den daglige ledelse til et investeringsforvaltningsselskab. Det er således investeringsforvaltningsselskabets direktion, der fungerer som investeringsforeningens direktion, ligesom den daglige administration af de enkelte foreninger er delegeret til investeringsforvaltningsselskabet.

Investeringsforvaltningsselskaberne er reguleret i lov om finansiel virksomhed og en række bekendtgørelser, herunder bl.a. bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl. (herefter ledelsesbekendtgørelsen for pengeinstitutter). Investeringsforvaltningsselskabernes administration af investeringsforeninger er reguleret i ledelsesbekendtgørelsen for UCITS.

Det følger af reglerne, at et investeringsforvaltningsselskab skal handle uafhængigt og udelukkende i den pågældende investeringsforenings interesse⁹. Det følger videre, at investeringsforvaltningsselskaber skal have en effektiv skriftlig politik for håndtering af interessekonflikter. Politikken skal dels identificere, hvilke forhold, der udgør eller kan føre til en interessekonflikt, som medfører en væsentlig risiko for, at investorernes interesser skades, dels angive, hvilke procedurer der skal følges, og hvilke foranstaltninger der skal træffes for at håndtere sådanne konflikter¹⁰.

For så vidt angår omkostninger følger det af ledelsesbekendtgørelsen for UCITS¹¹, at investeringsforvaltningsselskabet skal handle på en sådan måde, at de administrerede afdelinger og deres investorer ikke pålægges unødige omkostninger. Et investeringsforvaltningsselskab må kun betale eller modtage gebyrer, provisioner eller naturalier til eller fra tredjeparter, hvis følgende betingelser er opfyldt¹²:

- Den administrerede afdeling er klart blevet oplyst om, at der foreligger et gebyr mv.
- Betalingen af gebyr mv. skal øge kvaliteten af den tjeneste, der ydes til afdelingen, og må ikke forhindre investeringsforvaltningsselskabet i at overholde sin pligt til at handle i afdelingens interesse.

3.3.3 *Habilitetskrav og krav til sammensætningen af bestyrelser*

Den gældende lovgivning indeholder en række krav til bestyrelsernes sammensætning og de enkelte medlemmers habilitet. Reglerne skal bl.a. forebygge interessekonflikter og inhabilitet, når investeringsforeningens ledelse indgår aftaler med foreningens samarbejdspartnere. Risikoen for interessekonflikter er bl.a. til stede i de tilfælde, hvor investeringsforvaltningsselskaber indgår i koncerner, som investeringsforeningen har væsentlige aftaler med.

Som udgangspunkt må ingen medlemmer af bestyrelsen for en investeringsforening være medlem af bestyrelsen for eller ansat i foreningens depotselskab eller andre selskaber, som investeringsforeningen har indgået væsentlige aftaler med. Dette gælder tillige selskaber, som er koncernforbundne med disse selskaber. Væsentlige aftaler kan f.eks. være aftaler om porteføljerådgivning eller om distribution af investeringsforeningsbeviser.

⁹ Jf. § 101 i lov om finansiel virksomhed.

¹⁰ Jf. § 36 i ledelsesbekendtgørelsen for UCITS.

¹¹ Jf. § 17, stk. 4, i ledelsesbekendtgørelsen for UCITS.

¹² Jf. § 51 i ledelsesbekendtgørelsen for UCITS.

Der gælder en undtagelse hertil, idet et mindretal af investeringsforeningens bestyrelse må være medlem af investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse, dog ikke som bestyrelsesformand for investeringsforvaltningsselskabet.¹³

Der er ikke tilsvarende begrænsninger for medlemskab af investeringsforvaltningsselskabernes bestyrelser. Ejes et investeringsforvaltningsselskab af et pengeinstitut, vil det være sædvanligt, at ansatte i pengeinstituttet deltager i investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse.

Det er muligt for et mindretal af investeringsforeningens bestyrelse at deltage i investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse. Da der ikke er regler, der begrænser repræsentanter fra depotselskabet m.v. i at deltage i investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse, vil det være muligt for det samme medlem at deltage i investeringsforeningens bestyrelse, blot repræsentanterne fra investeringsforvaltningsselskabet ikke udgør et flertal i foreningens bestyrelse og ikke besidder formandsposten.

Hensigten hermed er at sikre en balance, hvor der på den ene side tages hensyn til investeringsforeningens bestyrelses mulighed for at få tilført ekspertise og få indsigt i investeringsforvaltningsselskabets forhold og på den anden side - i kraft af at det kun er et mindretal - at minimere eventuelle interessekonflikter af hensyn til investorerne.

De gældende regler, jf. bl.a. § 55, stk. 3, i lov om investeringsforeninger mv., fastsætter også regler om habiliteten af ledelsen i henholdsvis investeringsforeninger og investeringsforvaltningsselskaber. Af disse regler følger, at et medlem af ledelsen ikke må deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem foreningen og tredjepart, hvis medlemmet har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod foreningens interesse. Det indebærer bl.a., at medlemmer af investeringsforeningens bestyrelse, som har tilknytning til f.eks. depotselskabet eller distributøren, ikke må deltage i behandling af spørgsmål om aftaler med henholdsvis depotselskabet eller distributøren.

¹³ Hvis investeringsforvaltningsselskabet er ejet af foreningen, er der ingen begrænsninger i bestyrelsens sammensætning, hvorfor investeringsforeningen og investeringsforvaltningsselskabet i denne situation kan have sammenfaldende bestyrelse.

4 Omkostninger og provisioner ved at investere i investeringsforeninger

De enkelte investeringsforeningsafdelinger afholder løbende de omkostninger, som er forbundet med at drive en investeringsforening. Investors udgifter hertil kan sammenfattes i omkostningsnøgletallet Årlig Omkostning i Procent (ÅOP). I ÅOP indgår afdelingernes administrationsomkostninger, afdelingens handelsomkostninger samt investors indtrædelses- og udtrædelsesomkostninger.

40 pct. af investeringsforeningernes administrationsomkostninger går til at betale pengeinstitutterne for, at de stiller en distributionskanal og investeringsrådgivning til rådighed for de investorer, som ønsker at købe investeringsforeningsbeviser. Betalingen sker i form af en årlig formidlingsprovision, der i 2014 udgjorde omkring 3 mia. kr.

99 pct. af detailkundernes opsparring i investeringsforeningsbeviser er opsparet i afdelinger med tilknyttede provisionsbetalinger. Formidlingsprovisionsbetalingerne indebærer, at stort set alle investorer med investeringsforeningsbeviser årligt i gennemsnit betaler ca. 0,3 til 0,8 pct. af deres formue i formidlingsprovisionsbetalinger til pengeinstitutterne. Dertil kommer, at nogle foreninger også takserer en tegningsprovision, som investorer betaler på købstidspunktet i form af et kurstillæg.

Provisionsbetalingerne betyder, at en investor med 1. mio. kr., som beholder sine investeringsforeningsbeviser i syv år, over disse syv år vil komme til at betale i alt 54.596 kr. i provisionsbetalinger. Betalingsstrukturen indebærer endvidere, at de investorer, der har investeret flest penge, betaler det største kronebeløb i provision, mens investorer, der har investeret færre penge, betaler et langt mindre kronebeløb i provision. Samtidig indebærer betalingsstrukturen, at det beløb som en investor i tilfælde af et provisionsforbud "sparer" i provisioner og dermed vil have til rådighed til at kunne betale for rådgivning stiger, jo større beløb investor investerer.

Provisionsbetalingerne kan give pengeinstitutterne økonomiske incitamenter til at anbefale investorerne at investere i de investeringsforeninger, som pengeinstitutterne får størst økonomisk udbytte af at anbefale.

Ud over de omkostninger, som er indeholdt i ÅOP, afholder den enkelte investor også som regel serviceomkostninger (gebyrer) direkte til det pengeinstitut, hvor handlen med investeringsforeningsbeviserne finder sted. Det kan f.eks. være kurtage for handlen med beviserne og gebyr til pengeinstituttet som betaling for en eventuel porteføljeplejeordning, hvor pengeinstituttet foretager løbende pleje af investors investering.

4.1 Hvad dækker årlig omkostning i procent (ÅOP) over

De enkelte investeringsforeningsafdelinger afholder løbende de omkostninger, som er forbundet med at drive en investeringsforening. Investors udgifter hertil kan sammenfattes i omkostningsnøgletallet årlig omkostning i procent (ÅOP), jf. Boks 4.a. ÅOP omfatter således alle de omkostninger, som investeringsforeningerne har indflydelse på, dvs. produktets omkostninger. De serviceomkostninger, som investor betaler direkte til distributøren (herunder eventuel kurtage), indgår ikke i ÅOP.

I ÅOP indgår afdelingens administrationsomkostninger samt afdelingens handelsomkostninger:

- Afdelingens administrationsomkostninger dækker i hovedtræk over disse tre områder:

- Formidlingsprovision til distributøren
- Porteføljeforvaltningshonorar
- Øvrige omkostninger – f.eks. omkostninger til investeringsforvaltningsselskab, depotselskab, bestyrelse, revision m.v.
- Afdelingens handelsomkostninger dækker over kurtage for porteføljeforvalterens køb/salg af aktier og obligationer til investeringsforeningens portefølje.

Afdelingens administrationsomkostninger og handelsomkostninger trækkes fra hvert år, inden afdelingen tilskriver afkast og opgør eventuelt udbytte til investorerne. Det indebærer, at enhver investor bærer en forholdsmæssig andel af disse omkostninger svarende til størrelsen af det beløb, som investor har investeret.

I ÅOP indgår endvidere også følgende omkostninger:

- *Emissionstillæg (ved køb) og indløsningsfradrag (ved salg)*¹⁴

Tillægget lægges til købskursen og fradraget trækkes fra salgskursen, hvis henholdsvis køb/salg indebærer udstedelse af et nyt bevis eller afhændelse af et eksisterende bevis i en afdeling. Tillægget/fradraget har til formål at sikre, at foreningens eksisterende investorer friholdes for afdelingens omkostninger ved at skulle købe/sælge værdipapirer, når en investor træder henholdsvis ind eller ud af afdelingen. Emissionstillægget kan også indeholde en engangsprovision (tegningsprovision) til det pengeinstitut, hvor investeringsforeningsbeviset bliver købt samt et markedsføringsbidrag til foreningerne.

Omkostningen til emissionstillæg og indløsningsfradrag beregnes som et kurstillæg/kursfradrag ved køb henholdsvis salg af investeringsforeningsbeviser.

De omkostningskomponenter, som er indeholdt i ÅOP, er sammenfattet i tabellen nedenfor, som også viser, hvordan investorerne afholder omkostningen, og hvem der fastsætter og godkender omkostningens størrelse.

¹⁴ I formlen for ÅOP indgår de maksimale tillæg/fradrag. Det indebærer, at investor kan opleve, at de faktiske omkostninger er lavere, fordi investeringsforeningsbeviserne til tider handles til bedre kurser end emissions- og indløsningskursen. I formlen for ÅOP indgår de maksimale tillæg/fradrag med 1/7, idet ÅOP er baseret på en beregningsforudsætning om en holdetid på 7 år, jf. afsnit 8.3. Det indebærer, at investorer, som beholder beviserne i mindre end 7 år, kan opleve, at de faktiske omkostninger er højere.

Boks 4.a Omkostningskomponenter i ÅOP

Omkostninger forbundet med at drive en investeringsforeningsafdeling	Hvordan afholdes omkostningen?	Hvem fastsætter, bestemmer og godkender omkostningens størrelse?
<u>Handelsomkostninger</u> Afholdes af investeringsforeningen (kurtage for porteføljemanagernes køb/salg af aktier og obligationer til investeringsforeningens portefølje)	Løbende betaling. Investor modtager et omkostningsreduceret afkast fra investeringsforeningen, dvs. omkostningerne trækkes fra, før investeringsforeningen opgør afkast og udbytte.	Investeringsforeningens bestyrelse
<u>Administrationsomkostninger</u> Afholdes af investeringsforeningen herunder bl.a. <ul style="list-style-type: none"> • Formidlingsprovision • Porteføljeforvaltningshonorar • Øvrige administrationsudgifter såsom f.eks. omkostninger til investeringsforvaltningsselskab, depotselskab, bestyrelse, revision m.v. 		
<u>Emissionstillæg</u> (ved køb af ny-udstedte beviser) Tillægget kan indeholde en tegningsprovision til pengeinstituttet og eventuelt et markedsføringsbidrag til foreningen. <u>Indløsningsfradrag</u> (ved salg af beviser)	Engangsbetaling. Emissionstillæg betales ved, at investor betaler en forhøjet kurs for at købe beviser. Indløsningsfradrag betales via en reduktion i den kurs, som investor kan sælge sine beviser til.	Investeringsforeningens bestyrelse

Kilde: Baseret på Struwe (2014)

Ud over de omkostninger, som er indeholdt i ÅOP, afholder den enkelte investor også som regel serviceomkostninger (gebyrer) direkte til det pengeinstitut, hvor handlen med investeringsforeningsbeviserne finder sted. Der findes ikke et nøgletal, der sammenfatter disse gebyrbetalinger. De forskellige former for betalinger er sammenfattet i boksen nedenfor.

Boks 4.b Øvrige eventuelle gebyrbetalinger, som ikke er indregnet i ÅOP

Omkostning		Hvordan betaler investor omkostningen?	Hvem fastsætter, bestemmer og godkender omkostningens størrelse
Kurtage for investors køb/salg af investeringsforeningsbeviser		Engangsbetaling ved henholdsvis køb og salg	Pengeinstituttet
For investeringsforeningsbeviser, der handles som en gennemsnitskurshandel tillægger pengeinstituttet eventuelt et fast kurstillæg fra gennemsnitskursen ved investors køb af investeringsforeningsbeviser		Engangsbetaling ved køb	
For investeringsforeningsbeviser, der handles som en gennemsnitskurshandel) fratrækker pengeinstituttet eventuelt et fast kursfradrag fra gennemsnitskursen ved investors salg af investeringsforeningsbeviser		Engangsbetaling ved salg	Pengeinstituttet
Eventuelt gebyr for udbyttebetaling pr. fondskode (hvis udbyttebetalende afdeling)		Betales hver gang der tilskrives udbytte	Pengeinstituttet
Eventuelt gebyr for depotændringer pr. depotændring*		Betales for hver gang depotet ændres	Pengeinstituttet
Særligt for porteføljeplejeordninger	Eventuelt fast gebyr eller resultatbettinget gebyr for porteføljepleje (eller puljegebyr) for investors portefølje af investeringsforeningsbeviser	Løbende betaling. Nedskrevet afkast på investors portefølje af investeringsforeningsbeviser.	Pengeinstituttet
	Eventuelt gebyr for depotændringer pr. depotændring*	Betales for hver gang depotet ændres	Pengeinstituttet

*Ved depotændringer, som ikke knytter sig til en porteføljeplejeordning, takseres gebyret, når investor aktivt foretager en handel. Ved depotændringer, som knytter sig til en porteføljeplejeordning, takseres gebyret, hver gang pengeinstituttet foretager fuldmagtshandler på investors vegne.

De gebyrbetalinger, som ligger ud over ÅOP, og som ikke knytter sig til porteføljeplejeordninger, er yderligere behandlet i afsnit 4.4.

De omkostninger, som knytter sig til porteføljeplejeordninger beskrives i afsnit 7 i tilknytning til en beskrivelse af denne investeringsservice.

4.2 Administrationsomkostninger og provisionsbetalinger

Administrationsomkostninger udgør langt den største andel af ÅOP, og administrationsomkostningernes størrelse og sammensætning er derfor yderligere beskrevet i afsnit 4.2.1, mens afsnit 4.3.2 ser nærmere på den andel af administrationsomkostningerne, som udgøres af formidlingsprovisionsbetalinger fra foreningerne til en tredjepart (pengeinstitutterne).

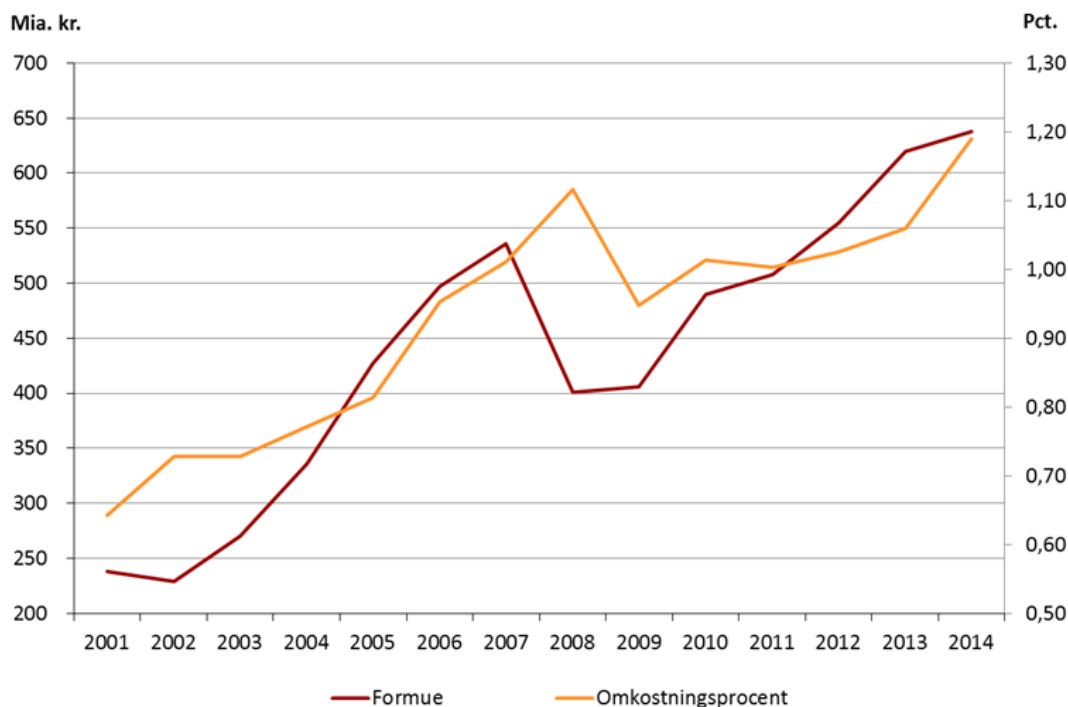
4.2.1 Investeringsforeningernes administrationsomkostninger

I 2012 betalte danske investeringsforeninger ca. 5,5 mia. kr. i administrationsomkostninger. Dette tal var i 2013 steget til ca. 6,5 mia. kr. og i 2014 steget til 7,6 mia. kr., jf. Figur 4.a.

Stigningen over tid hænger sammen med, at den samlede formue (målt ultimo året) i foreningerne steg fra 591 mia. kr. i 2012 til 642 mia. kr. i 2013 og til 735 mia. kr. i 2014, idet en væsentlig del af investeringsforeningernes omkostninger er fastsat som procentdel af formuens størrelse, hvorved omkostningerne vokser i takt med formuens størrelse.

I takt med at formuen i danske investeringsforeninger er mere end tredoblet de sidste 15 år, er administrationsomkostningernes andel af den gennemsnitlige medlemsformue hen over året i samme periode steget fra 0,64 pct. i 2001 til 1,20 pct. i 2014, jf. Figur 4.a nedenfor og Finanstilsynet (2015).

Figur 4.a Investeringsforeningernes formue og omkostningsprocent, 2001-2014



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet, jf. Finanstilsynet (2015)

Note: Figuren viser den gennemsnitlige medlemsformue henover året.

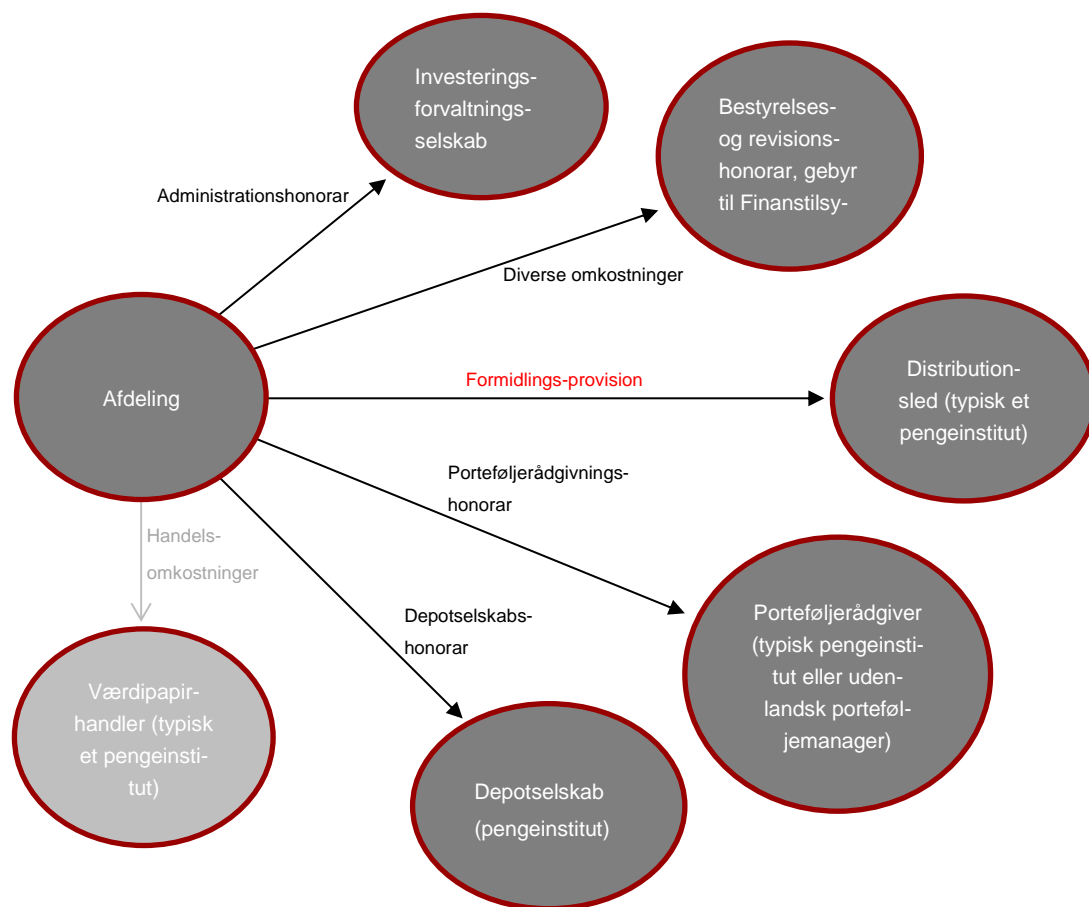
Omkostningsprocenten viser de samlede administrationsomkostningers andel af den gennemsnitlige formue. Omkostningsprocenten er dannet på baggrund af de indberettede nøgletal.

Den gennemsnitlige omkostningsprocent er, jf. figuren overfor, steget over tid. En del af stigningen kan henføres til, at investorerne nu investerer i andre afdelingstyper end tidligere, jf. afsnit 2.3.1 og Finanstilsynet (2015). Forskydningen mod afdelinger med højere omkostninger, f.eks. fra afdelinger med danske obligationer til afdelinger med udenlandske obligationer, vil således i sig selv medføre en stigning i omkostningsprocenten.

4.2.2 Delkomponenterne i administrationsomkostningerne

Figuren nedenfor viser delkomponenterne i de samlede administrationsomkostninger, herunder hvilke betalinger der ifølge en af de eksisterende betalingsmodeller sker fra investeringsforeningerne til deres samarbejdspartnere.

Figur 4.b.1 Delkomponenter i administrationsomkostninger*



*Afdelingens handelsomkostninger er illustreret på figuren, men indgår ikke i administrationsomkostningerne.

Administrationsomkostningerne kan opdeles i følgende udgiftsposter, som betales til foreningernes samarbejdspartnere:

- Administrationshonorar til investeringsforvaltnings-selskabet, som går til at betale omkostningerne forbundet med at drive foreningen.
- Porteføljerådgivningshonorar/porteføljeforvaltningshonorar til porteføljeforvalteren, som dækker over betaling for den investeringsrådgivning/portefølje-forvaltning, som afdelingen modtager. Honoraret går til at betale omkostningerne forbundet med forvaltningen.
- Formidlingsprovision til de pengeinstitutter, som afdelingen har indgået distributionsaftaler med. Formidlingsprovisionen er en betaling for det distributionsnet, som pengeinstituttet stiller til rådighed,

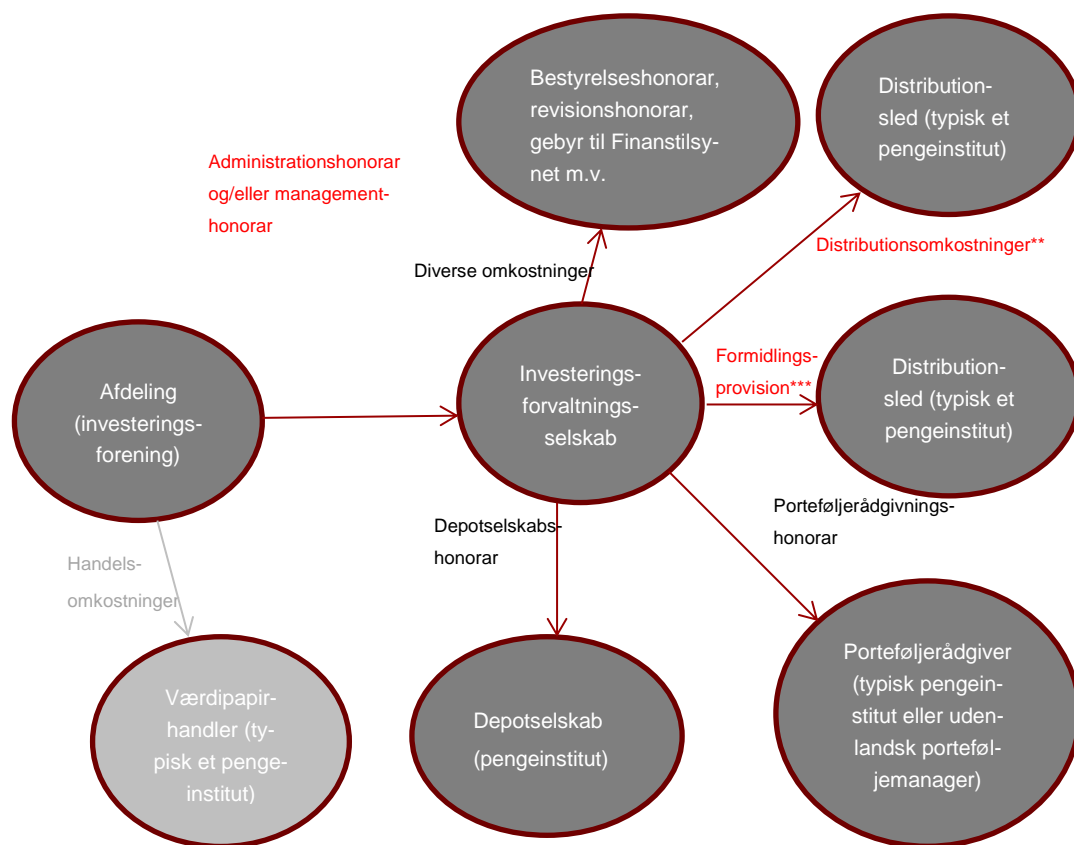
og en betaling for den rådgivning, som distributøren tilbyder investorerne om investeringsforeningens produkter.

- Diverse omkostninger. Bestyrelsen i investeringsforeningen modtager et honorar for sit arbejde, ligesom der vil være omkostninger til f.eks. revisor og afgiftsbetaling til Finanstilsynet.
- Depotselskabshonorar som betaling for depotselskabsydelsen. De fleste foreninger handler værdipapirer gennem forskellige aktører, og en del foreninger anvender også depotselskabet som værdipapirhandler.

Figur 4.b.1 ovenfor beskriver én forekommende model for betalingsstrømmene til samarbejdspartnere, men andre modeller finder også anvendelse. Bl.a. anvender nogle danske aktører en anden model, som også er velkendt i udlandet. I modellen, som er vist i Figur 4.b.2 nedenfor, dækker administrationsudgifterne til investeringsforvaltningsselskabet stort set alle afdelingens udgifter, bortset fra den enkelte afdelings handelsomkostninger. Investeringsforvaltningsselskabet viderefordeler efterfølgende betalingerne til de enkelte aktører.

Nedenstående model er ikke nødvendigvis mere eller mindre omkostningsfuld at anvende for en afdeling, men der er tale om en anden aftalestruktur, hvor pengestrømmene er anderledes. De anderledes pengestrømme indebærer f.eks., at det er investeringsforvaltningsselskabet, der står for at indgå aftaler om de enkelte omkostningsposters størrelse. I den tidligere beskrevne model er det investeringsforeningens bestyrelse, der har direkte ansvar for fastsættelsen af de enkelte omkostningsposters størrelse.

Figur 4.b.2 Delkomponenter i administrationsomkostningerne*



* Afdelingens handelsomkostninger er illustreret på figuren, men indgår ikke i administrationsomkostningerne.

** Dækker f.eks. omkostninger til udvikling, drift og administration af IT-systemer og omkostninger ved at stille rådgivnings- og distributionsapparat til rådighed (f.eks. udvikling og drift af handelsplatforme)

*** Dækker rådgivningsaktiviteter og andre løbende aktiviteter i forbindelse med formidling af investeringsforeningsbeviser.

Det forhold, at en række af de delkomponenter, som er indeholdt i administrationsomkostningerne, tilgår et pengeinstitut, som også fungerer som distributionsled og som i nogle tilfælde har forretningsmæssige bånd til foreningen og/eller forvaltnings-selskabet, har bl.a. konsekvenser for de incitamenter, som distributionsleddet (pengeinstitutterne) har i forbindelse med deres ydelse af investeringsservices. Således kan strukturen give pengeinstitutterne incitamenter til at anbefale investorerne at investere

- i de investeringsforeninger, som det pågældende pengeinstitut modtager formidlingsprovision (og/eller tegningsprovision) fra,
- i den eller de investeringsforeninger, som forvaltes af et investeringsforvaltnings-selskab, der har forretningsmæssige bånd til pengeinstituttet for derigennem at øge overskuddet hos samarbejdspartneren,
- i den eller de investeringsforeninger, som pengeinstituttet er depotselskab og/eller porteføljeforvalter for, for derigennem at øge pengeinstituttets indtjening som depotselskab og/eller porteføljeforvalter.

4.2.3 Formidlingsprovision og tegningsprovision

Stort set alle afdelinger (bortset fra pr. december 2014 ni afdelinger¹⁵) målrettet detailinvestorer betaler formidlingsprovision og/eller tegningsprovision til en eller flere distributører som betaling for distribution til og rådgivning af detailinvestorerne. Afdelinger målrettet detailinvestorer, som hverken betaler formidlingsprovision eller tegningsprovision, har en samlet formue på 2,6 mia. kr. svarende til 0,65 pct. af detailinvestorerens samlede formue i danske investeringsforeningsbeviser. Mere end 99 pct. af opsparingen i investeringsforeningsbeviser er således opsparet i afdelinger med tilknyttede provisionsbetalinger.

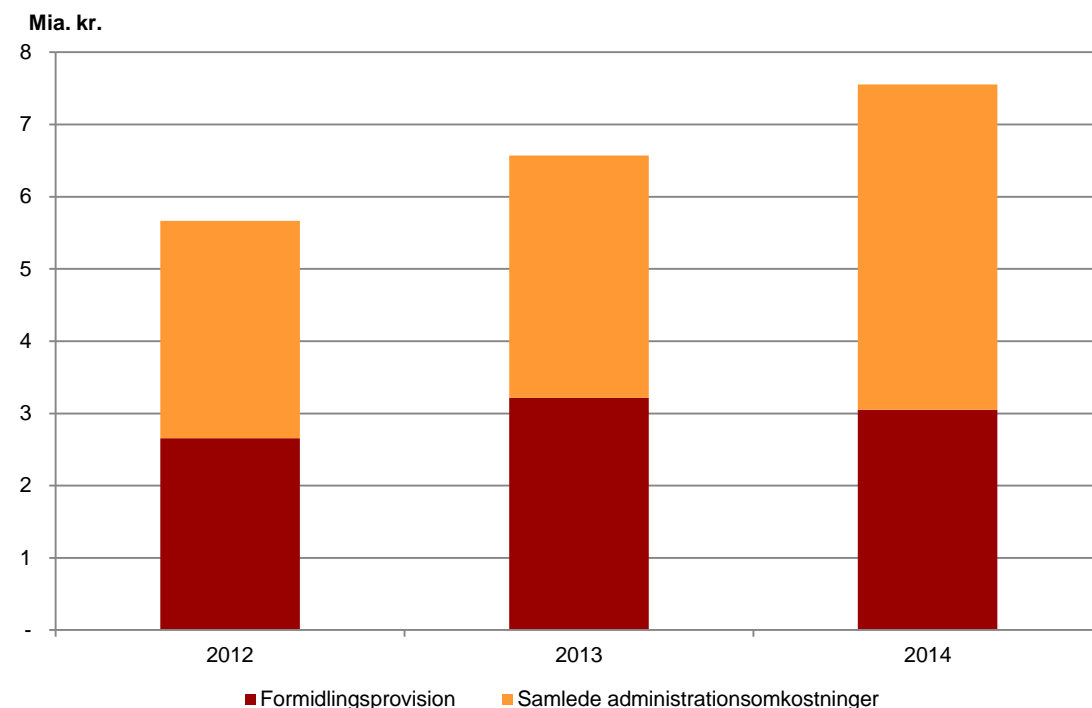
Betaling af formidlingsprovision bidrager i nogle forretningsmodeller til at dække de af pengeinstituttets udgifter til at etablere og drive et distributionsnet for investeringsforeningsbeviser, som ikke dækkes af kundernes direkte gebyrbetalinger (f.eks. kurtage). Disse distributionsudgifter kan f.eks. være udgifter til anlæg, drift og udvikling af IT-systemer, omkostninger til udvikling og vedligeholdelse af mobile løsninger samt udgifter til bygninger og drift af kontorlokaler m.v. Dertil kommer, at formidlingsprovisionsbetalingen i alle forretningsmodeller er en betaling for, at pengeinstituttet stiller rådgivning til rådighed for investorerne om investeringsforeningernes produkter. Det forudsætter bl.a., at der ansættes rådgivere, der løbende skal uddannes.

Distributionsaftalerne er indgået således, at den enkelte investor ikke har mulighed for at fravælge formidlingsprovisionsbetalingen, som er indeholdt i afdelingernes administrationsomkostninger. Årsagen er, at alle investorer i samme afdeling af en investeringsforening betaler forholdsmæssigt det samme i provisionsbeløb. Dette princip betyder, at provisionsbetalingen er uafhængig af omfanget af den rådgivning, som den enkelte investor konkret modtager. Dette skal ses i sammenhæng med, at investorerne udgør foreningens ejerkreds og i fællesskab afholder foreningens omkostninger.

Formidlingsprovisionen er den omkostningskomponent, som udgør den største andel af administrationsomkostningerne. I 2014 udgjorde betalingerne omkring 40 pct. af administrationsomkostningerne, mens betalingerne i 2012 udgjorde knap 47 pct. I 2012, 2013 og 2014 udgjorde formidlingsprovisionen henholdsvis 2,67 mia. kr., 2,72 mia. kr. og 3,05 mia. kr. af investeringsforeningernes samlede administrationsomkostninger, jf. Figur 4.c nedenfor.

¹⁵ Der er ifølge oplysninger fra Investeringsfondsbranchen i 2015 oprettet yderligere tre afdelinger målrettet detailinvestorer, som er uden provisionsbetalinger.

Figur 4.c Formidlingsprovision og samlede administrationsomkostninger



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Note: Beløbet viser indberettede betalinger for det forudgående respektive regnskabsår.

Note: Når investeringsforeningerne indberetter markedsføringsomkostninger til Finanstilsynet skelnes mellem 'formidlingshonorar' og 'omkostninger til salgsfremmende aktivitet'. Sidstnævnte inkluderer f.eks. mødlemøder, reklamer og andre salgsfremmende aktiviteter. Begge poster er inkluderet i formidlingsprovisionen i figuren.

De 3,05 mia. kr. i formidlingsprovision svarer til, at det er almindeligt med en distributionsaftale, som indebærer, at omkring 0,3 til 0,8 pct. af en afdelings formue årligt bliver betalt som formidlingsprovisionsbetalinger til distributøren. Formidlingsprovisionssatsen varierer imidlertid alt efter, hvilken afdelingstype der er tale om, jf. afsnit 4.3.

Det er almindeligt, at formidlingsprovisionsbetalingerne er fastsat som en fast procentsats af formuestørrelsen. Dvs. en procentsats, som ikke ændres, uanset hvor stort et beløb en investor investerer, og uanset hvor stor en formue en afdeling råder over. Samtidig er det almindeligt, at formidlingsprovisionssatsen kan variere fra afdeling til afdeling og fra forening til forening. Denne betalingsstruktur har en række konsekvenser.

For det første indebærer denne betalingsstruktur, at afdelinger betaler et større kronebeløb i formidlingsprovision til pengeinstitutterne, jo højere formue afdelingen råder over. Om denne betalingsstruktur har Finanstilsynet, jf. Finanstilsynet (2013a), konkluderet, at den indebærer, at "investorerne generelt ikke opnår reelle stordriftsfordele, i takt med at formuen øges", jf. Boks 4.c.

Boks 4.c Stordriftsfordele og formidlingsprovisioner

Uddrag fra konklusionen i Finanstilsynets omkostningsundersøgelse 2013 *

"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".

Kilde: Finanstilsynet, 2013a

*Finanstilsynet har på baggrund af undersøgelsen udpeget 10 initiativer, der repræsenterer best practice inden for minimering af omkostninger og forbedring af afkast, jf. afsnit 3.3.1

For det andet indebærer betalingsstrukturen, at de investorer, der har investeret flest penge, betaler det største kronebeløb i provision, mens de investorer, der har investeret færre penge, betaler et mindre kronebeløb.

For det tredje skaber betalingsstrukturen et incitament til at anbefale de afdelinger, der betaler den højeste provisionssats. Bl.a. derfor har en enkelt forening omlagt formidlingsprovisionsbetalingerne for alle afdelinger, så de er ensartede uanset afdelingens investeringsstrategi (og uanset om afdelingen er aktivt eller passivt forvaltet).

For det fjerde indebærer betalingsstrukturen, at der ikke er én til én sammenhæng mellem den samlede provisionsbetaling til pengeinstitutterne og det enkelte pengeinstituts faktiske omkostninger, herunder hvor meget eller lidt rådgivning instituttet rent faktisk yder.

For det femte indebærer betalingsstrukturen, at det beløb, som den enkelte investor betaler for rådgivning, er uafhængigt af, om et pengeinstitut har ydet rådgivning til denne investor og uafhængigt af, hvor meget eller hvor lidt rådgivning denne investor har modtaget. Bl.a. derfor skærper MiFID II-direktivet kravene til, hvilken kvalitetsforbedrende service pengeinstitutterne skal yde for at kunne modtage og beholde provisioner, jf. afsnit 11.2.1.

Boks 4.d illustrerer, hvor stort et kronebeløb, som en investor, der takseres en løbende formidlingsprovision på 0,57 pct. og en tegningsprovision på købstidspunktet på 1,02 pct., vil komme til at betale i provisioner over en årrække på eksempelvis syv år. De i beregningerne anvendte provisionssatser er lig de gennemsnitlige provisionssatser på den portefølje, som en investor med 100.000 kr., en tidshorisont på fem år og en medium risikoprofil vil blive anbefalet, jf. bilag 14.8.

Provisionssatserne er indsamlet i november 2014 og afspejler derfor ikke den seneste udvikling i honoreringen. Tre foreninger, som forvalter 55 procent af investeringsforeningernes formue, har således efter dataindsamlingen fjernet tegningsprovisionen permanent, og flere foreninger har reduceret tegningsprovisionen midlertidigt for visse afdelinger. Satserne for tegningsprovision i Boks 4.d afspejler derfor ikke det aktuelle niveau.

Boks 4.d. Eksempel på provisionsbetalingernes størrelse alt efter investors formue

Eksempel på investors provisionsbetalinger ved en formidlingsprovisionsats på 0,57 pct. og en tegningsprovisionsats på 1,02 pct*.

År 1	Formidlingsprovision	Tegningsprovision	I alt år 1
Investor med 50.000 kr.	285 kr.	510 kr.	795 kr.
Investor med 100.000 kr.	570 kr.	1.020 kr.	1.590 kr.
Investor med 500.000 kr.	2.850 kr.	5.100 kr.	7.950 kr.
Investor med 1 mio. kr.	5.700 kr.	10.200 kr.	15.900 kr.

Efter 7 år udgør investors betalinger af formidlingsprovisioner:

Investor med 50.000 kr.	2.174 kr.
Investor med 100.000 kr.	4.348 kr.
Investor med 500.000 kr.	21.740 kr.
Investor med 1 mio. kr.	43.481 kr.

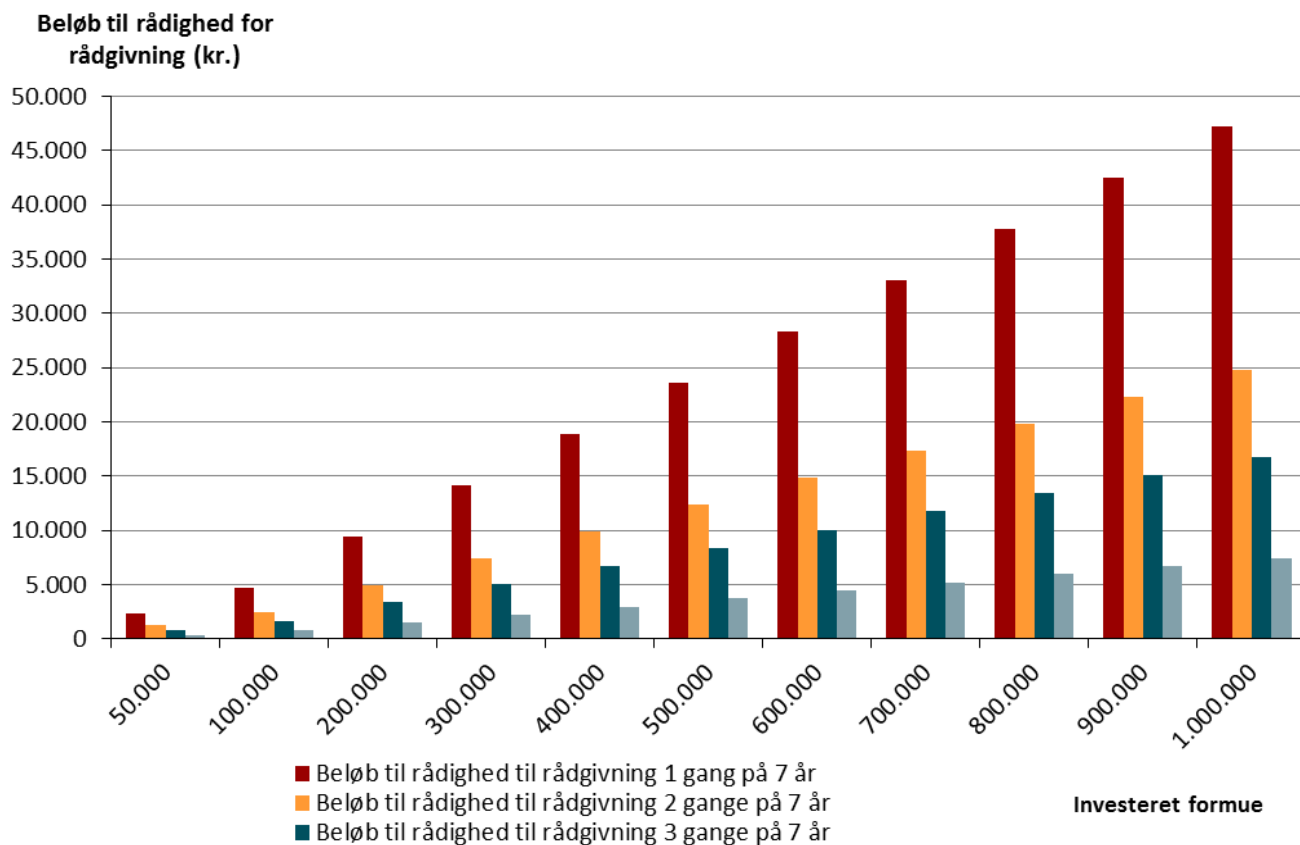
*Forudsat at investor investerer i en akkumulerende afdeling, der opnår et årligt afkast svarende til samfundsforudsætningerne fratrukket omkostninger.

Kilde: Beregninger foretaget af Finanstilsynet, 2015.

Som det fremgår af boksen ovenfor, vil en investor med 500.000 kr., som beholder sine investeringsfor- eningsbeviser i syv år, over disse syv år komme til at betale i alt 21.740 kr. i formidlingsprovisionsbetalinger, mens en investor med 50.000 kr. over samme periode vil komme til at betale 2.174 kr.

Hvis der blev indført et forbud mod at modtage provisioner, vil det beløb, som investor ikke længere vil skul- le betale i provisioner, kunne anvendes til rådgivning betalt på anden måde, f.eks. som timebetaling til pen- geinstituttet eller en anden rådgiver. Beløbet vil afhænge af størrelsen af investors formue, ligesom beløbet pr. rådgivningsseance vil afhænge af, hvor hyppigt investor ønsker rådgivning. Denne sammenhæng er illustreret i Figur 4.d, der beregningsteknisk bygger på en antagelse om, at afdelingernes omkostninger fal- der med et beløb svarende til provisionerne før indførelse af et forbud. De røde søjler i figuren skal f.eks. fortolkes som det beløb, som en investor har til rådighed til rådgivning én gang på syv år for at være stillet på samme måde som i en situation, hvor omkostningen ved rådgivning betales via løbende provisioner. De gråblå søjler illustrerer, hvad en investor, der ønsker rådgivning hvert år, har til rådighed. En investor med 500.000 kr., der ønsker rådgivning hvert år, vil altså kunne anvende godt 3.500 kr. for den ene årlige rådgiv- ningsseance i hvert af de syv år.

Figur 4.d Samlet betydning af provisioner afhængig af investors formue og rådgivningshyppighed



Note: Figuren bygger på ÅOP som omkostningsmål. ÅOP fordeler indtrædelses- og udtrædelsesomkostninger over 7 år. Det indebærer, at figuren – uanset hyppigheden af rådgivning – bygger på en forudsætning om, at investor omsætter 1/7 af porteføljen hvert år.

Beregningsforudsætninger fremgår af bilag 14.3.

Figur 4.d bygger som nævnt på en antagelse om, at et eventuelt provisionsforbud medfører et fald i omkostningerne på afdelingerne svarende til provisionens størrelse før indførelse af forbuddet. Denne antagelse kan dog anfægtes fra to sider.

På den ene side kan et provisionsforbud blive ledsaget af dynamiske effekter på konkurrencen, som kan føre til yderligere omkostningsfald. Således er det muligt, at et provisionsforbud vil betyde større brug af prisbillige investeringsforeningsafdelinger, hvorved investorerne sparer mere end blot provisionsbetalingerne. Erfaringen fra England er bl.a., at flere penge placeres i relativt billige investeringsforeningsafdelinger, og færre i relativt dyre, jf. afsnit 10. Et provisionsforbud kan således medføre, at investorerne får adgang til de øvrige ydelser investeringsforeningerne leverer, til en lavere pris end i dag¹⁶. Dermed kan figuren *under-*

¹⁶ Morningstar (2015d) har endvidere - i amerikansk sammenhæng - vurderet, at større brug af honorarflønning blandt amerikanske rådgivningsvirksomheder har medvirket til at kapitalforvalteren Vanguard, som har den laveste formuevægtede omkostningsprocent på 0,14 pct. (både aktivt og passivt forvaltede afdelinger), har vundet markedsandele. Før overgangen til honorarbetaling har der ikke været samme incitament til at anbefale prisbillige investeringsforeningsafdelinger.

vurdere det beløb, som investorerne har til rådighed for rådgivning, hvis der gennemføres et forbud mod provisioner.

På den anden side kan et provisionsforbud føre til, at de samlede omkostninger nedsættes med mindre end provisionssatsens størrelse, da formidlingsprovisionen normalt både finansierer distribution og rådgivning, jf. afsnit 4.2.1. Ud fra denne antagelse vil investorerne kun spare den del af formidlingsprovisionen, der går til rådgivning, mens den del af provisionen, der går til at finansiere distribution, formentlig vil blive erstattet af andre omkostninger i investeringsforeningerne. Dermed kan figuren *overvurdere* det beløb, som investorerne har til rådighed for rådgivning, hvis der gennemføres et forbud mod provisioner. I det omfang erfaringerne fra provisionsforbuddet i England, som har en anderledes markedsstruktur end Danmark, jf. afsnit 10, kan overføres til Danmark, vil ca. halvdelen af beløbene i beregningen i Figur 4.d være til rådighed for rådgivning i en verden uden provisioner.¹⁷

Bilag 14.4 indeholder regneeksempler, der viser det beløb, investorerne har til rådighed for rådgivning, hvis omkostningerne på danske investeringsforeningsbeviser falder med mindre end provisionssatsen i tilfælde af et forbud, jf. erfaringer fra England. Bilaget viser også effekten, hvis et provisionsforbud bliver ledsaget af dynamiske effekter på konkurrencen, som kan føre til yderligere omkostningsfald.

Hvis det som i Figur 4.d antages, at prisen på afdelingerne falder med provisionens størrelse efter et eventuelt forbud, vil en investor med 100.000 kr., som ønsker rådgivning én gang om året, have godt 700 kr. til rådighed til rådgivning pr. år.¹⁸ Tilsvarende vil en investor med 500.000 kr., som ønsker rådgivning én gang om året have knap 3.500 kr. til rådighed for rådgivning pr. år. Hvis de engelske erfaringer kan overføres til det danske marked, bliver beløbet ca. halvt så stort.

Når man overvejer, hvilket beløb investorerne har til rådighed for rådgivning i en verden uden provisioner, hører det med i billedet, at der er forskel på, hvordan betalingerne behandles skatte- og momsmæssigt. Figur 4.d tager ikke højde for, at en provision, der betales af investeringsforeningen, reducerer investorernes skattepligtige afkast fra foreningen. Det betyder, at provisionen reelt er fradragsberettiget. Til sammenligning kan en privat investor, der selv betaler sit pengeinstitut for rådgivning, ikke trække beløbet fra på selvangivelsen. En anden forskel er, at investor skal betale moms af rådgivningen, hvis han selv betaler sit pengeinstitut, hvorimod investeringsforeningens betaling af provision er momsfri i henhold til de europæiske momsregler. Det betyder, at det isoleret set ud fra en skattemæssig betragtning er dyrere for investorerne at købe rådgivning på egen hånd, end når investeringsforeningen køber og betaler for rådgivningen i pengeinstituttet.

¹⁷ Erfaringer fra England er, at prisen på engelske fonde er faldet med 25-30 procent efter forbuddet, jf. PwC, 2015. Dermed er priserne faldet med ca. halvdelen af formidlingsprovisionens tidligere niveau. Formidlingsprovisionen har typisk udgjort ca. halvdelen af management fee, jf. Strategic Insight (2011). Årsagen til, at omkostningerne ikke er faldet med formidlingsprovisionens størrelse, er, at fondene har tilpasset sig den nye situation. De bruger i dag flere penge på markedsføring og en del har etableret en stærkere salgsorganisation over for både distributører og kunder. Derfor har fondene stadig omkostninger til distribution efter et forbud, hvilket betyder, at det engelske provisionsforbud ikke har ført til et tilsvarende omkostningsfald i fondene.

¹⁸ Det er valgt, at investorer i tilfælde af et provisionsforbud vælger en rådgivningshyppighed på en gang årligt. Dette er valgt for at kunne sammenligne med en situation med provisioner, hvor MiFID II-direktivet kræver, at der ydes en løbende kvalitetsforbedrende service, hvis pengeinstituttet skal kunne modtage provisioner.

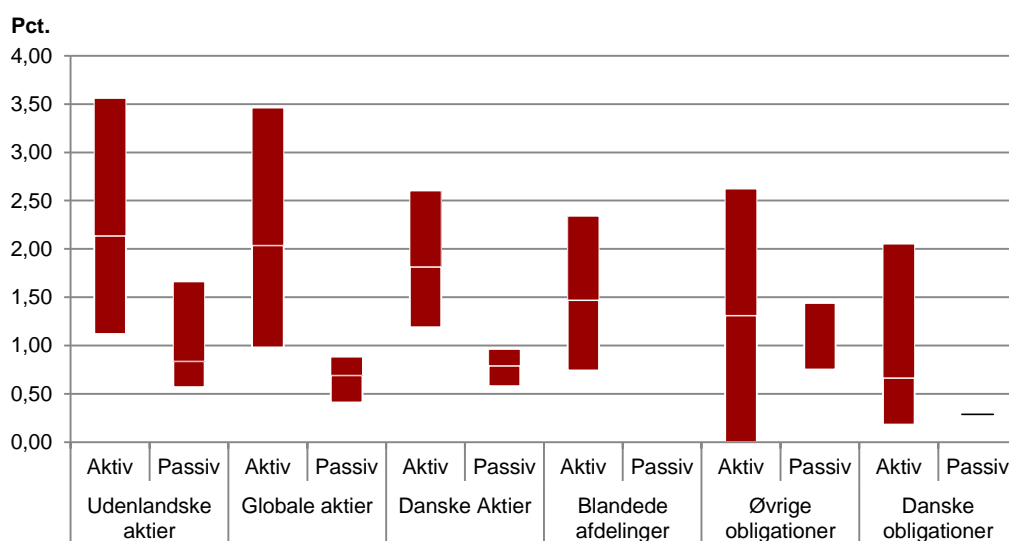
4.3 Omkostninger og provisioner fordelt på afdelingstyper

I dette afsnit vil der blive set på, hvilket niveau investeringsforeningernes omkostnings- og provisionsbeta-linger typisk ligger på.

4.3.1 ÅOP i praksis - størrelsen på ÅOP for danske investeringsforeninger

Figur 4.e viser en oversigt over den gennemsnitlige ÅOP¹⁹ (pr. 31. december 2014) for forskellige afdelings-typer – fordelt alt efter om der er tale om aktivt eller passivt forvaltede afdelinger.

Figur 4.e ÅOP-satser fordelt på afdelingstype, pr. 31. december 2014



Kilde: Finanstilsynets undersøgelse april 2015. ÅOP-satser er satser pr. 31. december 2014, og ÅOP-satserne tager dermed ikke højde for, at tre foreninger, som forvalter 55 pct. af investeringsforeningernes formue, i 2015 permanent fjernede tegningsprovisionen.

Se bilag 14.5 for beskrivelse af metoden.

Note: Søjlernes nedre og øvre kanter angiver de maksimale og minimale ÅOP-satser for forskellige afdelingstyper. Gennemsnitsomkostningen er illustreret ved den hvide streg i de røde felter.

Som det fremgår af figuren, ligger ÅOP for en gennemsnitlig aktivt forvaltet afdeling baseret på udenlandske eller globale aktier på godt 2 pct., mens ÅOP for en aktivt forvaltet afdeling baseret på danske aktier gennemsnitligt ligger omkring 1,8 pct. ÅOP for tilsvarende passivt forvaltede afdelinger ligger i reglen ca. 1 til 1,3 procent lavere end satserne for de aktivt forvaltede afdelinger. Det svarer til, at en investor, som investerer 500.000 kr. i en aktivt forvaltet afdeling betaler ca. 5.000 – 6.500 kr. mere om året i omkostninger end en investor, som investerer 500.000 kr. i en tilsvarende passivt forvaltet afdeling.

Blandede afdelinger og afdelinger baseret på udenlandske obligationer har typisk en ÅOP på 1,4 til 1,5 pct., mens danske obligationsafdelinger har en ÅOP på omkring 0,6 pct. Passive afdelinger er ualmindeligt for disse afdelingstyper, hvorfor der ikke kan sammenlignes med tilsvarende passivt forvaltede afdelinger.

¹⁹ For en beskrivelse af ÅOP – se afsnit 4.1

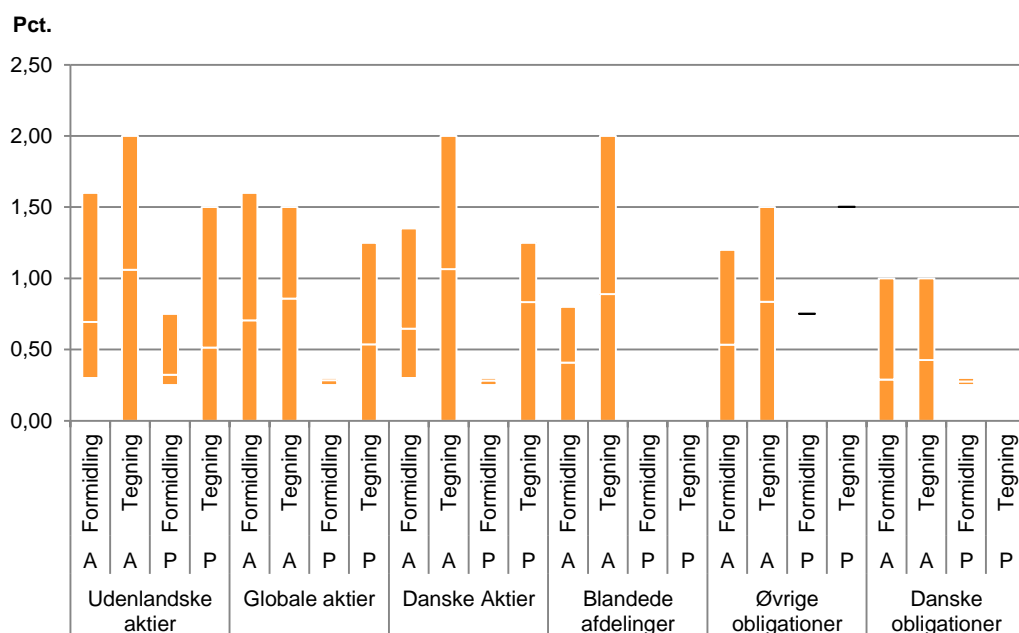
Når aktieafdelinger generelt har højere omkostninger end blandede afdelinger og obligationsafdelinger, og når aktive afdelinger generelt har højere omkostninger end passive afdelinger skyldes dette bl.a. meromkostningerne ved udenlandsk aktiehandel og meromkostningerne ved at forestå den aktive forvaltning.

4.3.2 Formidlingsprovision og tegningsprovision – i praksis

Formidlingsprovision og tegningsprovision er typisk fastsat som en procentsats af det investerede beløb. Figur 4.f nedenfor viser niveauet for tegnings- og formidlingsprovisionssatser for forskellige afdelingstyper – fordelt alt efter om der er tale om aktivt eller passivt forvaltede afdelinger. Figuren viser de satser, som fremgik af de nyeste prospekter, som var tilgængelige april 2015.

Flere foreninger har efter informationsindsamlingsstidspunktet reduceret tegningsprovisionen midlertidigt i udvalgte afdelinger (hovedsageligt set for danske obligationsafdelinger), mens andre har gennemført permanente reduktioner for samtlige afdelinger – bl.a. med henblik på at lade stordriftsfordele komme investorerne til gode, og ud fra et ønske om mere transparent omkostningsstruktur.

Figur 4.f Formidlings- og tegningsprovision fordelt på afdelingstype, pr. april 2015



Kilde: Undersøgelse foretaget af Finanstilsynet april 2015 på baggrund af data leveret af Investeringsfondsbranchen samt gennemgang af prospekter. Satser for formidlings- og tegningsprovisioner er satser indhentet fra de nyeste prospekter, som var tilgængelige april 2015. En række aktører har i løbet af 2015 foretaget ændringer i deres omkostningsstrukturer.

Note: Undersøgelsen omfatter 377 afdelinger. Søjlerens nedre og øvre kanter i figuren angiver de maksimale og minimale formidlings- og tegningsprovisionssatser for aktivt (A) og passivt (P) forvaltede afdelinger fordelt på investeringskategorier. Gennemsnitsprovisionssatsen er illustreret ved den hvide streg i de røde felter.

Se endvidere bilag 14.5 for en beskrivelse af metoden.

Formidlingsprovisionen for en gennemsnitlig aktivt forvaltet aktieafdeling var april 2015 typisk på omkring 0,6 pct., mens den typiske sats for tegningsprovision for sådanne afdelinger var på omkring 0,8 til 1 pct., jf. Figur 4.f. For obligationsafdelinger ligger satserne på omkring 0,3 til 0,5 procent i formidlingsprovision og 0,4 til 0,9 procent i tegningsprovision.

Tegnings- og formidlingsprovisionssatserne er generelt højere for aktivt forvaltede afdelinger end for passivt forvaltede afdelinger. Således var formidlingsprovisionen april 2015 typisk 0,3 til 0,4 procentpoint lavere for de passivt forvaltede aktieafdelinger end for de aktivt forvaltede aktieafdelinger. For obligationsafdelinger kan forskellen ikke opgøres, idet der på dette område kun er få passivt forvaltede afdelinger.

Det forhold, at formidlingsprovisioner og tegningsprovisioner kan ligge på et ganske forskelligartet niveau, alt afhængigt af hvilken afdelingstype der investeres i, indebærer, at der for distributørerne kan være et økonomisk incitament til at anbefale investorer at investere penge i de afdelinger, hvor provisionerne er størst.²⁰

De pengeinstitutter, som har indgået distributionsaftaler med foreninger, som opererer med tegningsprovisioner, kan endvidere have et økonomisk incitament til at anbefale kunderne at investere i afdelinger, som er i vækst, og hvor sandsynligheden for nyudstedelser er størst, ligesom de kan have et incitament til at anbefale investorer, som allerede har investeringsforeningsbeviser i deres depot, at sælge eksisterende papirer og erstatte dem med investeringsforeningsbeviser i andre investeringsforeninger, hvortil der er knyttet et emissionstillæg indeholdende en tegningsprovision.

4.4 Øvrige eventuelle serviceomkostninger som ikke er indregnet i ÅOP

Ud over de omkostninger, som er indeholdt i ÅOP, afholder den enkelte investor også gebyrbetalinger direkte til det pengeinstitut, hvorigennem handlen med investeringsforeningsbeviserne foregår. Her kan der skelnes mellem engangsgebyrer og løbende gebyrer.

De engangsgebyrer, som investor skal betale, er hovedsageligt kurtage i forbindelse med køb/salg af investeringsforeningsbeviser. Dertil kommer, at investor bliver takseret et gebyr for beholdningsændringer, et eventuelt kurstillæg/fradrag ved køb og salg når handlen foretages som en gennemsnitshandel, samt et eventuelt gebyr for udbyttebetaling, hvis der er tale om en udbyttebetalende afdeling.

De investorer, som investerer i investeringsforeningsbeviser via en porteføljeplejeordning, vil skulle betale særskilt gebyr for porteføljeplejeydelsen. Disse gebyrer er beskrevet i afsnit 7.2.6.

4.4.1 Engangsgebyrer

Når en detailinvestor handler investeringsforeningsbeviser, er det almindeligt at betale kurtage til pengeinstituttet i forbindelse med køb og salg af investeringsforeningsbeviser. Kurtagen skal bl.a. dække pengeinstituttets udgifter ved at handle beviserne.

Kurtagen er typisk fastsat som en fast procentsats af det investerede beløb. Samtidig er det almindeligt med et minimumskurtagebeløb. Det indebærer, at investorer som investerer helt små beløb i en afdeling kommer til at betale forholdsmæssigt mere i kurtage end investorer, som investerer større beløb i en afdeling.

²⁰ En større dansk investeringsforening har dog indført en ensartet formidlingsprovision for alle afdelinger, så de nævnte økonomiske incitamenter ikke længere er til stede.

Boks 4.d viser størrelsen på de typiske kurtagesatser hos 6 undersøgte pengeinstitutter med en helkunde-forretningsmodel samt tre pengeinstitutter med investeringsplatforme målrettet gør det selv-investorer, som har øvrige bankforretninger andetsteds.

Boks 4.d Investors kurtageomkostninger til pengeinstituttet

	Pengeinstitutter med helkunde-forretningsmodel*		Pengeinstitutter med investeringsplatforme målrettet gør det selv-investorer
Type af investeringsforeningsbeviser	<i>Netbank-handel**</i>	<i>Rådgivet handel og ekspeditionshandel</i>	<i>Netbank-handel, rådgivet handel og ekspeditionshandel</i>
Beviser fra forening med forretningsmæssige bånd til pengeinstituttet	Alle typer afdelinger: 0,1-0,15 pct. min. 0-50 kr.	Aktier: 0,25-0,75 pct., min. 0-175 kr. Obl.: 0,1-0,75 pct., min. 0-175 kr. Blandede: 0,2-0,75 pct., min. 0-175 kr.	
Øvrige beviser	Alle typer afdelinger: 0,1-0,5 pct. min. 0-50 kr.	Aktier: 0,5-1 pct., min. 0-200 kr. Obl.: 0,1-1 pct., min. 0-200 kr. Blandede: 0,2-1 pct. min. 0-200 kr.	0,02-0,1 pct. min. 14,9-29 kr.

Kilde: Undersøgelse foretaget af Finanstilsynet 2015.

*Helkunde-forretningsmodel er karakteriseret ved at være et forhold, hvor kunden overvejende får opfyldt sit behov for finansielle ydelser i ét pengeinstitut.

**Netbank-handel kan være rådgivet handel, hvor investor har valgt selv at foretage handlen efterfølgende.

Note: Tabellen indeholder seks pengeinstitutter med en helkunde-forretningsmodel og tre distributører med investeringsplatforme målrettet gør det selv-investorer, som har øvrige bankforretninger andetsteds. De seks pengeinstitutter med en helkunde-forretningsmodel er Nordea, Danske Bank, Jyske Bank, Sydbank, Nykredit og Lån & Spar Bank. De tre distributører med investeringsplatforme målrettet gør det selv-investorer er Saxo Bank, Degiro og Nordnet. Datamaterialet er indsamlet gennem pengeinstitutternes hjemmesider i juni 2015.

Kurtagesatserne ved handel, som knytter sig til investeringsrådgivning, ligger hos de seks pengeinstitutter, som opererer med en helkundemodell, i intervallet 0,1 til 1 pct.

Kurtagesatserne ved netbankhandel hos disse pengeinstitutter ligger i intervallet 0,1 til 0,5 pct. og er dermed lavere end ved handel med rådgivning. Hos disse institutter kan kurtagesatserne, når der handles med beviser udstedt af en investeringsforening med forretningsmæssige bånd til pengeinstituttet, være op til 0,35 procentpoint lavere end kurtagesatserne for handel med "fremmede" beviser ved netbank-handel. Ved rådgivet handel kan kurtagesatserne være op til 0,25 procentpoint lavere.

Ved netbankhandel kan kurtagesatserne hos de udbydere af særlige investeringsplatforme, som især er målrettet til og anvendes af gør det selv-investorer, være op til 0,4 procentpoint lavere end kurtagesatserne hos de pengeinstitutter, som opererer med en helkundemodell. Tages rådgivne handler med i betragtning,

kan forskellen være op til 0,9 procentpoint. Investeringsplatforme målrettet gør det selv-investorer takserer typisk ikke øvrige gebyrer ud over kurtag.

I pengeinstitutter med en helkundeforretningsmodel kan investor endvidere, i de tilfælde hvor handlen foretages som en gennemsnitshandel, blive opkrævet et eventuelt kurstillæg til pengeinstituttet i forbindelse med købet samt et kursfradrag i forbindelse med salget. I to ud af de seks undersøgte pengeinstitutter ligger dette tillæg/fradrag på 0,25 til 0,5 pct. af handelskursen.

Foretager en investor beholdningsændringer af sine investeringer, er det almindeligt, at dette i pengeinstitutter med en helkundeforretningsmodel koster ca. 12 til 15 kr. Dette beløb skal bl.a. dække instituttets udgifter ved at foretage beholdningsomlægningerne.

I et af de seks pengeinstitutter med en helkundeforretningsmodel skal investorer, som investerer i udbyttebetalende beviser, betale et gebyr for udbyttebetaling, som ligger på 40 kr. pr. fondskode pr. tildeling.

5 Performance og afkast i investeringsforeninger

Ifølge analyser er danske investeringsforeninger nummer to efter Holland ud af i alt 15 europæiske lande målt på en afvejning af afkast, risiko og omkostninger.

Samtidig viser analyser af de danske investeringsforeningers historiske afkast, at de gennemsnitligt leverer et afkast efter omkostninger, der ligger under benchmark-afkastet på de markeder, der investeres i. Således er der - set i forhold til benchmark - et flertal af afdelingerne, der leverer et negativt merafkast efter omkostninger.

Sammenligningen med markedsafkastet (benchmark) tager ikke højde for, at der også er omkostninger ved at investere i de papirer, som er indeholdt i benchmark. Det kan der tages højde for ved at sammenligne afdelingernes performance med afkastet efter anslåede omkostninger i en fiktiv passiv benchmark-afdeling. Med denne sammenligningsmetode er det omtrent halvdelen af afdelingerne, der har et afkast efter omkostninger, der ligger under benchmark efter de anslåede omkostninger - og omtrent halvdelen, der har et afkast efter omkostninger, der ligger over benchmark efter de anslåede omkostninger. Det gennemsnitlige merafkast efter omkostninger er positivt.

Det bemærkes, at ingen af de beskrevne analyser medtager investors udgifter til kurtag og over-/underkurs ved køb henholdsvis salg i datagrundlaget.

De danske aktivt forvaltede afdelinger, der gør det bedre end benchmark, gør det i nogle tilfælde på grund af held. Andre på grund af dygtighed. Analyser af danske afdelinger viser, at performanceforskellene mellem de enkelte afdelinger er vokset over tid, hvorved investorenes specifikke valg af afdeling over tid har fået større betydning for, hvilket afkast den enkelte investor ender med at få. Det er derfor relevant at se på performance i de afdelinger, som investorenes midler placeres i. En analyse baseret på investorenes valg af afdelinger når således frem til, at den gennemsnitlige investor får et merafkast (vægtet med afdelingernes AuM) over fem år på 0,81 pct. før omkostninger og minus 0,28 pct. efter omkostninger. Sidstnævnte er ifølge analysen nogenlunde på niveau med omkostningerne i en passivt forvaltet afdeling, hvor investorerne typisk må betale for rådgivning ved siden af, hvis de ønsker rådgivning.

Danske analyser viser, at afdelinger med de laveste omkostninger historisk set generelt har været bedre til at generere afkast end afdelinger med de højeste omkostninger, og de viser, at selv små forskelle i omkostninger kan have stor betydning for investors opsparing over tid. Tages der højde for de indirekte omkostninger i form af bl.a. tabt afkast på de penge, der bliver betalt ekstra i omkostninger, fordobles omkostningsforskellen mellem henholdsvis en afdeling med høje og lave omkostninger over en 40-årig periode.

Det har ikke på baggrund af de gennemgåede analyser været muligt for arbejdsgruppen konkludere entydigt på, hvorvidt aktiv eller passiv forvaltning generelt kan siges at være bedst til at skabe merværdi for investorerne efter, at omkostningerne er betalt.

5.1 Indledning

En række undersøgelser og analyser har set nærmere på performance i danske investeringsforeninger og har kortlagt sammenhænge mellem blandt andet afdelingstype, foreningernes performance og omkostningsniveau. Endvidere har flere undersøgelser og analyser set på henholdsvis omkostningernes og formid-

lingsprovisionens betydning for det afkast, som en investor opnår ved at investere midler i en investeringsforening. Dette afsnit sammenfatter resultaterne fra en række af disse analyser og undersøgelser.

5.2 Danske foreningers performance

Foreningernes performance – set i forhold til udlandet

Hvis danske investeringsforeningers kvalitet måles i europæisk perspektiv ud fra en kvantitativ rating af investeringsforeningers historiske præstationer, ligger danske investeringsforeninger i top. Ud fra en rating - udarbejdet af Morningstar - og baseret på, at højt afkast, lav risiko og lave omkostninger²¹ trækker op i ratingen, ligger danske investeringsforeninger aktuelt nummer 2²² ud af i alt 15 europæiske lande, når man ud fra en gennemsnitsbetragtning sammenligner danske investeringsforeningsafdelinger med fonde i de øvrige europæiske lande, jf. Morningstar (2014, 2015).

Danmark har både nu og tidligere ligget i den europæiske top, når gennemsnittet sammenlignes med gennemsnittet for tilsvarende europæiske afdelinger, jf. f.eks. Morningstar (2011b). Ifølge Morningstar (2014b) dækker dette bl.a. over:

- at forvalterne bag de danske afdelinger ud fra en gennemsnitsbetragtning er over middel til at opnå afkast i forhold til resten af Europa.
- at de danske afdelinger relativt er lidt mindre risikofyldte.
- at de løbende omkostninger i nordiske fonde i gennemsnit er lavere end gennemsnittet for de øvrige europæiske modparter.
- at købs- og salgskomkostninger ud fra en gennemsnitsbetragtning er under niveauet i det øvrige Europa.

Ifølge Engsted (2012) skelner Morningstars rating ikke mellem afdelinger målrettet henholdsvis institutionelle investorer og afdelinger målrettet privatkunder (detailafdelinger). Engsted anfører, at der er grund til at tro, at omkostningerne i de institutionelle afdelinger er lavere end omkostningerne i detailafdelinger, hvilket ifølge Engsted gør det uklart, hvor informativ ratingen er for den private investor, der vil købe en standard detailafdeling.

5.2.1 Foreningernes performance set i forhold til benchmark

Christensen (2012) argumenterer for, at en sammenligning af danske investeringsforeningsafdelinger med europæiske investeringsfonde ikke kan bruges til at sige noget om foreningernes evne til at generere et afkast, som slår markedsafkastet. Derfor er det relevant også at se på, i hvilket omfang foreningerne er i stand til at levere et afkast, der kan matche afkastet fra værdipapirer, som afdelingerne benchmarker sig op imod.

²¹ Ratingen tager højde for både de løbende omkostninger i afdelingerne, og omkostninger, der er forbundet med at købe sig ind og ud af afdelingerne.

²² Det eneste land i Europa, som opnår en bedre placering end Danmark, er Holland. En del af forklaringen herpå kan være det hollandske provisionsforbud, som indebærer, at omkostninger til distribution og rådgivning ikke indgår i UCITS-fondenes omkostninger, men takseres separat ved siden af. Når omkostningerne i danske afdelinger af investeringsforeninger er højere end i hollandske fonde, kan det således bl.a. forklares med, at omkostningerne i Danmark medregner omkostninger til distribution og rådgivning, hvilket ikke er tilfældet i Holland.

Flere analyser har beskæftiget sig med dette spørgsmål, og de viser, at hovedparten af de danske aktiebaserede investeringsforeningsafdelinger efter årtusindskiftet ikke har formået at skabe et afkast efter omkostninger, der kan matche afkastet fra de værdipapirer, som afdelingerne benchmarker sig op imod, jf. f.eks. Morningstar (2014a) og Christensen (2012).

For tidshorisonter på henholdsvis 1, 3, 5 og 7 år er det henholdsvis 73 pct., 70 pct. 64 pct. og 61 pct. af aktieafdelingerne, som ikke har skabt et afkast svarende til benchmark, jf. Morningstar (2014a). Det årlige merafkast efter omkostninger set i forhold til benchmark er på -1,74 pct. over 1 år, -1,27 pct. over 3 år, - 0,56 pct. over 5 år og - 0,56 pct. over 7 år. Morningstar (2014a) påpeger i den forbindelse, at jo længere tidshorison der er tale om, jo mere overvurderer tallene den faktiske performance pga. såkaldt ” survivorship bias”, dvs. det fænomen, at dårlige investeringsforeningsafdelinger løbende lukkes, mens de gode afdelinger opretholdes.

Ud fra en betragtning om, at investorerens valg af afdeling har betydning for det afkast, der opnås, har Morningstar (2015c) set nærmere på, hvilke afdelinger investorerens midler placeres i, og beregnet det gennemsnitlige femårige merafkast vægtet med afdelingernes AuM²³.

I denne periode har investorerne opnået en gennemsnitlig merperformance på 0,81 procentpoint før omkostninger. Investorerens valg af afdelinger inden for de respektive aktivklasser har i denne periode bidraget positivt til den samlede merperformance. Investorerne har dermed i denne periode overvægtet afdelinger, hvor forvalterne outperformer benchmark før afholdelse af omkostninger.

Morningstar har også set på investorerens samlede merperformance efter alle omkostninger, fordelt efter afdelingstype. Denne analyse viser, at den gennemsnitlige investor har oplevet en årlig underperformance på 0,28 procentpoint. Det tal dækker over en underperformance for aktieafdelinger på 0,55 procentpoint, en underperformance for afdelinger med udenlandske obligationer på 0,56 procentpoint, en underperformance for balancerede afdelinger på 0,33 procentpoint og en overperformance for danske obligationsafdelinger på 0,32 procentpoint.

Den årlige underperformance på 0,28 procentpoint er ifølge Morningstar nogenlunde på niveau med omkostningen i en passivt forvaltet portefølje. Hvis det forudsættes, at investorerne i aktivt forvaltede afdelinger løbende modtager investeringsrådgivning, og ikke opkræves yderligere gebyrer for rådgivning, er resultatet bedre end et passivt alternativ, hvor der skal betales for investeringsrådgivning ved siden af, jf. Morningstar (2015c).

Christensen (2012) finder endvidere, at der ikke har været forskel på aktive og passive afdelingers evner til at skabe et afkast efter omkostninger, der kan matche afdelingernes benchmark.

Sammenligningen med markedsafkastet (benchmark) tager ikke højde for, at der for investor typisk vil være omkostninger ved at investere i de papirer, som er indeholdt i benchmark. Det kan der tages højde for ved at sammenligne afdelingernes performance med afkastet efter omkostninger i en fiktiv passiv benchmark-afdeling. Omkostningerne antages at svare til dem, der antageligt vil være forbundet med at investere i et

²³ AuM er en forkortelse for Assets under Management.

passivt produkt på det pågældende investeringsmarked.²⁴ Med denne sammenligningsmetode er der over en femårig tidshorisont 56 pct. af de aktive fonde, der slår det passive benchmark-produkt (mod 36 pct., der slår det rene markedsafkast), over syv år er andelen oppe på 59 pct. (mod 39 pct., der slår det rene markedsafkast) og over ti år er andelen 44 pct. (mod 43 pct., der slår det rene markedsafkast). Det årlige merafkast ved at vælge aktivt forvaltede afdelinger frem for det fiktive passive benchmark-produkt er gennemsnitligt 0,76 pct. over 3 år og 0,33 pct. over 10 år, jf. Mikkelsen (2012).

Christensen (2012) argumenterer for, at en sammenligning med markedsafkastet ikke kan anses for værende et mål for privatinvestors afkastgevinst²⁵. Det skyldes, at afdelingernes afkast efter omkostninger sædvanligvis beregnes som afkast, hvorfra der alene er trukket de omkostninger, som beregnes inde i den enkelte foreningsafdeling. I tillæg hertil har investorerne også udgifter pga. køb af investeringsforeningsbeviser til overkurs (pga. emissionstillæg) og salg til underkurs (pga. indløsningsfradrag). Dertil kommer investors udgifter til diverse servicegebyrer til pengeinstituttet, f.eks. kurtage til pengeinstituttet for køb/salg af investeringsforeningsbeviserne.

Hvis en afdelings afkast - fratrukket afdelingsomkostninger - eksempelvis er neutralt i forhold til et benchmark, opnår den enkelte investor således de facto benchmarkafkastet minus investors omkostninger ved over-/underkurshandel og minus de servicegebyrer, som investor betaler til pengeinstituttet. Hvor meget investors afkast bliver påvirket af disse ekstraomkostninger, er vanskeligt at anslå, idet det bl.a. afhænger af den konkrete situation, herunder investors holdeperiode. Christensen (2012) anslår, at alene emissionstillæg og indløsningsfradrag typisk som minimum vil indebære en reduktion i afkast på 0,5 pct. p.a. og i værste fald op til 5 pct. p.a. Ifølge dette overslag skal en afdeling derved som minimum opnå et afkast på 0,5 pct. efter afdelingsomkostninger, før end en privatinvestor opnår formuevækst.

5.2.2 Performanceforskelle, sammenhænge og forklaringer

Morningstar (2014b) finder, at danske aktieafdelingers evne til at performe har vist sig at afhænge af investeringsområde og markedsscenario. Eksempelvis har afdelinger, som baserer sig på emerging markets, danske aktier og til dels Latinamerika, i de senere år været bedre til at slå benchmark end afdelinger, der investerer i amerikanske, europæiske og japanske aktier. Samtidig finder Jensen, Nielsen & Nielsen (2014), at der ikke er en statistisk signifikant tendens til, at det er de samme foreninger over tid, der er performer godt efter omkostninger.

Jensen, Nielsen & Nielsen (2014) anvender endvidere en analyse af de seneste 10 års historiske data til at konkludere, at overperformance i aktivt forvaltede afdelinger efter omkostninger skyldes dygtighed hos omtrent halvdelen af de afdelinger, som præsterer et positivt signifikant merafkast, mens det skyldes held hos resten.

²⁴ For at estimere omkostningerne forbundet med passiv investering benytter Morningstar nøgletallet Estimated Holding Cost. Omkostningerne varierer, men spændet vil typisk ligge fra 0,1 til 1,0 pct. i årlige omkostninger alt efter investeringsmarked. For 13 danske kategorier af aktiefonde estimeres omkostningerne ved passiv forvaltning i 2 ud af 13 kategorier til at være under 0,10 procent, mens omkostningerne ved passiv forvaltning i de eksisterende kategorier estimeres til at være mellem 0,34 og 0,98 pct. Metoden fastsætter derved for disse 11 kategorier omkostningerne ved passiv forvaltning på et højere niveau end det omkostningsniveau, som 65 pct. af formuen i amerikanske passivt forvaltede fonde forvaltes til. Jf. Morningstar (2015b) forvaltes 65 pct. af formuen i amerikanske passivt forvaltede fonde til en omkostningsprocent på under 0,1 pct.

²⁵ Dette gælder uanset om der er tale om en provisionsbetalende eller ikke-provisionsbetalende afdeling.

Christensen (2012) finder på baggrund af en analyse, at det seneste årti adskiller sig fra årtiet før ved, at der nu er større forskelle end tidligere på, hvordan de forskellige afdelinger performer set i forhold til deres benchmark. Dermed har investorernes specifikke valg af afdeling over tid fået større betydning for, hvilket afkast den enkelte investor ender med at få.

Bechmann og Rangvid (2007) konkluderer, at god performance efter omkostninger hos danske foreninger bedre lader sig forklare med et lavt omkostningsniveau end med afdelingens historiske afkast. Og de estimerer, at de 10 pct. af afdelingerne, som havde de laveste omkostninger, i gennemsnit genererer et merafkast efter omkostninger til investorerne på 2 til 3 pct. om året sammenlignet med de 10 pct. af afdelingerne, som har de højeste omkostninger.

Morningstar (2011a) finder i en dansk analyse, at der ikke er nogen positiv sammenhæng mellem høje omkostninger og høj kvalitet. Dette kommer de frem til ved at se på sammenhængen mellem afdelingernes omkostningsprocent og afdelingernes Morningstar Rating²⁶ (som et mål for afdelingernes kvalitet). Ifølge Morningstar har afdelinger med blot én enkelt stjerne (når der ses bort fra aktieafdelinger i 2007) ud fra en gennemsnitsbetragtning den højeste omkostningsprocent. Omvendt har de femstjernede afdelinger ifølge Morningstar i langt de fleste tilfælde den laveste omkostningsprocent.

5.3 Performance hos udenlandske porteføljeforvaltere

26 pct. af de danske investeringsforeningsafdelinger, som baserer sig på udenlandske aktier, anvender udenlandske porteføljeforvaltere, jf. afsnit 4.2. Og langt hovedparten af disse er aktivt forvaltede. Der findes omfattende udenlandsk litteratur, som beskæftiger sig med, i hvilket omfang sådanne porteføljeforvaltere genererer et afkast efter omkostninger, som kan slå markedsafkastet.

Engsted (2012) konkluderer på baggrund af en gennemgang af litteraturen om porteføljeforvalteres performance, at visse porteføljeforvaltere er i stand til at levere et afkast efter omkostninger, der matcher passive indeksfonde, men at en stor gruppe leverer systematisk negativ performance enten pga. høje omkostninger eller pga. udygtige forvaltere. Omvendt er der ifølge Engsted kun få foreninger, der systematisk er i stand til at slå markedet pga. dygtig forvaltning. Petajisto (2013) argumenterer for, at det især er de foreninger, som er mest aktivt forvaltet (målt på active share). Omvendt argumenterer Frazzini, Friedman og Pomorski (2015) for, at der ikke er forskelle i afkast mellem henholdsvis de mest og de mindst aktivt forvaltede (målt på active share), mens der ifølge disse forfattere derimod er en tendens til, at de mest aktivt forvaltede fonde har benchmark, som signifikant underperformer de mindst aktivt forvaltede fondes benchmark.

Mere detaljerede resultater fra en række af disse udenlandske undersøgelser er vist i boksen nedenfor.

²⁶ I Morningstar Ratingen bliver de 10 pct. bedste fonde i hver kategori tildelt 5 Morningstar stjerner, mens de dårligste 10 pct. tildeles én stjerne. En middelmådig fond belønnes med tre stjerner.

Boks 5.a Udenlandske porteføljeforvalteres performance

Gerakos, Linnanianmaa & Morse (2014) har udarbejdet en analyse af 2.818 udenlandske porteføljeforvalteres performance (som forvalter over 44.000 investeringsprodukter). De konkluderer på baggrund af analysen, at porteføljeforvalterne generelt overperformer benchmark før omkostninger, men performer neutralt i forhold til benchmark efter omkostninger. Forfatterne af analysen konkluderer på den baggrund, at udenlandske investeringsforvalteres investeringsstrategier bærer frugt, og at indeksfonde kan give underperformance i forhold til den performance, som porteføljeforvaltere kan generere.

Kosowski (2006) har gennemført en analyse af 1.788 amerikanske, aktiebaserede investeringsfonde i perioden 1975-2002. De konkluderer på baggrund af analysen, at hovedparten leverer et afkast efter omkostninger, som ikke "slår markedet".

Petajisto (2013) konkluderer på baggrund af en analyse, at den gennemsnitlige aktivt forvaltede afdeling har underperformat med -0,41 pct. i forhold til benchmark efter omkostninger. Og forfatteren viser, at de mest aktivt forvaltede afdelinger (målt ved høj active share) har været i stand til at slå deres benchmark med ca. 1,26 pct. om året efter omkostninger. Derimod har de aktivt forvaltede afdelinger, som forfatteren betegner som "skabspassive", kun opnået lige akkurat et afkast, der matcher deres benchmark, hvilket indebærer, at de har underperformat, når man ser på investors afkast efter omkostninger. Forfatteren konkluderer på den baggrund, at investorer bør være opmærksomme på graden af aktiv forvaltning. Og han anbefaler, at investorer, når de vælger afdelinger, skal gå efter de allermest aktivt forvaltede fonde eller en indeksafdeling med lave omkostninger. De bør med andre ord vælge et af de to yderpunkter og undgå afdelinger i midten.

Frazzini, Friedman og Pomorski (2015) konkluderer på baggrund af samme datasæt som anvendt af **Petajisto (2013)**, at der ikke er forskelle i afkast mellem henholdsvis de mest og de mindst aktivt forvaltede (målt på active share). Samtidig konkluderer forfatterne, at der er en tendens til, at de mest aktivt forvaltede fonde har benchmark, som signifikant underperformer de mindst aktivt forvaltede fondes benchmark.

Kosowski (2006) og Cuthbert m.fl. (2008) påviser, at der i perioden 1975-2002 blandt de allerbedste topperformere hos hhv. amerikanske og engelske, aktiebaserede investeringsfonde er dygtige såvel som heldige. Og **Kosowski (2006) og Fama & French (2010)** påviser, at dårlig performance hos amerikanske, aktiebaserede investeringsfonde ikke kun kan tilskrives uheld, men hos en række afdelinger skyldes det decideret udygtighed.

På baggrund af en analyse af over 2000 amerikanske, aktiebaserede investeringsfonde over perioden 1975-2006 konkluderer **Barras m.fl. (2010)**, at andelen af dygtige forvaltere er faldet over tid. I 1989 var der henholdsvis 14,4 pct. dygtige og 9,2 pct. udygtige. I 2006 var disse andele henholdsvis 0,6 pct. og 24 pct. og forfatterne argumenterer for, at det især er de nye fonde, der har vist sig at være udygtige.

5.4 Betydningen af omkostninger og provisioner for investors afkast

Omkostninger, herunder provisioner, har betydning for investors afkast. For store beløb og lang tidshorisont vil selv små forskelle i omkostninger have stor betydning for investors formue tilvækst.

I dansk sammenhæng har Morningstar (2013) regnet på, hvilken betydning det har, at en investor investerer i detailafdelinger, hvortil der er knyttet højere omkostninger end til afdelinger målrettet institutionelle investorer. De kommer frem til, at en privat investor med en formue på 500.000 kr. i 2011 ville have kunnet spare 2.500 kr. årligt, hvis han/hun havde haft samme omkostningsfordele som danske institutionelle investorer.²⁷

Kronborg og Jarner (2015) har endvidere gennemført teoretisk funderede regneeksempler, som viser, at den omkostningsforskel, som følger af, at en investor investerer i en højomkostnings-afdeling fremfor i en lavomkostnings-afdeling, fordobles over en 40-årig periode, hvis man også medtager indirekte omkostninger i form af tabt afkast, som bl.a. kommer af, at investor mister muligheden for at investere de penge, der bliver betalt ekstra i omkostninger. Resultaterne fra analysen er uddybet nedenfor.

Boks 5.b Betydningen af omkostningsforskelle for investors opsparing over tid

Kronborg & Jarner (2015) viser på baggrund af en række teoretiske beregninger, at en investors omkostninger ved at investere i en afdeling med omkostninger i den høje ende - frem for i en afdeling med omkostninger i den lave ende - omtrent fordobles, hvis man i tillæg til de direkte omkostninger også medtager indirekte omkostninger.

Kronborg sammenligner en investors omkostninger, alt efter om investor placerer 60.000 kr. (ud af 100.000 kr.) i en aktiebaseret afdeling med en årlig omkostning på hhv. 0,6 pct. eller 1,4 pct. Han viser, at

- Investors årlige omkostninger er hhv. 360 kr. versus 840 kr. i de to afdelinger. Set over 40 år udgør den *direkte* omkostningsforskel 13.000 kr. målt i nutidskroner.
- Den *indirekte* omkostningsforskel udgør set over 40 år yderligere 12.000 kr. målt i nutidskroner.

De indirekte effekter skyldes dels de afkast, investor går glip af ved ikke at kunne investere de 13.000 kr., som investor har betalt ekstra i omkostninger. Og dels at en investor, som investerer i afdelingen med de højeste omkostninger, er nødt til at investere mere forsigtigt for at bevare samme risikoprofil.

Bechmann og Wendt (2012) har endvidere set nærmere på, hvilken betydning størrelsen af formidlingsprovisionsbetalingerne i danske investeringsforeningsafdelinger har for en investors opsparing på længere sigt. De viser bl.a. at, hvis en detailinvestor investerer i en dansk aktieafdeling, der betaler formidlingsprovision på 0,64 pct., vil en investeret formue på 100.000 kr. over syv år kunne have været 6.400 kr. højere, hvis der ikke var blevet betalt formidlingsprovision. Regneeksemplerne fra Bechmann og Wendt (2012) er yderligere beskrevet i boksen nedenfor.

²⁷ Regnestykket tager ikke højde for, at lovgivningen stiller øgede krav til investorbeskyttelse for afdelinger målrettet institutionelle investorer.

Boks 5.c Den økonomiske betydning af formidlingsprovisioner

Bechmann og Wendt (2012) viser ved flere eksempelberegninger, hvor stor betydning formidlingsprovisionen har for en investors slutformue ved investering af 100.000 kr.

Undersøgelsen viser bl.a., at en investor, som investerer 100.000 kr. i en *aktieafdeling* med en gennemsnitlig formidlingsprovision på 0,64 pct. efter syv år (givet antagelser om et årligt afkast på 7 pct.) vil have betalt 6.370 kr. i formidlingsprovision og efter 20 år vil have betalt 39.027 kr. i formidlingsprovision. Det svarer til, at investors slutformue efter syv år ville have været 4,3 pct. højere, hvis investor ikke havde betalt formidlingsprovision – og efter 20 år ville den have været 12,8 pct. procent højere, hvis investor ikke havde betalt formidlingsprovision.

Hvis der investeres i en *obligationsafdeling*, der betaler formidlingsprovision på 0,34 pct., vil en investeret formue på 100.000 kr. over syv år og med et afkast på 4 pct. være vokset til omkring 126.000 kr. Slutformuen stiger med knap 3.000 kr. såfremt der *ikke* betales formidlingsprovision.

Betragtes længere investeringshorisonter eller højere formidlingsprovision, bliver forskellen større.

Hvis formidlingsprovision øges til 0,86 pct. (obligationer) og 1,35 pct. (aktier), vil slutformuen være henholdsvis 18,2 pct. eller knap 29.000 kr. højere (obligationer) og 29,3 pct. eller godt 68.000 kr. højere (aktier) ved en investeringshorisont på 20 år – hvis der ikke betales formidlingsprovision.

Det bemærkes, at Bechmann og Wendts analyse ikke tager højde for, at investorer i afdelinger uden formidlingsprovision har udgifter til rådgivning ved siden af, hvis investorerne ønsker at modtage rådgivning. I afdelinger med formidlingsprovision vil rådgivningen være betalt via provisionen.

I USA er der gennemført et større studie af, hvilken betydning det har for investorernes afkast og opsparring, at investeringsrådgivere modtager betalinger, der kan give anledning til interessekonflikter, f.eks. at rådgiveren er salgsmåls aflønnet eller at der er provisioner, som varierer alt efter hvilke produkter, der sælges. En amerikansk gennemgang af litteraturen om interessekonfliktskabende betalingers økonomiske betydning for amerikanernes pensionsopsparring anslår, at disse betalinger har negative konsekvenser for det afkast, som en investor opnår på sin pensionsopsparring. I studiet antages det, at alt der er solgt med sådanne provisionsbetalinger er "misselling" i den forstand, at investorerne systematisk går glip af et afkast. På den baggrund anslås det bl.a., at investeringsafkastet hos investorer, som har fået rådgivning, der bygger på interessekonfliktskabende betalinger, vil være omkring 1 procentpoint lavere end det afkast, som investorer, der modtager uafhængig rådgivning, kan opnå.

Den amerikanske analyse tager ikke højde for, at der også er omkostninger forbundet med at modtage rådgivning hos uafhængige rådgivere. I en dansk kontekst er det værd at bemærke, at mens rådgivere i USA ofte er aflønnet ud fra salgsmål, gælder det i Danmark, at belønning fra arbejdsgiver ved opfyldelse af salgsmål som udgangspunkt ikke er tilladt²⁸.

Resultaterne fra den amerikanske undersøgelse er uddybet i boksen nedenfor.

²⁸ Reglerne i bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelse for drift af virksomhed som værdipapirhandler samt retningslinjer fra ESMA om aflønningspolitik og –praksis (MiFID) oplister, hvad der er god praksis i den forbindelse.

Boks 5.d Økonomiske betydning af interessekonflikter for pensionsopsparing i USA

Council of Economic Advisers (2015) estimerer (med afsæt i en række forudsætninger og på baggrund af en gennemgang af akademisk forskningslitteratur), at amerikanere, som har modtaget rådgivning om investering af pensionsmidler, der bygger på interessekonflikter, vil opleve

- et afkast, der er anslået omkring 1 procentpoint lavere, end hvis vedkommende havde fået uafhængig rådgivning (f.eks. bliver et afkast, der kunne have været på 6 procent reduceret til et afkast på 5 procent).
- at miste anslået 12 procent af værdien af vedkommendes opsparing set henover et 30-årigt forløb. Dette estimat indebærer, at en pensionist, der har modtaget rådgivning, som bygger på interessekonfliktsskabende betalinger, og som ønsker pensionsudbetalinger på samme niveau som en tilsvarende pensionist, der har modtaget uafhængig rådgivning, vil have opbrugt sine pensionsopsparingsmidler 5 år tidligere end pensionisten, der har modtaget uafhængig rådgivning.

Kilde: Council of Economic Advisers (2015).

6 Investoradfærd i teori og praksis

I dag ejer 760.000 danskere investeringsforeningsbeviser for gennemsnitligt 524.000 kr. pr. investor. Disse investorer har i almindelighed en ringe viden om investeringer, herunder om investeringsforeningsbeviser.

78 pct. af de danske detailinvestorer, som ejer investeringsforeningsbeviser, foretrækker at anvende rådgivning, før de investerer deres penge.

Nyere forskning viser bl.a., at folks investeringsadfærd er præget af irrationelle handlemønstre. Det betyder bl.a., at det kun er halvdelen af gør det selv-investorenes midler, der bliver investeret optimalt. Forskning viser, at mange detailinvestorer, der modtager rådgivning, har tillid til rådgiveren og ofte overser rådgiverens rolle som sælger. Samtidig viser forskning, at investorer er mere opmærksomme på omkostninger, hvis de oplyses som kronebeløb i stedet for i procent,

6.1 Danskernes investeringer og finansielle viden

Boks 6.a giver et billede af, hvad der kendetegner danske privatpersoner, der investerer i investeringsforeningsbeviser.

Boks 6.a Portræt af investorer i danske investeringsforeninger

Fakta om private investorer:

- I alt 760.000 privatpersoner ejer et eller flere investeringsforeningsbeviser.
- En gennemsnitsinvestor har investeret for over 524.000 kr. i investeringsforeningsbeviser. Blandt ældre er tallet 730.000 kr. Blandt yngre generationer er tallet 350.000 kr.
- 60 pct. af investorerne er mænd, mens 40 pct. er kvinder.
- 47 pct. af investorerne er over 60 år, 33 pct. er mellem 40-59 år, og ca. 20 pct. er under 39 år.

Kilde: Investeringsfondsbranchen (2015). Et portræt af de private investorer i danske investeringsforeninger, Analyse 2015,

Selvom investeringsforeningsbeviser er den foretrukne investeringsform, har befolkningen generelt en relativt lav viden om investeringer og lav viden om investeringsforeninger, jf. f.eks. Forsikring & Pension (2010) og Finansrådet (2014). Mange synes, at investeringsforeningsområdet er svært gennemskueligt, jf. f.eks. Penge- og Pensionspanel (2010a) og Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2014). Desuden mener knap halvdelen af danskerne ikke, at de har fornødent kendskab til omkostninger og provisioner på området, jf. Forbrugerrådet Tænk (2011). Den finansielle viden er især lav hos lavindkomstgrupper og personer med kortere eller ingen uddannelse.

Boks 6.b viser nogle eksempler på resultater fra danske undersøgelser og resultater fra mere omfattende undersøgelser på europæisk plan af omfanget af befolkningens finansielle viden om investeringer.

Boks 6.b Undersøgelser af befolkningens viden om investeringer

Danske undersøgelser

- En spørgeskemaundersøgelse har stillet danskerne overfor følgende spørgsmål: "En investor spreder en pose penge mellem forskellige investeringer. Hvilken betydning har det for risikoen for at miste penge, at pengene spredes frem for at blive placeret ét sted?". Her er 32 pct. ikke i stand til at identificere, at "risikoen falder" er det rigtige svar.
- Omtrent halvdelen af danskerne tror, at afkastet vil være højere på obligationer end på aktier set over en længere periode på f.eks. 20 år.
- 63 pct. af danskerne svarer enten forkert, eller svarer "ved ikke" til følgende ja/nej-spørgsmål: "Hvis renten falder, vil kursen på en obligation som udgangspunkt falde" (rigtigt svar er: Ikke korrekt).

Europæiske undersøgelser

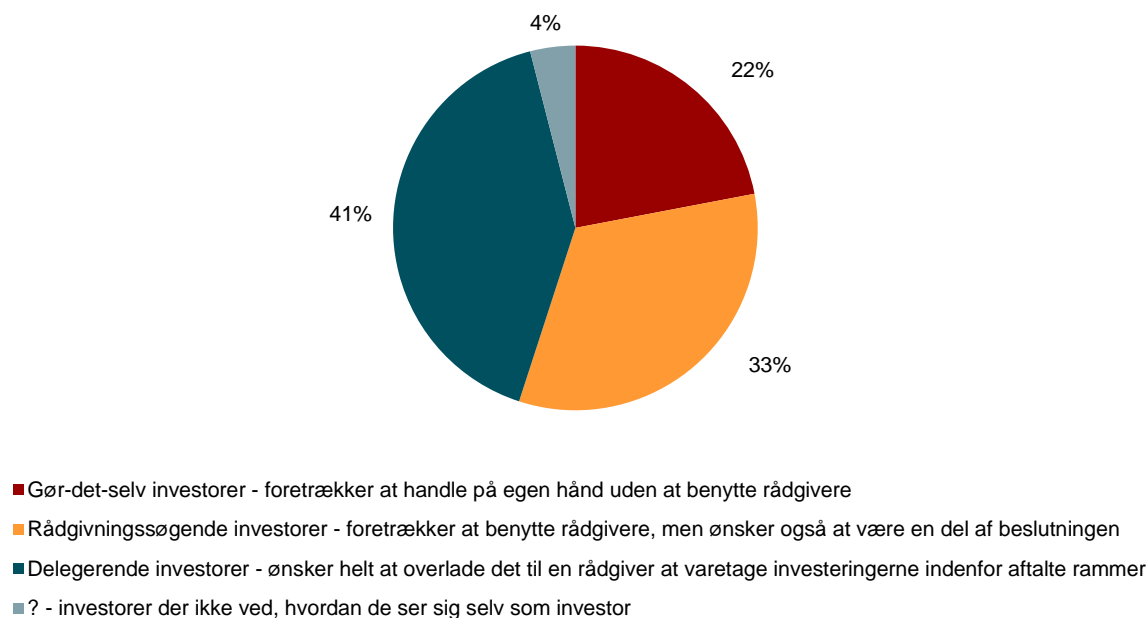
- 40 pct. af de europæiske aktieinvestorer tror, at det oprindeligt investerede beløb (hovedstolen) er beskyttet.
- 21 pct. af de europæiske investorer erklærer sig enige i udsagnene "Jeg havde ingen ide om, hvilken investering der var bedst for mig, og "Jeg synes, det var meget forvirrende med alle de forskellige typer investeringer".

Kilde: Danske undersøgelser: Forsikring & Pension (2010), Forsikring & Pension (2011) og Ejsing & Nielsen (2012). Europæiske undersøgelser: Europa-Kommissionen (2010).

Det forhold, at befolkningens viden om investeringer generelt er relativt lav i Danmark, kommer bl.a. til udtryk i en undersøgelse gennemført af Gallup (2014) på opdrag af Finansrådet og Investeringsfondsbranchen. Den viser, at 78 pct. af de danske investorer, som ejer investeringsforeningsbeviser, foretrækker at anvende rådgivning, før de investerer deres penge. De resterende 22 pct. er såkaldte selv-investorer, som helst vil handle på egen hånd. Af disse 22 pct. har 59 pct. givet udtryk for, at de ikke ønsker rådgivning, mens de resterende 41 pct. ønsker rådgivning. Det svarer til, at det reelle antal selv-investorer er 13 pct. af den samlede population.

Figur 6.a viser udbredelsen af forskellige investortyper i Danmark.

Figur 6.a Investortyper i Danmark



Kilde: Gallup (2014).

På europæisk plan er det blevet undersøgt, hvad der kendetegner de forskellige investortyper. Ikke overraskende viser det sig, at "gør det selv"-investorer generelt er den gruppe, der giver udtryk for at have den højeste finansielle viden og giver udtryk for at undersøge markedet mest grundigt, før de investerer, jf. Europa-Kommissionen (2010). De rådgivningssøgende giver udtryk for at have medium til lav finansiell viden, mens de delegerende investorer er den gruppe med den laveste finansielle viden.

6.2 Teori om investoradfærd²⁹

Om end omfanget af finansiell viden har betydning for, i hvilket omfang investorer foretager hensigtsmæssige investeringsvalg, så foretager selv veluddannede investorer med viden om investeringer ikke nødvendigvis de mest optimale investeringsvalg, jf. Beshears m.fl. (2008).

Økonomisk adfærdsforskning har påvist, at investorer – herunder også investorer med høj finansiell viden – udviser en investeringsadfærd, som er præget af irrationelle handlemønstre, der kan føre til, at de foretager investeringsvalg, som objektivt set ikke er optimale for dem. Analyser af investorers investeringsvalg viser således, at det alene er omtrent halvdelen af gør det selv-investorerne midler, der bliver investeret optimalt, jf. Europa-Kommissionen (2010).

Boks 6.c viser eksempler på faktorer, som kan bevirke, at investorerne foretager investeringsvalg, som rationelt set ikke er optimale.

²⁹ Dette afsnit bygger på diverse litteratur indenfor behavioral økonomisk teori som gennemgået i bl.a. Europa-Kommissionen (2010), Financial Services Authority (2008) og De Bondt & Thaler (1995).

Boks 6.c Eksempler på faktorer, som medfører irrationel investorfærd

Begrænset evne til informationsbearbejdning:

Investorer har

- vanskeligt ved at overskue overflod af information
- en begrænset opmærksomhedsevne
- en ubevidst påvirkelighed overfor den måde, information præsenteres på

Psykologiske mekanismer:

Investorer kan være præget af

- *en overdreven optimisme, så de*
 - overvurderer betydningen af det historiske afkast og undervurderer løbende udgifters betydning for afkastet
 - undervurderer investeringers tabspotentiale
 - ikke ønsker at realisere et tab, og derfor holder for længe på "en fuser"
 - tager for høje risici
- *overdreven tiltro til egne evner, så de*
 - ikke ønsker at lytte til råd og ikke ønsker at skifte mening
 - tror at de kan slå markedet
 - handler for ofte
- *en præference for de løsninger, som kræver den mindste indsats, så de*
 - foretrækker at lade stå til (status quo-præference)
 - foretrækker en "default" løsning (dvs. foretrækker den standardløsning, man får, hvis man ikke gør brug af f.eks. ændrings- eller tillægsvalg)
 - udskyder vanskelige beslutninger
 - udskyder løbende pleje og rebalancering af deres portefølje
- *et ønske om at følge tommelfingerregler – som f.eks.*
 - at lade valget falde på den øverste valgmulighed
 - at have (naiv) tillid til en rådgiver (med risiko for, at rådgiverens rolle som sælger overses)
 - at købe for meget af det de kender
 - at vælge lige store "bidder" af hvert alternativ

Kilde: Europa Kommissionen (2010), Financial Services Authority (2008), De Bondt & Thaler (1995) og Benartzi & Thaler (2007).

En række undersøgelser har påvist, at irrationel investorfærd har konsekvenser for det afkast, som gør det selv-investorer og investorer, der er blevet rådgivet, er i stand til at generere.

For så vidt angår, gør det selv-investorerne er der flere undersøgelser, som konkluderer, at irrationel investorfærd bevirker, at gør det selv-investorer set over tid opnår lavere afkast end markedsafkastet. Eksempler på sådanne undersøgelsesresultater er vist i Boks 6.d.

Boks 6.d Eksempler på irrationel investoradfærds konsekvenser for gør det selv-investorenes afkast

Nykredit (2011) viser i en analyse af samtlige beholdninger i VP Securities for perioden 2005-2010, at private investorer har skabt et afkast på 39,9 pct. ved at investere i danske aktier. Til sammenligning steg OMXC i samme periode 49,7 pct. Afkastforskellen skyldes ifølge analysen primært, at private 'timer' markedet forkert. De køber, når det er steget, og sælger, når det er faldet. I analysen konkluderes, at privatkunder

- Ikke diversificerer nok
- køber for meget af det, de kender
- tror, de kan slå markedet
- tager deres gevinster for tidligt og deres tab for sent
- forveksler gode historier med gode investeringer

Andersson (2004) gennemgår på baggrund af 17.000 private svenske investorers aktiehandel fra 1999 til 2002 investorenes erfaringer med at investere på egen hånd. Undersøgelsen viser, at de svenske private online investorer generelt spreder deres investeringer for lidt, handler for ofte og tager for høje risici. Det indebærer, at de private investorer i gennemsnit i denne periode opnår et årligt afkast, der er ca. 8,5 pct. dårligere end markedsafkastet.

For så vidt angår investorer, der har modtaget rådgivning, er det tesen hos den økonomiske adfærdsforskningsgren, at disse investorer til tider har tillid til rådgiveren og ofte overser rådgiverens rolle som sælger. Ifølge denne tilgang har mange investorer, der er blevet rådgivet, en tendens til at følge de investeringsanbefalinger, som de modtager i forbindelse med investeringsrådgivning. Således viser en undersøgelse fra Europa Kommissionen, jf. Europa-Kommissionen (2010), f.eks., at kun 33 pct. af investorerne sammenligner investeringer fra mere end en udbyder eller overvejer mere end et produkt, når de foretager investeringsvalg.

6.3 Investoradfærd og reguleringsmæssige tiltag

Adfærdsøkonomers teorier om irrationel investoradfærd er blevet anvendt som input til at fastlægge, hvilke reguleringsmæssige tiltag og hvilke produktpaletter der er velegnede, jf. Europa-Kommissionen (2010) og Financial Services Authority (2008).

Ifølge adfærdsøkonomer kan man imødekomme, at investorer i reglen foretrækker "status quo" ved at tage højde for investorerens "status quo"-bias ved udformningen af produkter og regulering. Et anerkendt eksempel er at indrette et "default"-investeringsvalg og -pleje på en måde, så denne løsning er den optimale løsning for investorer, som har en tilbøjelighed til at foretrække den nemme løsning.

Endvidere er det blevet fremført, at en effektiv måde at imødekomme investorerens begrænsede evne til at håndtere information på er at sikre, at investeringsprodukterne præsenteres på en standardiseret og let forståelig måde. Dette følger af, at jo sværere det er at forstå beskrivelsen af investeringsproduktet, jo større er risikoen for at træffe uhensigtsmæssige investeringsbeslutninger.

Adfærdsøkonomer har eksempelvis fremført, at metoden til at oplyse om omkostninger kan have stor betydning for investorerens omkostningsopmærksomhed. Således finder bl.a. Barber m.fl. (2005), at:

- hvis omkostningerne oplyses i procent, så er investorer mindre opmærksomme på omkostningen.
- hvis omkostningerne fremtræder tydeligere, f.eks. som en engangsomkostning (et kronebeløb), så er investorerne mere opmærksomme på omkostningen.

Samtidig har Europa-Kommissionen (2010) på baggrund af en undersøgelse konkluderet, at investorers investeringsbeslutninger bliver mere optimale:

- hvis oplysninger om afkast angives som et beløb set over hele investeringsperioden i stedet for som et procentmæssigt årligt afkast,
- hvis investor får oplysning om provisioner i det tilfælde, hvor rådgiver og investors interesser ikke er sammenfaldende.

I Boks 6.e er der gengivet en række studier, der undersøger omkostningsoplysningers betydning for detailinvestorers investeringsbeslutninger.

Boks 6.e Eksempler på undersøgelser om omkostningsoplysningers betydning

Beshears, Choi, Laibson og Madrian (2010) finder, at forenklet informationsmateriale (i form af forenklede prospekter) reducerer mængden af den tid, som investorer bruger på at træffe investeringsbeslutninger, men det ændrer eller forbedrer ikke investeringsvalgene. De konkluderer på den baggrund, at lettere informationstilgængelighed ikke er velegnet til at skabe et konkurrencemæssigt prispres på investeringsforeninger.

Beshears, Choi, Laibson og Madrian (2008) undersøger hvordan mængden og kompleksiteten af tilgængelig information påvirker investeringsbeslutninger hos (sofistikerede) privatinvestorer. De konkluderer, at selv sofistikerede investorer - uanset om den information, som de har til rådighed, er kompleks eller simpel - overvurderer en investerings fortidige afkast og undervurderer de løbende udgifters betydning for afkastet.

Barber, Odean og Zheng (2005) viser, at investorer i investeringsforeninger, som kræver et engangsgebyr ved oprettelsen, hurtigt lærer at afsøge markedet og træffe valg med øje for engangsgebyret. Investorer i investeringsforeninger, hvor prisen består af en årlig andel af det investerede beløb, udviser ikke den samme læring, og erfarne kunder betaler således lige så meget for deres investering som førstegangsinvestorer.

7 Investeringservices og investeringsrådgivning i Danmark

Pengeinstitutterne skal, når de yder investeringservices, leve op til en række investorbekyttelsesregler. Bl.a. skal de ved investeringsrådgivning eller porteføljepleje foretage en egnethedstest, fastlægge kunders investeringsstrategi/profil og på den baggrund komme med investeringsanbefalinger, som er egnede for kunden.

Det følger endvidere af reglerne, at pengeinstitutterne skal handle redeligt og professionelt og give klar, ikke-vildledende information til kunderne. Dertil kommer, at de skal risikomærke investeringsprodukter efter farverne i et trafiklys: grøn, gul og rød - og pengeinstituttets investeringsrådgivere skal have en særlig ud-dannelse, hvis de skal rådgive om røde produkter.

Reglerne tillader, at pengeinstitutterne modtager og beholder provisioner fra investeringsforeningerne, hvis de giver kunderne en kvalitetsforbedrende service i form af adgang til en bredere vifte af produkter eller services. Men pengeinstitutterne skal have en politik til at håndtere interessekonflikter, herunder de interes-sekonflikter, der bl.a. kan opstå, når der modtages provision og/eller er tale om et tæt samspil mellem aktø-rer med tætte forretningsmæssige bånd.

Når en detailkunde ønsker at investere i investeringsforeningsbeviser, kan kunden enten vælge a) selv at foretage en ren ordreudførelse uden rådgivning (en execution only-handel), b) modtage investeringsrådgivning og på den baggrund få en anbefaling om investering i en konkret portefølje af enkeltpapirer eller c) gennemgå et investeringsrådgivningsforløb, som munder ud i en anbefaling om indgåelse af en porteføljeplejeordning, hvor pengeinstituttet løbende passer og plejer kundens investeringer.

Ved rene ordreudførelser har detailinvestorer via deres netbank adgang til at kunne investere i alle afdelin-ger fra danske investeringsforeninger, som er målrettet offentligheden, uanset om disse afdelinger har ind-gået provisionsaftaler med kundens pengeinstitut eller ej.

Ved investeringsrådgivning i et pengeinstitut anbefaler pengeinstitutterne primært danske aktivt forvaltede investeringsforeningsafdelinger – især fra foreninger, som pengeinstituttet har forretningsmæssige bånd til. Aktivt forvaltede investeringsforeningsbeviser er den værdipapirtype, der typisk udløser den højeste provisi-on. De afdelinger, som pengeinstitutterne i 2014 anbefalede til en investor, der ønskede at investere 100.000 kr., havde et omkostningsniveau målt ved ÅOP på omkring 1 til 2 pct. Indeholdt i ÅOP for 2014 var en gennemsnitlig årlig formidlingsprovision på 0,3 til 0,8 procent og en tegningsprovision på 0,8 til 1,1 pct. ÅOP, hvor formidlingsprovisionen og tegningsprovisionen er lavest ved "lav risiko"-investeringer og højest ved "høj risiko"-investeringer. I 2015 har en række investeringsforeninger fjernet tegningsprovisionen enten permanent eller midlertidigt, og 2014-satserne for tegningsprovisionen er derfor ikke nødvendigvis retvisen-de for det nuværende niveau.

Hvis en detailinvestor indgår aftale om en porteføljeplejeordning, investeres der i sådanne ordninger i reglen i aktivt forvaltede provisionsbetalende investeringsforeningsafdelinger fra primært foreninger, som instituttet har tætte forretningsmæssige bånd til. Som betaling for at yde en porteføljeplejeydelse modtager pengeinsti-tuttet formidlingsprovisionsbetalinger fra de afdelinger, der investeres i, samt et eventuelt fast eller resultat-betinget honorar.

Hos de fem største pengeinstitutter, som fungerer som hoveddistributører af investeringsforeningsbeviser, har omkring en tredjedel af de detailkunder, som har danske investeringsforeningsbeviser, investeret via porteføljeordninger pr. 31. december 2014. Denne tredjedel ejer knap halvdelen af den samlede formue i danske investeringsforeningsbeviser hos disse institutter.

7.1 Forbrugerbeskyttende regler – investering med/uden rådgivning

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen³⁰ indeholder de gældende investorbeskyttelsesregler, som værdipapirhandlere skal efterleve. Om end reglerne gælder for alle værdipapirhandlere, herunder både for pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber, vil reglerne af fremstillingsmæssige hensyn i dette afsnit blive beskrevet som regler, der gælder for pengeinstitutter.

7.1.1 Regler om vurdering af investeringernes egnethed og hensigtsmæssighed

Det følger af investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, at et pengeinstitut ved investeringsrådgivning (personlig anbefaling om køb/salg af et værdipapir m.v.)³¹ eller porteføljepleje skal sikre sig, at detailinvestorer³² gennemgår en egnethedstest.

Detailinvestorer, som ønsker at investere uden rådgivning, kan gøre dette enten efter reglerne om hensigtsmæssighedstest eller reglerne om udelukkende ordreudførelse (execution only).

Reglerne har sin baggrund i MiFID-direktivet³³ og MiFID's gennemførelsesdirektiv³⁴, og videreføres med MiFID II-direktivet³⁵.

Til brug for en *egnhedstest* skal pengeinstituttet indhente de oplysninger om detailinvestoren, som er nødvendige og relevante for, at pengeinstituttet kan forstå og vurdere:

- detailinvestorens kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde,
- detailinvestorens finansielle situation, og
- detailinvestorens investeringsformål

På baggrund af oplysningerne skal pengeinstituttet fastlægge detailinvestorens investeringsstrategi/profil, som kan danne grundlag for pengeinstituttets anbefalinger.

Hensigtsmæssighedstesten er en mellemvej mellem egnethedstesten og execution only. En hensigtsmæssighedstest indebærer, at pengeinstituttet alene skal indhente oplysninger om investors kendskab til og erfa-

³⁰ Bekendtgørelse nr. 623 af 24. april 2015 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.

³¹ Investeringsrådgivning defineres i henhold til investorbeskyttelsesbekendtgørelsen som "personlige anbefalinger til en kunde om transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter".

³² Detailinvestorer dækker over detailkunder og erhvervsdrivende, som hverken er "professionelle kunder" eller "godkendte modparter", jf. § 4 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.

³³ Direktiv nr. 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter.

³⁴ Direktiv nr. 2006/73/EF om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF.

³⁵ Direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter.

ring på det relevante investeringsområde og på den baggrund vurdere, om produktet eller tjenesteydelsen er hensigtsmæssig for investor.

Reglerne om *udelukkende ordreudførelse (execution only)* gælder for investeringer, som foretages uden nogen form for egnethedsvurdering eller hensigtsmæssighedstest. Reglen kan anvendes ved internethandel, handel ved personlig/fysisk henvendelse til et pengeinstitut eller ved ordreafgivelser via telefonen. Execution only kan alene anvendes på detailinvestorens egen anmodning og kun vedrørende handel med "ikke-komplekse" produkter, som f.eks. investeringsforeninger.

En detailinvestor kan altid få en bestemt ordre udført, uanset om pengeinstituttet har frarådet produktet eller advaret om, at investeringen er uhensigtsmæssig.

7.1.2 *Krav til pengeinstitutterne i øvrigt*

Ud over de nævnte regler skal pengeinstitutterne, når de yder en investeringservice som f.eks. investeringsrådgivning og porteføljepleje, følge de øvrige regler i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, herunder de regler, som tilsiger, at et pengeinstitut skal handle redeligt og professionelt. Samtidig skal den information, som kunderne modtager, være klar og ikke-vildledende.

Pengeinstitutterne skal endvidere følge de gældende regler om oplysning om omkostninger og provisioner og de brancheaftalte krav. Disse regler og krav er nærmere beskrevet i afsnit 8.

Dertil kommer, at pengeinstitutterne skal overholde reglerne i hhv. risikomærkningsbekendtgørelsen³⁶, kompetencekravsbekendtgørelsen³⁷ og bekendtgørelse om organisatoriske krav³⁸.

Risikomærkningsbekendtgørelsen fastslår, at alle investeringsprodukter skal mærkes efter farverne i et trafiklys: grøn, gul og rød. Farverne afspejler både risikoen for tab ved investeringen samt hvor let eller svært det er at gennemskue investeringen og de mulige konsekvenser heraf.

Samtidig fastslås det i bekendtgørelsen, at man i forbindelse med investeringsrådgivning til detailkunder skal oplyse kunden om investeringsproduktets risikomærkning senest på tidspunktet for ordreafgivelsen. Danske investeringsforeningsforeningsbeviser er mærket med farven "gul"³⁹, og dette skal kunden således oplyses om i forbindelse med investeringsrådgivningen.

Kompetencekravsbekendtgørelsen fastslår, at pengeinstitutterne skal sikre, at virksomhedens ansatte, der yder investeringsrådgivning eller rådgivning om porteføljer eller puljer af investeringsprodukter, er i stand til at yde en forsvarlig rådgivning. Det indebærer, at den ansatte skal have tilstrækkelige kompetencer inden for følgende områder: 1) relevant lovgivning, 2) investeringsprodukter og 3) økonomisk forståelse. For at sikre kompetenceniveauet skal virksomhederne dokumentere, at deres ansatte opfylder kravene. For ansatte, som yder rådgivning om grønne og gule produkter, skal virksomhederne udarbejde forretningsgange for

³⁶ Bekendtgørelse nr. 345 af 15. april 2011 om risikomærkning af investeringsprodukter.

³⁷ Bekendtgørelse nr. 346 af 15. april 2011 om kompetencekrav til personer, der yder rådgivning om visse investeringsprodukter.

³⁸ Bekendtgørelse nr. 428 af 9. maj 2007 om de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af virksomhed som værdipapirhandler.

³⁹ "Gule" produkter er investeringsprodukter, hvor der er risiko for at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist – og det er produkter, hvor produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

systematiske uddannelsesforløb. Og ansatte, som yder rådgivning om røde produkter, skal have bestået en uddannelsesprøve, som udbydes af en af Finanstilsynet godkendt prøveudbyder.

Bekendtgørelse om organisatoriske krav fastslår, at der er pligt for et pengeinstitut til at kunne identificere de typer af interessekonflikter, der opstår mellem pengeinstituttet og investorerne, når de yder investeringsservice, og det følger, at de skal have en skriftlig politik for interessekonflikter. Og hvis pengeinstituttet indgår i en koncern, skal der i politikken tages hensyn til de forhold, der kan føre til en interessekonflikt som følge af struktur og forretningsaktiviteter i andre selskaber i koncernen. Interessekonflikt-politikken skal 1) identificere, hvilke forhold der udgør eller kan føre til en interessekonflikt, som medfører en væsentlig risiko for, at en eller flere kunders interesser skades, og 2) fastsætte procedurer og foranstaltninger til håndtering af de konkrete interessekonflikter. Disse procedurer skal sikre, at de relevante personer, der befinder sig i en interessekonflikt, udfører forretningsaktiviteter med den grad af uafhængighed, der er passende i forhold til størrelsen af instituttet og den koncern, som pengeinstituttet tilhører, pengeinstituttets aktiviteter og risikoen for at skade investorenes interesser. Pengeinstituttet skal endvidere, når det er relevant, oplyse kunderne om værdipapirhandlerens politik vedrørende interessekonflikter.

Reglerne om interessekonfliktpolitik sigter bl.a. på at tage hånd om de mulige interessekonflikter, der bl.a. kan opstå (og som er anført i afsnit 4.2.1 og 4.2.3.), når der er tale om eksempelvis koncernforbundne aktører og/eller betaling af provisionsbetalinger.

Endvidere er det – for at imødegå risikoen for interessekonflikter – fastsat, at et pengeinstitut i forbindelse med ydelse af investeringsservices ikke må modtage og beholde incitamentsskabende betalinger fra tredjepart, som kan give anledning til interessekonflikter, med mindre betalingerne a) øger kvaliteten af den service, som ydes til kunden, og ikke forhindrer værdipapirhandleren i at handle i kundens bedste interesse, samt b) oplyses til kunden forud for kundens investering.

For så vidt angår de tegningsprovisioner og formidlingsprovisioner, som ydes fra foreningerne til pengeinstitutterne, kan disse efter de gældende regler modtages, hvis de giver kunderne en kvalitetsforbedrende service i form af adgang til en bredere vifte af produkter eller services – f.eks. ved, at der foreligger en mulighed for, at kunderne kan gøre brug af en service, jf. CESR (2007).

7.2 Investeringsservices i pengeinstitutterne

Når en detailinvestor foretager investeringer, sker det i overvejende grad via et pengeinstitut, ligesom detailinvestorer søger forudgående investeringsrådgivning i et pengeinstitut. Kun ca. 1 pct. af detailinvestorerne bliver rådgivet et andet sted – f.eks. hos et fondsmæglerselskab, en investeringsrådgiver eller en finansiel rådgiver⁴⁰. Hvis en detailinvestor handler på egen hånd, foretages handlen via en elektronisk handelsplatform, der udbydes af et pengeinstitut.

Hovedvægten i dette kapitel er lagt på at beskrive *pengeinstitutternes* investeringsservices til detailinvestorer. Hovedtrækkene i pengeinstitutternes palette af investeringsservices til detailinvestorer er sammenfattet i boks 7.a. nedenfor.

⁴⁰ Reguleringen af disse aktører er yderligere beskrevet i bilag 14.6.

Boks 7.a Pengeinstitutternes palette af investeringservices til detailinvestorer

Investerings-services	Modtager kunden investeringsrådgivning?	Investeringsydelse	Hvem træffer investeringsbeslutningen?
Execution only (rene ordredførelser uden tilknyttet rådgivning)	Nej. Kunden modtager ingen investeringsrådgivning	<i>Netbankhandel</i> (Kunden får stillet en elektronisk handelsplatform til rådighed, så kunden selv kan handle via egen netbank).	Kunden træffer selv investeringsbeslutningen.
	Det er dog muligt for detailinvestorer forud for handel i netbanken at tage kontakt til rådgiveren i pengeinstituttet og så selv efterfølgende gennemføre handlen.	<i>Ekspeditionsandel</i> (en execution only-handel, som gennemføres af en medarbejder i pengeinstituttet på baggrund af en konkret investeringsordre afgivet af kunden ved personlig/fysisk eller telefonisk henvendelse til et pengeinstitut).	
Investeringsrådgivning (uden efterfølgende porteføljeplejeaftale)	Ja. Pengeinstituttet gennemfører et rådgivningsforløb med kunden, hvor kundens investeringsprofil fastlægges.	Kunden modtager en konkret personlig anbefaling om køb af værdipapirer i form af et forslag til portefølje af enkeltpapirer, som kunden kan købe til sit individuelle værdipapirdepot.	Herefter beslutter kunden selv, hvilke værdipapirer kundens midler skal investeres i, og kunden forestår selv løbende investeringspleje af midlerne.
Porteføljepleje (Fuldmagtsaftale) (med forudgående investeringsrådgivning)	Rådgivningsforløbet munder sædvanligvis ud i, at kunden foretager valg af ét af to scenarier:	Porteføljepleje: Kunden modtager forslag til indgåelse af en fuldmagtsaftale, som indebærer, at pengeinstituttet står for at foretage, passe og pleje kundens investeringer. Puljeordning: indlånsprodukt, til brug for skattebegünstiget opsparing (fx pensions- eller børneopsparing) hvor forrentningen sker i forhold til afkastet af en bestemt kombination af aktiver.	Pengeinstituttet træffer investeringsvalg for kunden og sørger for løbende at passe kundens portefølje

I det følgende beskrives følgende tre former for investeringservices:

- Execution only-ydelser (rene ordredførelser uden tilknyttet rådgivning)
- Investeringsrådgivning, som munder ud i et konkret placeringsforslag
- Porteføljepleje (fuldmagtsaftaler)⁴¹ med forudgående investeringsrådgivning

⁴¹ Porteføljepleje er i henhold til MiFID-direktivet defineret som "Porteføljepleje i henhold til den enkelte kundes afgivne mandat med skønsmæssige beføjelser, såfremt sådanne porteføljer omfatter et eller flere finansielle instrumenter".

Først kortlægges omfanget af de tre typer investeringservices. Herefter følger tre afsnit, som gennemgår, hvordan pengeinstitutterne yder de tre former for services i praksis.

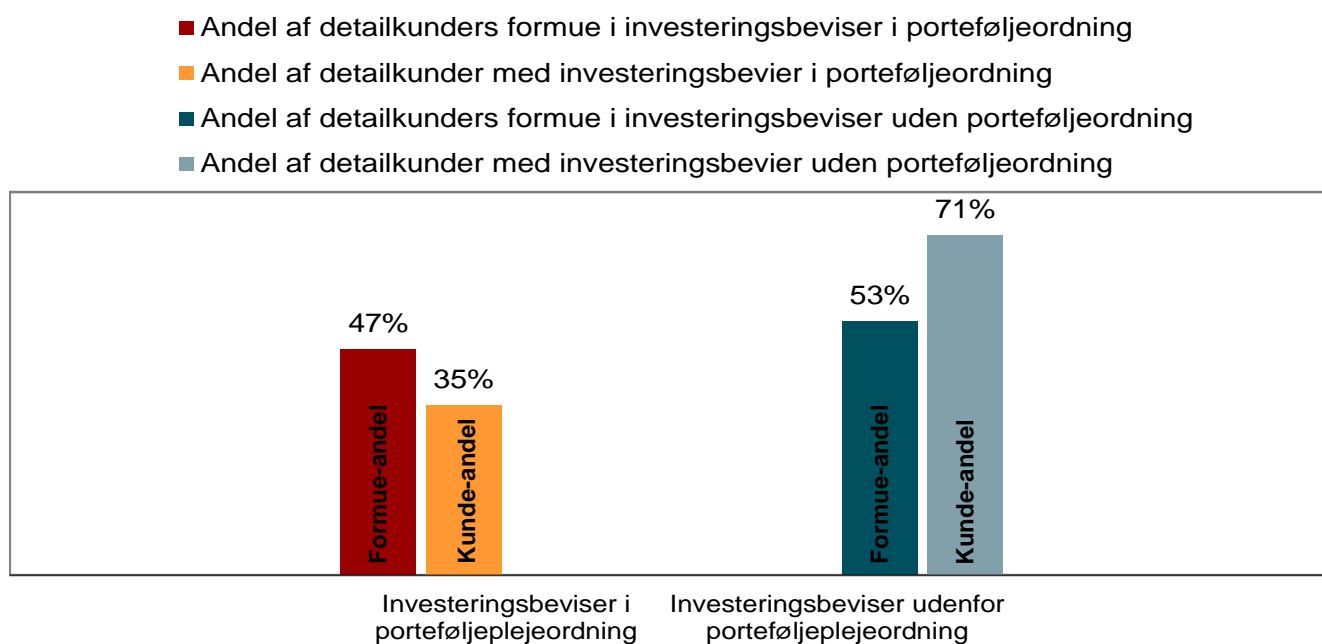
7.2.1 Omfanget af forskellige investeringservices

Finanstilsynet har indhentet oplysninger om, i hvilket omfang danske detailkunder investerer direkte i investeringsforeningsbeviser uden at have indgået aftale om en porteføljeplejeordning, og i hvilket omfang de investerer i investeringsforeningsbeviser via porteføljeaftaler.

Oplysningerne er indhentet fra de fem største pengeinstitutter, som er hoveddistributører for en investeringsforening med tætte forretningsmæssige bånd til pengeinstituttet⁴².

Knap 70 pct. af investeringsforeningernes samlede formue er placeret i de investeringsforeningsgrupper, som disse fem pengeinstitutter er hoveddistributører for, jf. afsnit 3.1.

Figur 7.a Omfanget af porteføljeplejeordninger blandt detailkunder



Note: Tallene er opgjort pr. 31. december 2014, og bygger på oplysninger fra Danske Bank, Nordea Bank, Nykredit Bank, Sydbank og Jyske Bank.

Note: Årsagen til, at andelen af kunder med investeringsforeningsbeviser i plejeordninger (35 procent) og andelen af kunder med investeringsforeningsbeviser udenfor plejeordning (71 procent) giver mere end 100 procent tilsammen skal søges i, at nogle kunder har investeret i investeringsforeningsbeviser via begge typer ordninger. Disse kunder tæller med i kundeandelen begge steder.

Dataindsamlingen viser, jf. Figur 7.a, at 71 procent af de detailkunder, som har formue i investeringsforeningsbeviser i de undersøgte pengeinstitutter, pr. 21. december 2014 har placeret deres penge direkte i investeringsforeningsbeviser uden at have indgået aftale om en porteføljeplejeordning.

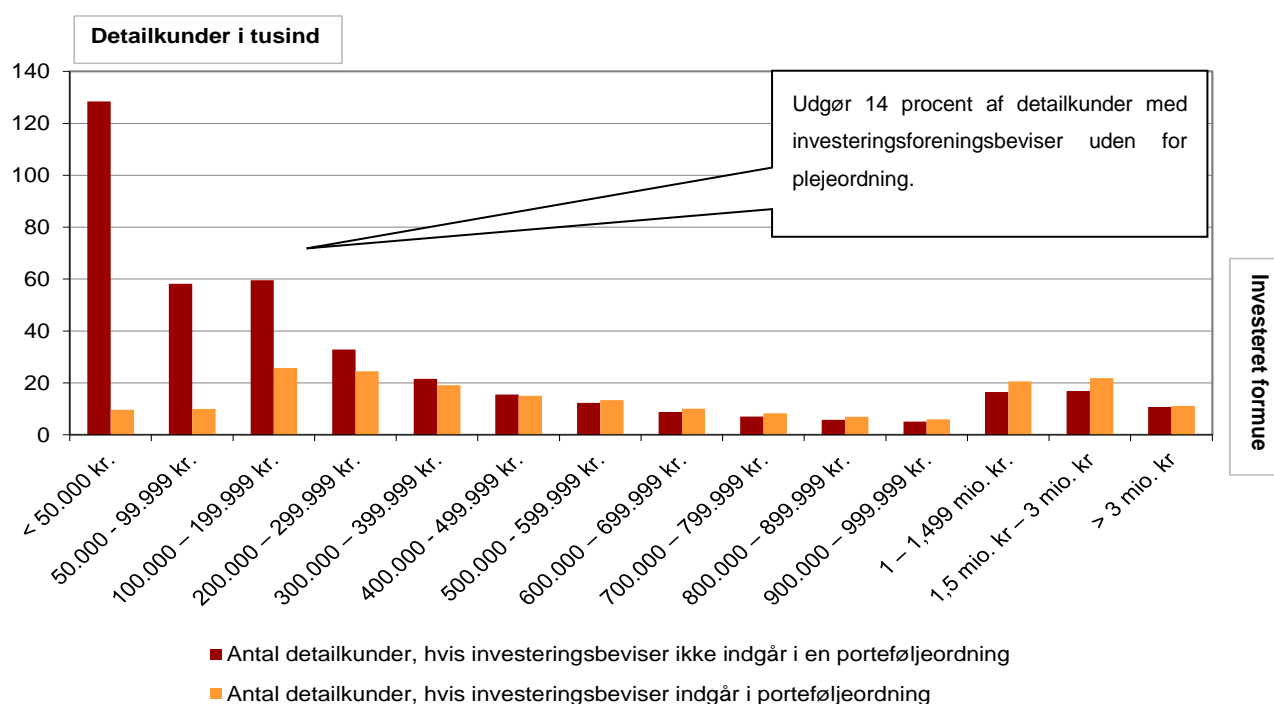
⁴² De fem pengeinstitutter er: Danske Bank, Nordea Bank, Nykredit Bank, Sydbank og Jyske Bank.

Samme 71 procent af detailkunderne ejer 53 procent af den samlede formue af investeringsforeningsbeviser, som institutternes detailkunder har investeret i.

Omvendt har omkring en tredjedel (35 procent) af detailkunderne i de fem nævnte institutter investeret i investeringsforeningsbeviser via porteføljeplejeordninger. Denne tredjedel ejer 47 procent af detailkundernes samlede formue i danske investeringsforeningsbeviser.

Disse tal viser, at de detailkunder, som anvender porteføljeplejeordninger gennemsnitligt set har investeret højere beløb end de detailkunder, som ikke anvender porteføljeplejeordninger. Figur 7.b nedenfor viser antallet af kunder henholdsvis med og uden porteføljeplejeordninger, grupperet efter kundernes investerede beløb indenfor forskellige formueintervaller.

Figur 7.b Oversigt over danske detailkunders beholdning af danske investeringsforeningsbeviser



Note: Tallene er opgjort pr. 31. december 2014, og bygger på oplysninger fra Danske Bank, Nordea Bank, Nykredit Bank, Sydbank og Jyske Bank.

Som det fremgår af Figur 7.b er der en markant tendens til, at kunder med de mindste formuer investerer pengene direkte i investeringsforeningsbeviser, uden at disse indgår i plejeordninger. Således er det for kunder med under 200.000 kr. klart mest almindeligt, at pengene investeres i investeringsforeningsbeviser, uden at kunden indgår en plejeaftale.

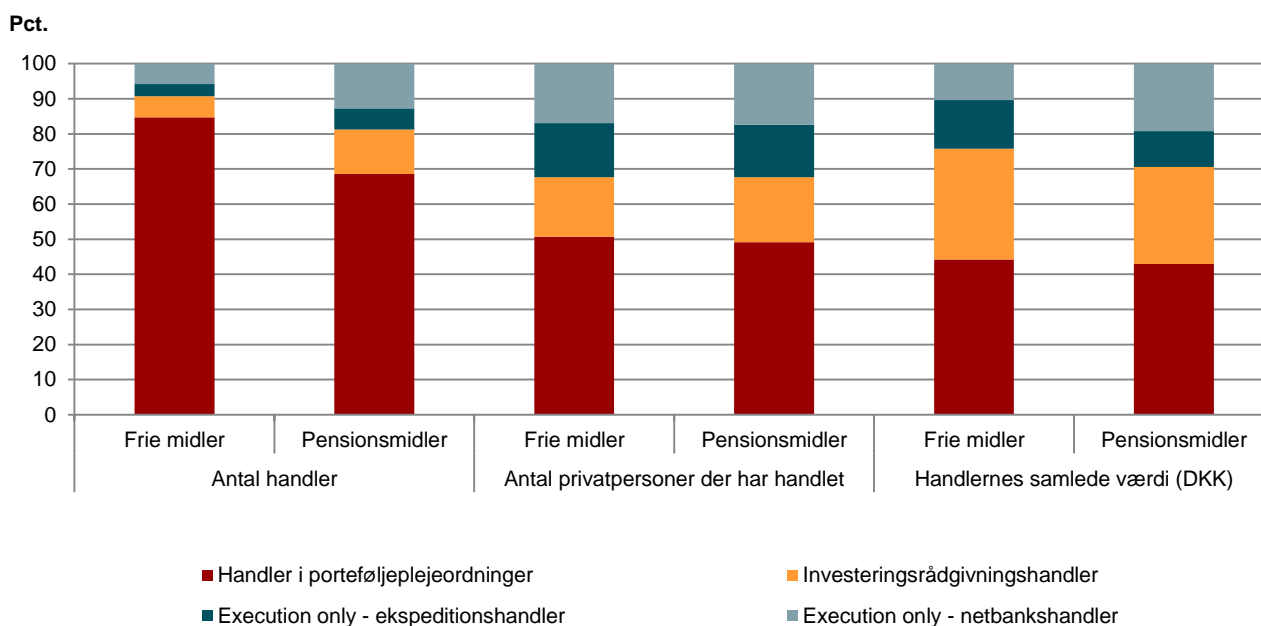
Blandt de i alt ca. 292.000 kunder, som har investeret beløb for under 200.000 kr. enten via plejeordning eller uden for plejeordning, har ca. 246.000 kunder - svarende til 84 procent af denne kundegruppe - investeret uden for plejeordning.

For at opnå et fyldestgørende billede af i hvilket omfang detailkunder *handler* investeringsforeningsbeviser via execution only-handler, via handler i direkte tilknytning til et investeringsrådgivningsforløb og/eller via fuldmagtsaftaler, hvor investeringsforeningsbeviserne indgår i en porteføljeplejeaftale har Finanstilsynet indhentet yderligere oplysninger fra 14 pengeinstitutter. De 14 institutter har 79 pct. af detailinvestorenes investeringsforeningsbeviser liggende i depot (målt på formue).

Detailkundernes handler med investeringsforeningsbeviser i de 14 institutter er fordelt således, at fuldmagtshandler (handler via en porteføljeplejeordning med forudgående investeringsrådgivning) er mest udbredt, mens execution only og ekspeditionshandler er mindre udbredt.

Figurerne nedenfor illustrerer, hvordan detailkundernes handler med investeringsforeningsbeviser er fordelt på de forskellige handelstyper.

Figur 7.c Omfanget af handler med investeringsforeningsbeviser – fordelt efter type af investeringsservice – og fordelt om der er tale om investering af frie midler eller af pensionsmidler



Kilde: Information om detailkunders handler med investeringsforeningsbeviser i 14 pengeinstitutter, 2014.

Note: Private Banking kunder er undtaget fra opgørelsen.

Note: Undersøgelsens metode er beskrevet i bilag 14.8.

Når en detailkunde handler investeringsforeningsbeviser for frie midler, er gennemsnitligt 85 pct. af handlerne fuldmagtshandler (handler via en porteføljeplejeordning), 6 pct. er handler i direkte tilknytning til et rådgivningsforløb, og de resterende 9 procent er execution only-handler (herunder ekspeditionshandler).

Når en detailkunde handler for pensionsmidler, er 69 pct. af alle handler fuldmagtshandler (handler via en porteføljeplejeordning), 13 pct. er handler i direkte tilknytning til et rådgivningsforløb og 19 pct. er execution only-handler, herunder ekspeditionshandler.

Undersøgelsen bygger som nævnt på 14 institutter, der har 79 pct. af detailinvestorerne investeringsforeningsbeviser liggende i depot (målt på formue). I disse institutter er der omkring 147.000 detailinvestorer, der har handlet investeringsforeningsbeviser for pensionsmidler i 2014, og for 72.000 af disse, dvs. for cirka halvdelen, er der tale om handler foretaget som led i en porteføljeplejeordning.

Samtidig er der i disse institutter knap 205.000 detailinvestorer, der har handlet investeringsforeningsbeviser for pensionsmidler i 2014, og for cirka halvdelen af disse detailinvestorer (104.000 detailinvestorer) er der tale om handler, foretaget som led i en porteføljeplejeordning. Disse tal skal ses i lyset af at der er 760.000 privatpersoner i Danmark, der ejer et eller flere investeringsforeningsbeviser i direkte ejerskab, jf. afsnit 6.1.

Med andre ord indikerer undersøgelsen, at omkring halvdelen af alle de privatpersoner, som har *handlet* investeringsforeningsbeviser i 2014, har en porteføljeplejeordning.

Samtidig viser resultaterne, at *andelen af personer*, der handler i direkte tilknytning til investeringsrådgivning er betydeligt større end *andelen af handler*, der er gennemført i direkte tilknytning til et rådgivningsforløb. Denne forskel kan tilskrives, at de detailinvestorer, der modtaget rådgivning, også har mulighed for at anvende den modtagne rådgivning i execution only-handler, herunder i ekspeditionshandler.

7.2.2 Execution only-ydelser i praksis

I forrige afsnit fastslås, at 9 pct. af alle handler med detailkunders frie midler er execution only-handler, mens 19 pct. af alle handler med detailkunders pensionsmidler er execution only-handler. I det følgende beskrives, hvordan disse handler i praksis foregår, og hvilke typer omkostninger og provisioner der knytter sig til denne handelsform.

Når en detailinvestor ønsker at handle execution only, kan detailinvestoren enten henvende sig personligt, pr. mail eller telefonisk til pengeinstituttet og afgive en handelsordre, der så gennemføres af en medarbejder i pengeinstituttet som en ekspeditionshandel. Eller detailinvestoren kan vælge selv at gennemføre handlen via en investerings-selvbetjeningsplatform tilknyttet investorens netbank.

Da alle pengeinstitutter, som har status som værdipapirhandlere, er tilknyttet InvesteringsForeningsBørsen (IFX), vil detailinvestorerne normalt kunne handle samtlige noterede værdipapirer, som er målrettet offentligheden, som execution only-handler via deres eget pengeinstitut. Dette gælder uanset om det er aktier, obligationer, danske investeringsforeningsbeviser, udenlandske ETF'er eller andre værdipapirer.

For så vidt angår danske investeringsforeningsbeviser betyder det i praksis, at detailinvestorer via deres netbank har adgang til at kunne investere i alle de afdelinger fra danske investeringsforeninger, som er målrettet offentligheden⁴³, uanset om foreningen har eller ikke har indgået en distributionsaftale med den pågældende detailinvestors pengeinstitut. Med en sådan åben struktur er distributionsstrukturen i Danmark mere åben end i en række andre europæiske lande. Omvendt kan det dog også være svært for den enkelte detailinvestor at finde konkrete papirer i det samlede udbud – som omtalt tidligere er f.eks. udbuddet af investeringsforeningsbeviser i afdelinger baseret på en passiv strategi begrænset og det kan derfor være svært for detailinvestoren at finde disse afdelinger.

Afdelinger af investeringsforeninger, som pengeinstituttet har indgået distributionsaftale med og som de således modtager formidlingsprovisioner fra, tildeles typisk en mere fremtrædende rolle i pengeinstitutternes netbank end øvrige foreninger. Dertil kommer, at de ofte har en mere omfattende tilknyttet infrastruktur til selvbetjeningsydelser, såsom f.eks. rapportering, overblik, m.m.

7.2.3 Investeringsrådgivning, som munder ud i et konkret porteføljeforslag

I det følgende beskrives, hvordan investeringsrådgivning i praksis foregår, når en kunde henvender sig til et pengeinstitut og modtager investeringsrådgivning.

Investeringsrådgivning af detailinvestorer i et pengeinstitut foregår almindeligvis i den filial, som kunden er tilknyttet. Detailinvestorer, som ønsker at investere beløb over en vis beløbsgrænse, f.eks. over 700.000 kr., vil blive henvist til muligheden for at blive rådgivet af særlige investeringseksperter i eksempelvis en private banking-afdeling.

Finanstilsynets erfaringer fra besøg hos en række pengeinstitutter har vist, at det er sjældent, at de kunder, som ønsker at investere på baggrund af et rådgivningsforløb, fra begyndelsen er klar over, hvilken type investeringstype der ønskes. En kunde vil i stedet blive foreslået at gennemgå et sædvanligt investeringsrådgivningsforløb med en egnethedstest og fastlæggelse af en investeringsprofil.

Når en detailkunde modtager investeringsrådgivning i en filial, modtager kunden sædvanligvis rådgivning fra egen privatkunderådgiver bistået af en nøglemedarbejder i pengeinstituttets investeringsafdeling, jf. Finanstilsynet (2010).

Et investeringsrådgivningsforløb vil typisk munde ud i enten

- en anbefaling om investering i konkret portefølje af enkeltpapirer
- en anbefaling om indgåelse af en porteføljeplejeaftale

Der har i de senere år været en stigning i omfanget af de investeringsrådgivningsforløb, som munder ud i, at kunden indgår en porteføljeplejeaftale. Omfanget af de investeringsrådgivningsforløb, som munder ud i en personlig anbefaling om investering i konkrete papirer, er omvendt nedadgående.

⁴³ Detailinvestorer vil via deres netbank i reglen ikke have adgang til at handle de afdelinger af danske investeringsforeninger, som er målrettet en særlig kreds af investorer – dvs. f.eks. afdelinger, som er forbeholdt institutionelle investorer (som f.eks. pensionselskaber) eller f.eks. afdelinger, der er forbeholdt til at indgå i en porteføljeplejeordning. Investorer, som via netbanken søger at investere i sidstnævnte execution only, vil i reglen få et skærmbillede, som fortæller, at kunden ikke har adgang til at handle dette papir, og at kunden tilrådes at kontakte en rådgiver.

I det følgende ses nærmere på, hvordan det foregår i praksis, når en detailinvestor på baggrund af investeringsrådgivning ønsker at investere i en konkret portefølje af enkeltpapirer. Senere i afsnittet beskrives, hvordan det i praksis foregår, når en detailinvestor ønsker at indgå aftale om en porteføljeplejeordning.

7.2.4 *Investeringsanbefalinger i praksis*

Hovedresultaterne fra Finanstilsynets informationsindsamling om investeringsrådgivning i 14 pengeinstitutter er sammenfattet i boks 7.b nedenfor, og de uddybes efterfølgende.

Boks 7.b Investeringsrådgivning med konkret porteføljeforslag

Forslag til detailinvestorer, der ønsker at investere 100.000 kr. i frie midler, og som ikke ønsker at indgå aftale om en porteføljeplejeordning, pr. 30. september 2014.

- Hovedparten af de undersøgte pengeinstitutter giver detailinvestorer, som vil investere 100.000 kr. i frie midler, anbefalinger via IT-rådgivningsværktøjer og i form af investeringsmatricer.
- Investeringsmatricerne indeholder næsten udelukkende danske investeringsforeninger, herunder enkelte "white label-produkter".
- Investeringsmatricernes afdelinger er alle fra foreninger, som pengeinstituttet har indgået formidlingsprovisionsaftaler med.
- Investeringsmatricernes afdelinger er alle afdelinger, hvortil der er knyttet et kurstillæg (et emissionstillæg), der indeholder en tegningsprovision til instituttet.*
- De foreningsafdelinger, som er indeholdt i investeringsmatricerne, er udelukkende aktivt forvaltede afdelinger.
- Investeringsmatricerne indeholder især investeringsforeninger, som pengeinstituttet har forretningsmæssige bånd til.
- De fleste undersøgte pengeinstitutter har ikke nogen formaliseret procedure for, hvordan det sikres, at rådgivning ydes løbende til detailinvestorer uden porteføljeplejeaftale.

Kilde. Finanstilsynets dataindsamling om 14 pengeinstitutters investeringsanbefalinger, pr. 30. september 2014.

Note: Undersøgelsens metode fremgår af bilag 14.8.

* Flere foreninger har efter informationsindsamlingsstidspunktet reduceret tegningsprovisionen midlertidigt i udvalgte fonde (hovedsageligt set for danske obligationsafdelinger), mens andre har gennemført permanente reduktioner for alle afdelinger. Det er derfor i dag ikke længere alle de 14 undersøgte pengeinstitutter, som anvender afdelinger i investeringsmatricerne, hvortil der er knyttet en tegningsprovision.

Hos de 14 pengeinstitutter er det praksis, at IT- rådgivningsværktøjer udgør et centralt element i privatkunderådgivernes investeringsrådgivning til detailinvestorer. IT-rådgivningsværktøjerne er i reglen indrettet til, at rådgiveren kan indtaste kundens svar på en række spørgsmål fra rådgivningssamtalen. Herefter kan IT-værktøjet automatisk definere detailinvestorens risikoprofil (som f.eks. en lav, mellem eller høj risikoprofil) og matche kundens investeringsprofil med forslag til værdipapirer.⁴⁴

⁴⁴ Tilsvarende konklusion kan ses af Finanstilsynet (2013b) og Finanstilsynet (2013c).

Hos 11 ud af 14 pengeinstitutter⁴⁵ kan IT-rådgivningsværktøjets investeringsforslag sammenfattes som angivet i boksen nedenfor. Hos disse pengeinstitutter fastsætter en central enhed i pengeinstituttets hovedsæde en portefølje af værdipapirer for hver investeringsprofil og indlægger den i IT-rådgivningsværktøjet. Det sikrer, at detailinvestorer med samme profil får samme investeringsforslag, uanset hvilken filial de tilhører, og uafhængigt af den enkelte rådgivers kompetence og præferencer.

Boks 7.c nedenfor viser hovedlinjerne i institutternes investeringsforslag.

Boks 7.c IT-rådgivningsværktøjers investeringsanbefalinger hos 11 pengeinstitutter

Anbefalinger til en detailinvestor, der ønsker at investere fri opsparing på 100.000 kr. og som ikke ønsker at indgå aftale om en porteføljeplejeordning.

	Kort investeringshorisont (f.eks. 0-3 år)	Mellemlang investeringshorisont (f.eks.3-7 år)	Lang investeringshorisont (f.eks. mere end 7 år)
Lav risikoprofil	<i>X pct. Investeringsbevis A</i> <i>X pct. Investeringsbevis B</i> <i>X pct. Investeringsbevis C</i> eller <i>X pct. investeringsbevis A</i> <i>X pct. kontanter</i> eller <i>X pct. kontanter</i>	<i>X pct. Investeringsbevis E</i> <i>X pct. Investeringsbevis F</i> <i>X pct. Investeringsbevis G</i> <i>X pct. Investeringsbevis H</i>	<i>X pct. Investeringsbevis I</i> <i>X pct. Investeringsbevis J</i> <i>X pct. Investeringsbevis K</i> <i>X pct. Investeringsbevis L</i>
Mellem risikoprofil	<i>X pct. Investeringsbevis M</i> <i>X pct. Investeringsbevis N</i> <i>X pct. Investeringsbevis O</i> <i>X pct. Investeringsbevis P</i>	<i>X pct. Investeringsbevis Q</i> <i>X pct. Investeringsbevis R</i> <i>X pct. Investeringsbevis S</i> <i>X pct. Investeringsbevis T</i>	<i>X pct. Investeringsbevis U</i> <i>X pct. Investeringsbevis V</i> <i>X pct. Investeringsbevis X</i> <i>X pct. Investeringsbevis Y</i>
Høj risikoprofil	<i>X pct. Investeringsbevis A</i> <i>X pct. Investeringsbevis B</i> <i>X pct. Investeringsbevis C</i> <i>X pct. Investeringsbevis D</i> <i>X pct. Investeringsbevis E</i> <i>X pct. Investeringsbevis F</i>	<i>X pct. Investeringsbevis G</i> <i>X pct. Investeringsbevis H</i> <i>X pct. Investeringsbevis I</i> <i>X pct. Investeringsbevis J</i> <i>X pct. Investeringsbevis K</i> <i>X pct. Investeringsbevis L</i>	<i>X pct. Investeringsbevis M</i> <i>X pct. Investeringsbevis N</i> <i>X pct. Investeringsbevis O</i> <i>X pct. Investeringsbevis P</i> <i>X pct. Investeringsbevis Q</i> <i>X pct. Investeringsbevis R</i>

Kilde: Finanstilsynets dataindsamling om 11 pengeinstitutters investeringsanbefalinger, pr. 30. september 2014.

Note: Ifølge VP Securities har de 11 institutter 56 pct. af detailinvestorenes investeringsforeningsbeviser liggende i depot (målt på formue).

Note: IT-rådgivningsværktøjers investeringsanbefalinger følger samme skabelon for de 11 pengeinstitutter, om end der er forskelle på, hvor mange risikokategorier pengeinstitutterne opererer med.

⁴⁵ De øvrige tre pengeinstitutter opererer i stedet med f.eks. en lang liste over investeringsmuligheder, eller forskellige investeringsforslag, som detailinvestoren i samarbejde med rådgiveren kan foretage et valg imellem ud fra afkast/risikoprofil mv.

For alle 14 institutter er de værdipapirer, som er indeholdt i IT-rådgivningsværktøjet med ganske få undtagelser alene aktivt forvaltede investeringsforeningsbeviser fra danske investeringsforeninger⁴⁶, og det er i alle tilfælde beviser fra de foreninger, som pengeinstituttet har indgået formidlingsprovisionsaftaler med, ligesom det i alle tilfælde er afdelinger, hvortil der – i tilfælde af nyudstedelse af beviser - vil være et emissionstillæg, der indeholder en tegningsprovision til pengeinstituttet. Samtidig indgår især de foreninger, som instituttet har forretningsmæssige bånd til.⁴⁷ Sidstnævnte begrundet pengeinstitutterne bl.a. med, at pengeinstitutterne har det mest indgående og løbende kendskab til produkterne fra den producent, som de har forretningsmæssige bånd til, og at de ved at begrænse sig til disse foreninger på god vis kan sikre, at rådgiverne er kompetente til at yde investeringsrådgivning herom.

Det er sædvanlig praksis, at privatkunderådgiveren har en mundtlig dialog med detailinvestoren om muligheden for at foretage eventuelle tilpasninger af rådgivningsværktøjets anbefalinger. Der findes ikke datagrundlag for, hvor ofte det sker, at detailinvestorer i forlængelse af et investeringsrådgivningsforløb foretager investeringer, der afviger fra rådgivningsværktøjets anbefalinger. Men flere institutter anslår, at langt hovedparten af kunderne følger instituttets anbefalinger, og det anslås således kun at være et fåtal af de kunder, der modtager rådgivning (2 til 10 pct.), som afviger fra det anbefalede. Et enkelt pengeinstitut anslår som et udokumenteret skøn, at det er under en tredjedel af alle de detailinvestorer, som modtager rådgivning, der vælger at afvige fra det foreslåede investeringsforslag.

Det er et generelt billede, at der hos hovedparten af pengeinstitutterne ikke er nogen formaliseret procedure for, hvordan investeringsrådgivning gives løbende til detailinvestorer, som ikke har en porteføljevaltningsaftale.

7.2.5 Omkostninger ved investeringsforeningsafdelingerne i den anbefalede portefølje

De porteføljer, som pr. 30. september 2014 indgik i de 11 undersøgte pengeinstitutters IT-rådgivningsværktøjer, har et omkostningsniveau svarende til en ÅOP-sats på gennemsnitligt omkring 1 - 2 pct. årligt af det investerede beløb.

ÅOP-satsen indeholder gennemsnitligt en årlig formidlingsprovision på ca. 0,3 til 0,8 pct. (median: 0,57 pct.). Indeholdt i ÅOP var endvidere pr. 30. september 2014 en gennemsnitligt maksimal tegningsprovisionssats (engangsprovision) på 0,8 til 1,1 pct. (median: 1,0 pct.) af det investerede beløb. Eventuel tegningsprovision betales i de tilfælde, hvor investor betaler et kurstillæg (et emissionstillæg), når investeringsforeningsbeviserne købes⁴⁸.

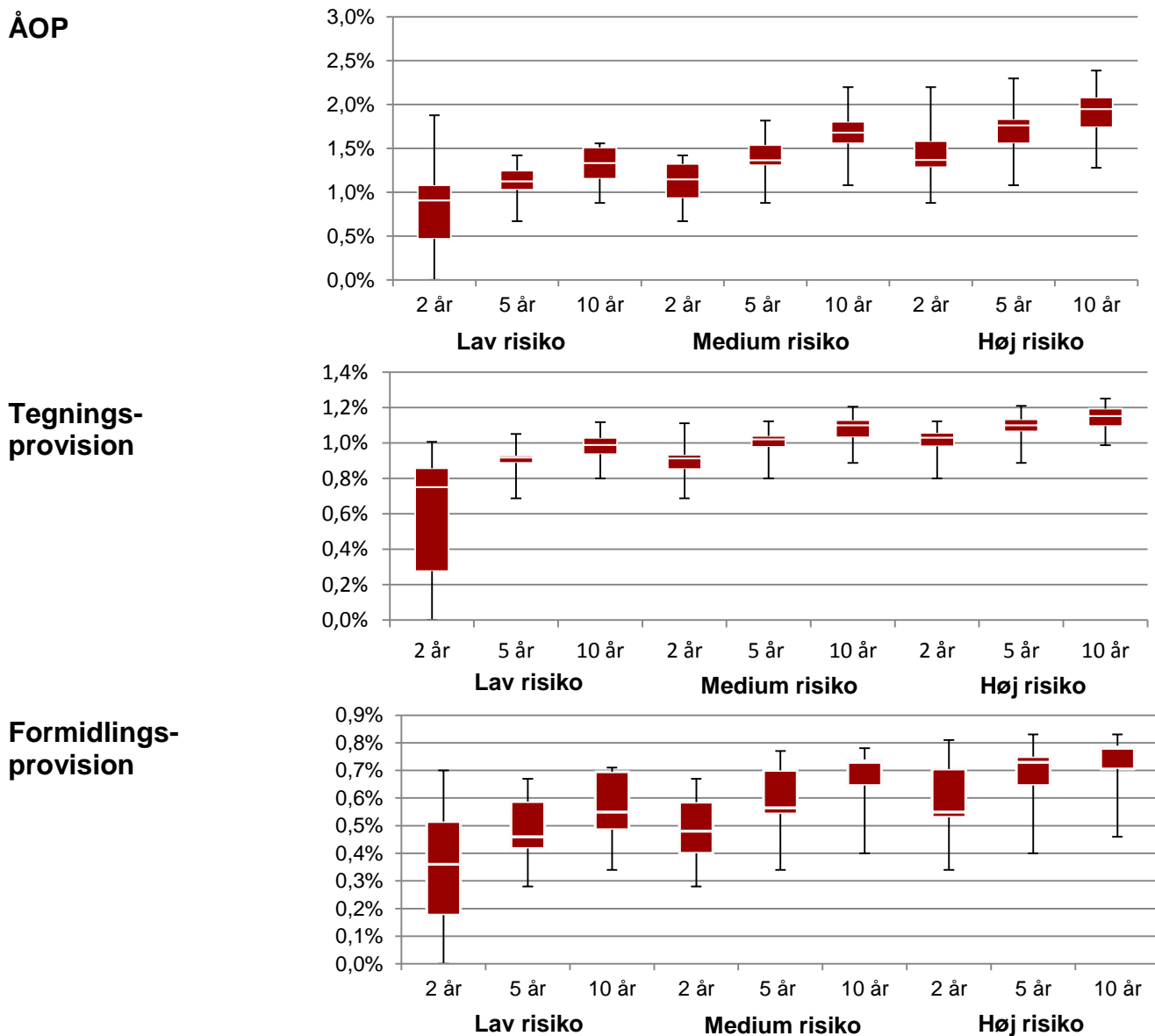
ÅOP, formidlings- og tegningsprovision ved de anbefalede porteføljer er nærmere vist i Figur 7.d nedenfor.

⁴⁶ Beløbet på 100.000 kr. kan være en del af forklaringen på, at der alene anbefales danske foreninger, idet handelsomkostningerne på udenlandske papirer er højere end på danske papirer, hvorfor udenlandske papirer er mindre velegnede ved investering af små frem for store beløb. Endvidere kan bemærkes, at der indgår enkelte "white label-produkter" i anbefalingerne.

⁴⁷ Tilsvarende resultater kan ses af Penge- og Pensionspanelet (2010b) og Finanstilsynet (2010).

⁴⁸ Flere foreninger har efter informationsindsamlingstidspunktet reduceret tegningsprovisionen midlertidigt i udvalgte fonde (hovedsageligt set for danske obligationsafdelinger), mens andre har gennemført permanente reduktioner for visse afdelinger. Det angivne gennemsnit er derfor højere end tilfældet ville være i dag, hvor det ikke længere er alle de 14 undersøgte pengeinstitutter, som anvender afdelinger i investeringsmatricerne, hvortil der er knyttet en tegningsprovision.

Figur 7.d Omkostnings- og provisionssatser for de anbefalede porteføljer til en detailinvestor, der ønsker at investere 100.000 kr. i frie midler, pr. 30. sep. 2014



Kilde: Finanstilsynets dataindsamling om 11 pengeinstitutters investeringsanbefalinger, pr. 30. september 2014

Note: De sorte streger i figuren angiver de maksimale og minimale satser. Medianomkostningen for de anbefalede porteføljer er illustreret ved den hvide streg i de røde felter, som afgrænses af 1. og 3. kvartil. Halvdelen af pengeinstitutterne anbefaler således porteføljer med en sats, der falder inden for det røde felt.

Note: ÅOP, formidlingsprovision og tegningsprovision for den enkelte portefølje er beregnet på baggrund af de enkelte anbefalede bevisers andel af den anbefalede portefølje. I porteføljerne med lav risiko og en tidshorisont på 5 år og 10 år samt i porteføljen med medium risiko og en tidshorisont på 5 år er kun 10 pengeinstitutter indeholdt, da tallene ikke kan opgøres for det resterende pengeinstitut.

Note: De eksakte tal, som figurene bygger på, og fremgangsmåden for behandlingen af de indhentede tal, herunder beregning af vægtet gennemsnit for omkostningerne, fremgår af bilag 14.8.

De anbefalede porteføljer er kendetegnede ved, at ÅOP, formidlingsprovision og eventuel tegningsprovision er lavest ved "lav risiko"-porteføljerne med lav tidshorisont og højest ved "høj risiko"-porteføljerne med lang tidshorisont. Dette kan især forklares med, at obligationsbaserede afdelinger (som har lavere satser end aktiebaserede afdelinger) i større omfang anbefales til disse porteføljer. For lave risikoporteføljer med kort tidshorisont har det endvidere sin årsag i, at investor hos enkelte pengeinstitutter foreslås at sætte dele af eller alle midler på en indlånskonto, hvortil der ikke er knyttet hverken omkostninger eller provisioner.

7.2.6 Porteføljeplejeordninger

I udgangspunktet findes der to former for porteføljeplejeydelser – henholdsvis almindelig porteføljepleje og puljeordninger, jf. Boks 7.d.

Boks 7.d To former for porteføljeplejeordninger

Almindelig porteføljepleje: En porteføljeplejeydelse, hvor de værdipapirer, som kundens porteføljeplejemidler investeres i, tilhører kunden. Denne form for porteføljeplejeydelse anvendes både til investering af frie midler og pensionsmidler.

Puljeordninger: En puljeordning adskiller sig fra den gængse porteføljeplejeydelse ved at være en puljeopsparing på en indlånskonto, hvor afkastet på indlånskontoen er baseret på en beregning af afkastet på en række bagvedliggende aktiver, som tilhører pengeinstituttet, og som pengeinstituttet har købt til puljerne.

Puljeopsparing må kun bruges til skattebegünstiget opsparing (f.eks. aldersopsparing, kapitalpension, ratepension og børneopsparing) og kan ikke anvendes til frie midler (jf. puljepensionsbekendtgørelsen).

I det følgende beskrives de to former for porteføljeplejeordninger nærmere.

7.2.7 Den gængse porteføljepleje

En porteføljeplejeaftale indebærer som hovedregel, at pengeinstitutterne løbende rebalancerer kundens portefølje, så den afspejler kundens valgte risikoprofil, og så der tages hensyn til langsigtede trends i markedet.

Som en del af en porteføljeplejeaftale indgår det som regel, at kunden bl.a. får automatisk geninvestering samt nedsat eller gratis kurtage for løbende handel i porteføljerne og eventuelt lavere omkostninger til beholdningsændringer.

Det er almindeligt, at pengeinstitutterne hovedsageligt tilbyder porteføljeplejeaftaler til detailkunder, som har mindst 100.000 kr.-200.000 kr. i investerbare midler.

Kunderne placeres i nogle grupper defineret efter bl.a. formueforhold, risikovillighed og investeringshorisont, og alle kunder i én gruppe vil have samme investerings sammensætning. I gruppevisse porteføljeplejeordninger vælger kunden ved aftaleindgåelse en investeringshorisont og én af flere (typisk omkring 5-6) porteføljepleje-risikoprofiler gående fra en defensiv profil (med lav risiko) over en balanceret profil (med medium risiko) til en offensiv/vækst profil (med høj risiko).

Det er i pengeinstitutterne almindeligt, at omkring 95-100 pct. af midlerne i hver af de 5-6 porteføljeplejerisikoprofiler investeres i særlige (typisk aktivt forvaltede) investeringsforeningsafdelinger (og eventuelt få afde-

linger i kapitalforeninger⁴⁹), som er oprettet med det formål, at de alene skal anvendes til kunder, der har indgået en porteføljeplejeaftale. De forskellige porteføljeplejerisikoprofiler består i reglen af forskellige vægtninger af disse særlige foreningsafdelinger, således at hver porteføljepleje-profil opnår forskellig risikoeksponering.

På hovedparten af de plejeordninger, som tegnes af privatkunder i dag, er de underliggende investeringer fordelt således, at omkring 85 til 100 pct. af midlerne er investeret i aktivt forvaltede afdelinger af investeringsforeninger, mens omkring 0 til 15 procent af midlerne er investeret i aktivt forvaltede afdelinger af kapitalforeninger. Dertil kommer, at der kan være omkring 0-5 pct. af midlerne, som er f.eks. kontantbeholdning.

I de tilfælde, hvor et pengeinstitut ikke har særlig tilknytning til en bestemt forening, er det almindeligt, at de underliggende investeringer på en porteføljeplejeordning er fra forskellige foreninger. I øvrige tilfælde er det almindeligt, at porteføljeplejeordningens underliggende investeringer i investeringsforeningsbeviser alene investeres i den forening, som pengeinstituttet har forretningsmæssige bånd til.

Produktudviklingen i investeringsforeningerne sker typisk på grundlag af en dialog med distributører om, hvilke produkter distributørerne efterspørger med henblik på at sammensætte en produktpalette, der opfylder deres kunders behov.

Løbende omkostninger og provisioner ved porteføljeplejeydelser

Det er forskelligt, hvordan de betalinger, som pengeinstitutterne modtager for at yde en porteføljeplejeydelse, finder sted, ligesom det er forskelligt, hvilke former for omkostninger en kunde med en porteføljeplejeordning afholder.

Der findes på markedet i dag som minimum tre forskellige modeller for løbende honorering i forbindelse med porteføljepleje:

- a) løbende honorering sker alene via de løbende provisionsbetalinger, der er indeholdt i ÅOP for de underliggende foreninger.
- b) løbende honorering sker via de løbende provisionsbetalinger, der er indeholdt i ÅOP for de underliggende investeringsforeninger + via et løbende fast honorar for porteføljeplejeydelsen.
- c) løbende honorering sker via de løbende provisionsbetalinger, der er indeholdt i nøgletallet ÅOP for de underliggende investeringsforeninger + via et løbende resultatbetinget honorar.

Ad a) En betydelig del af de plejeordninger, som tegnes af privatkunder i dag, og hvor honorering alene sker via de løbende provisionsbetalinger indeholdt i ÅOP, investeres i investeringsforeningsafdelinger, hvortil der er knyttet provisionssatser, som ligger i størrelsesordenen ca. 0,8 pct. til 1,60 pct. (jo højere sats, jo højere risiko).

Ad b) I det tilfælde, hvor løbende honorering også sker via et *fast honorar*, er dette i reglen et årligt gebyr fastsat som en procent af kundens formue, og som typisk ligger i omegnen af 0,3 pct. - 0,5 pct. for en gen-

⁴⁹Kapitalforeninger er alternative investeringsfonde, som minder om investeringsforeninger, men som er lempeligere reguleret. Kapitalforeninger har - modsat investeringsforeningerne - tilladelse til at geare investeringerne, og de er - modsat investeringsforeningerne - ikke underlagt risikospredningskrav. Mange af de eksisterende kapitalforeninger er tidligere hedge- og specialforeninger, der blev omdannet i forbindelse med indførelsen af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

nemsnitlig kunde. Procentsatsen har i reglen en trappestruktur, hvor satsen nedtrappes, jo højere formue kunden har. Dermed kommer stordriftsfordele kunden til gode. Satsen betales sædvanligvis ved, at kundens årlige afkast bliver reduceret svarende til det fastsatte honorar.

Boks 7.e Eksempel på årligt fast honorar med trappestruktur

Administrationsgebyr af ordningens værdi inkl. moms pr. år

- Op til 300.000 kr. dog min. 625 kr.	0,5625 pct.
- mellem 300.000 kr. og 500.000 kr.	0,3750 pct.
- mellem 500.000 kr. og 1.000.000 kr.	0,1875 pct.
- over 1.000.000 kr.	0,1250 pct.

Til eksempel indebærer ovenstående, at der er følgende administrationsgebyr fra disse kundeprofiler:

Kunde med 300.000 kr.:	1.687,50 kr. i årligt gebyr
Kunde med 1.000.000 kr.:	3.375,00 kr. i årligt gebyr

Det er almindeligt, at ordninger med tilknyttet fast honorar investeres i afdelinger, hvortil de løbende provisjonsbetalinger, som indeholdt i ÅOP, ligger i størrelsesordenen ca. 0,2 pct. til 0,75 pct. (højere sats, jo højere risiko).

Ad c) I det tilfælde, hvor honorering for porteføljepleje sker via et *resultatbetinget honorar*, takseres et sådant honorar kun i år med positivt afkast. Honoraret fastsættes almindeligvis som en fast procent af realiseret afkast, uanset kundens formue, dvs. uden trappestruktur. Det indebærer, at kunder, der har investeret et større beløb, betaler et større beløb i honorar end de kunder, der har investeret et mindre beløb, jf. Boks 7.f. Resultatbetinget honorar betales sædvanligvis ved, at kunden giver afkald på en del af det årlige afkast svarende til det fastsatte honorar.

Boks 7.f Eksempel på årligt resultatbetinget honorar uden trappestruktur

Resultatbetinget honorar uden trappestruktur pr. år

6,25 pct. inkl. moms af årets positive afkast.

Til eksempel indebærer ovenstående, at der er følgende betaling fra disse kundeprofiler i år med f.eks. 7 pct. i afkast.

Kunde med 300.000 kr.:	1.312,50 kr. i årligt gebyr
Kunde med 1.000.000 kr.:	4.375,00 kr. i årligt gebyr

Hovedparten af de større institutter modtager ikke tegningsprovision, når de foretager løbende omlægninger mellem porteføljens underliggende investeringsforeningsafdelinger.⁵⁰ Kunden betaler sædvanligvis ikke kurtage i forbindelse med de løbende omlægninger, men det er almindeligt, at kunden betaler omlægnings-

⁵⁰ I nogle tilfælde har dette sin årsag i, at tegningsprovisionen er 0 pct. for de afdelinger, som anvendes til porteføljeplejemidler. Hos andre er der tegningsprovision tilknyttet de afdelinger, som anvendes, men institutterne modtager kun tegningsprovision, når kunden træder ind i porteføljeplejeordningen, mens instituttet sikrer sig, at instituttet ikke modtager tegningsprovision ved løbende omlægninger. Baggrunden for dette skal formentlig bl.a. søges i, at institutterne ikke ønsker, at der skal kunne sås tvivl om institutternes incitament ved omlægninger, som foretages som led i porteføljepleje.

gebyr i forbindelse med de løbende omlægninger. Det kan eksempelvis være et gebyr på omkring 12 kr. pr. depot pr. dag, hvor pengeinstituttet laver omlægninger mellem fondene.

Engangsomkostninger ved porteføljeplejeydelser (ved indtræden og udtræden)

I nogle tilfælde modtager pengeinstituttet tegningsprovision fra de afdelinger, som indgår i kundens ordning på det tidspunkt, hvor kunden indtræder i ordningen. Endvidere vil kunden i nogle tilfælde skulle betale engangskurtage til pengeinstituttet, når kunden indtræder i og udtræder af porteføljeplejeordningen, jf. afsnit 4.4.

7.2.8 Porteføljepleje via puljer

En pulje er så vidt vides en rent dansk konstruktion, som ikke findes tilsvarende i andre EU-lande. Ved en puljeordning/puljeindlån forstås et særligt indlånsprodukt til brug for skattebegünstiget opsparing, som f.eks. pensionsopsparing og børneopsparing jf. puljepensionsbekendtgørelsen. Puljeordninger minder i de fleste henseender om almindelige porteføljeplejeordninger, men adskiller sig dog på et enkelt punkt, idet pengeinstituttet ejer de finansielle aktiver, som kundernes midler placeres i. Dette er ikke tilfældet ved almindelig porteføljepleje. Denne forskel gør, at puljeordningerne ikke er omfattet af definitionen på porteføljepleje i MiFID II, jf. nærmere herom i bilag 14.10.

Princippet med en puljeordning er, at kunden indbetaler sin opsparing til en opsparingskonto, hvor pengene står som et kontant indlån. Derefter investerer pengeinstituttet i værdipapirer for et beløb svarende til værdien af alle puljedeltageres konti. Kunden modtager hvert år et afkast (negativt eller positivt), der svarer til kundens andel af de enkelte puljers samlede afkast.

Investeringsstrategi og risikoeksponering for den enkelte pulje skal overholde nogle investeringsmæssige regler og grænser, som fastsat i bekendtgørelse om puljepension og andre skattebegünstigede opsparingsformer m.v.

Det er almindeligt, at pengeinstitutterne opretter flere puljer med forskellige kategorier af værdipapirer, så en kunde efter aftale med pengeinstituttet kan bestemme, hvilke(n) pulje(r) vedkommendes indskudte midler skal anbringes i, alt efter hvor risikovillig kunden er. Som hovedregel kan kunden vælge mellem en række forskellige risikoprofiler gående fra lav til høj risiko og en række tidshorisonter.

Typisk kan man enten vælge at lade pengeinstituttet stå for sammensætningen af puljerne eller vælge en "individuel fordeling", hvor man selv sammensætter en portefølje bestående af en eller flere værdipapirpuljer ud fra en ønsket procentfordeling.

Ved en puljeordning vurderer og tilpasser instituttet løbende sammensætningen af puljerne. Det betyder, at sammensætningen af de enkelte puljer kan skifte i løbet af opsparingsperioden. Det er almindeligt, at kunden ikke betaler kurtage, når der handles med værdipapirer i puljen.

7.2.9 Omkostninger ved puljeordninger

Dele af midlerne i puljeordninger investeres sædvanligvis i afdelinger af investeringsforeninger, som pengeinstituttet eller andre selskaber i pengeinstituttets eventuelle koncern udfører opgaver for og modtager honorar fra.

Når en puljes investering sker igennem afdelinger af investeringsforeninger, belastes puljens afkast af den del af investeringsforeningsafdelingens omkostninger, som ikke kan tilskrives formidlingsprovisionsbetalin-

gerne. Det er normal praksis, at de fleste pengeinstitutter refunderer formidlingsprovisionen i investeringsforeningsafdelingerne til kunderne i puljeordningen.

I tillæg til de omkostninger, som ligger inde i de investeringsforeningsafdelinger, som puljen investeres i, betaler kunderne også omkostninger for selve puljeordningen i form af puljens administrations-/handelsomkostninger mv., puljeprovision for administration og omkostning ved skift af puljefordeling og risikovalg samt eventuelt tillæg, hvis man ønsker at lade pengeinstituttet stå for sammensætningen af en portefølje af en eller flere værdipapirpuljer i stedet for selv at stå for det via en "individuel fordeling".

Puljens handels-/administrationsomkostninger udgør hos de større pengeinstitutter i omegnen af 0,10 pct. - 0,60 pct. af kundens formue. Der kan enten være tale om en fast procentsats uanset kundens formue, eller en trappefastsat gebyrstruktur, hvor procentsatsen nedsættes, jo højere formue kunden har.

Handelsomkostninger/administrationsomkostninger fratrækkes i det løbende afkast. Afkastet vil således fremgå, efter at omkostninger er fratrukket.

Puljeprovision/puljegebyr ligger almindeligvis i de større institutter i intervallet fra ca. 0,15 pct. til 1,60 procent årligt. Typisk ligger satserne i den lavere ende for puljer, der er forbundet med lav risiko, mens de ligger i den højere ende for puljer, der er forbundet med højere risiko. I nogle tilfælde beregnes et minimumsbeløb i puljegebyr pr. konto pr. måned.

Et eventuelt tillæg, som kunder, der vælger "individuel fordeling", skal betale til pengeinstitutterne, ligger i de større institutter på omkring 0,12 til 0,15 pct.

Det samlede puljegebyr og eventuelt tillæg hæves almindeligvis på kundens puljekonto hvert år eller ved udtræden.

Finansrådet har henstillet til sine medlemmer, at kunderne årligt oplyses om de direkte og indirekte omkostninger i det foregående år i form af et ÅOP og ÅOK (Årlige Omkostninger i Kroner) ved at have penge placeret i puljeordninger, jf. Finansrådet (2012). Og de har henstillet, at pengeinstitutterne etablerer en omkostningsmåler på deres hjemmesider, hvor potentielle kunder kan se et skønnet ÅOP og ÅOK ved at placere penge i bankens puljeordninger.

8 Nuværende omkostningsoplysningskrav

Kunderne skal ifølge gældende regler oplyses om de investeringsomkostninger, herunder provisioner, der fratrækkes kundens afkast, ligesom kunderne inden der træffes valg om et investeringsforeningsbevis skal have udleveret et oplysningsdokument med få centrale oplysninger om beviset.

Branchen forpligtede sig i 2007 og 2011 til i alt materiale at anvende omkostningsnøgletallet ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent).

I 2012 forpligtede branchen sig til at medtage oplysning om ÅOP og formidlingsprovision på den årlige gebyroversigt, ved møder om investeringsrådgivning og ved værdipapirhandel i netbanken.

Arbejdsgruppen har undersøgt hos 16 pengeinstitutter, om de har levet op til aftalen, hvilket er tilfældet.

8.1 Investorbekendtgørelsen

Investorbekendtgørelsen⁵¹ indeholder regler om, hvordan værdipapirhandlere, (herunder bl.a. pengeinstitutter) skal oplyse om investeringsomkostninger og provisioner, når de markedsfører, rådgiver om og sælger investeringsforeningsbeviser. Bekendtgørelsen udgør den danske implementering af MiFID-direktivet og MiFID's gennemførelsesdirektiv. Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelse af reglerne heri.

Det følger af investorbekendtgørelsen, at værdipapirhandlere, når det er relevant, skal oplyse investor om den samlede pris, herunder alle omkostninger og skatter, der skal betales via værdipapirhandleren. Samtidig er der krav om, at kunden, når der er gennemført en ordre, skal have en afregningsnota. Denne nota skal bl.a. indeholde oplysninger om handelskurs, det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for og handelsomkostningerne, herunder eventuelle tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, som værdipapirhandleren har beregnet sig. Omkostningerne skal fremgå som et samlet beløb, ligesom de enkelte omkostningselementer på kundens anmodning skal oplyses.

Endvidere skal investorer forud for investering oplyses om eventuelle provisioners karakter og størrelse⁵². Oplysningerne om provisioner kan fremgå af salgsmateriale, et prospekt eller et andet sted i informationsmateriale til investor. Endvidere skal provisionsoplysninger oplyses separat for hvert enkelt finansielt instrument.

Endvidere skal værdipapirhandleres omkostnings- og provisionsoplysninger ligge indenfor rammerne af, hvad der kan betegnes som fair og ordentlig kundeinformation. Samtidig skal information til privatkunder være klar og ikke-vildledende. Dette indebærer bl.a., at oplysninger om omkostninger og provisioner skal tilpasses vidensniveauet hos den "almindelige dansker på gaden". Det betyder, at særlige fagudtryk bør undgås, og hvis de anvendes, bør de forklares udførligt eller indeholde et link til en forklaring⁵³.

⁵¹ Bekendtgørelse nr. 1583 af 18. december 2013 om investorbekendtgørelse ved værdipapirhandel

⁵² Provisionsoplysninger kan gives i summarisk form som en procentsats eller et procentinterval (jf. vejledningen til bekendtgørelsen). På investors anmodning skal der gives yderligere oplysninger. For provisioner, der er ens for alle værdipapirhandlerens kunder eller segmenter/kategorier, kan oplysningerne gives via en hjemmeside.

⁵³ Jf. Vejledning nr. 55 af 18. juli 2011 til bekendtgørelse om investorbekendtgørelse ved værdipapirhandel.

For så vidt angår porteføljeplejeaftaler, følger det af investorbekendtgørelsen, at investorerne skal have periodiske oversigter over de omkostninger, som investorerne afholder i forbindelse med en porteføljeplejeaftale. Disse oversigter skal indeholde information om gebyrernes samlede størrelse for den periode, der rapporteres om med angivelse af fordelingen mellem gebyrerne til porteføljepleje og de samlede udgifter til udførelsen af ordrerne. Kunden har også mulighed for at få de væsentligste informationer om de gennemførte transaktioner efter hver enkelt transaktion.

8.2 Central Investorinformation

Værdipapirhandleren er i henhold til investorbekendtgørelsen - i forbindelse med rådgivning om og inden investors køb af investeringsforeningsbeviser - forpligtet til at tilbyde et EU-standardiseret oplysningsdokument med "Central Investorinformation" (et "CI") med information om den respektive investeringsforeningsafdeling.

CI er en to-siders "varedeklaration" med information om bl.a. den respektive investeringsforeningsafdelings indhold, afkast, risiko og omkostninger.

Investorbekendtgørelsen fastslår i tillæg hertil, at værdipapirhandlere ved markedsføring skal oplyse om, hvordan offentligheden kan få adgang til CI. Det er desuden et krav, at CI tilbydes vederlagsfrit til potentielle investorer inden et køb, og at dokumentet udleveres på anmodning.

CI-dokumenterne skal udformes i henhold til en EU-standardiseret skabelon. Boksen nedenfor illustrerer med et eksempel, hvordan de dele af CI, der omhandler omkostningsoplysninger, er udformet i et CI-dokument.

Boks 8.a Eksempel på CI-dokumentets omkostningsoplysninger

<p>Omkostninger De omkostninger, du betaler, bliver brugt til at dække afdelingens drift. Du betaler for markedsføring og distribution. Disse omkostninger reducerer dit mulige afkast.</p>	
<p><u>Engangsomkostninger før eller efter investering</u> Indtrædelsesomkostninger 0,14 pct. Udtrædelsesomkostninger 0,14 pct. Det beløb udtrykt i procent, der maksimalt kan fratrækkes, før midlerne investeres/før investeringsprovenuet fratrækkes.</p> <p><u>Omkostninger afholdt af afdelingen i løbet af et år</u> Løbende omkostninger 1,01 pct. Omkostninger afholdt af fonden under visse særlige omstændigheder Resultatbetinget honorar ikke relevant</p>	<p>De viste omkostninger for indtrædelse og udtrædelse er den maksimale sats. Du kan komme ud for at betale mindre. Du kan høre nærmere hos din finansielle rådgiver.</p> <p>De løbende omkostninger er baseret på det foregående års omkostninger, dvs., for året der sluttede december 2014. Beløbet kan variere fra år til år. Læs mere om afdelingens omkostninger i prospektets afsnit om administrationsomkostninger mv. Prospektet kan du hente på www.xxinvest.dk/xxx</p>

Kilde: CI-dokument for en dansk investeringsforeningsafdeling med udenlandske obligationer – dokumentet bygger på den EU-standardiserede skabelon, som kan ses i CESR (2010).

Engangsomkostninger skal i CI i henhold til EU-reglerne vises som procentsatser for de maksimale henholdsvis indtrædelses- og udtrædelsesomkostninger. Procentsatserne for disse svarer til procentsatserne for de maksimale emissionstillæg (indtrædelsesomkostning) og indløsningsfradrag (udtrædelsesomkostning), der indgår med 1/7 i det danske nøgletal ÅOP. Eventuel tegningsprovision vil være indeholdt i indtrædelsesomkostningerne og indgår således ikke som separat omkostningsoplysning på CI-dokumentet.

Løbende omkostninger skal i CI i henhold til EU-reglerne beregnes med udgangspunkt i omkostningsnøgletallet "TER" (Total Expense Ratio), som afspejler investeringsforeningsafdelingens årlige løbende administrationsomkostninger i procent. I afdelingens administrationsomkostninger er bl.a. indeholdt omkostninger til formidlingsprovision, porteføljeovervågning, IT, lønninger m.v. Dvs. formidlingsprovision indgår ikke som en separat omkostningsoplysning på CI-dokumentet.

Da CI-dokumentet er et EU-standardiseret dokument, giver EU-reglerne ikke mulighed for, at selve CI-dokumentet kan indeholde yderligere omkostningsoplysninger om eksempelvis formidlingsprovisionens størrelse, men reglerne hindrer ikke, at oplysninger om formidlingsprovision kan gives til investorerne i et andet separat dokument.

8.3 Brancheaftale fra 2007 om oplysning om ÅOP

Branchen har i en aftale fra 2007 forpligtet sig til at oplyse investorer om omkostningerne ved at investere i investeringsforeningsbeviser ved brug af det standardiserede omkostningsnøgletal "ÅOP" (Årlige Omkostninger i Procent), jf. Finanstilsynet (2007).

Aftalen blev - med det daværende Økonomi- og Erhvervsministeriums mellemkomst - indgået mellem Dansk Aktionærforening, Finansrådet, Forbrugerrådet Tænk, InvesteringsForeningsRådet (nu Investeringsfundsbranchen), Finanstilsynet og Konkurrencestyrelsen (nu Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen).

Omkostningsnøgletallet ÅOP samler omkostningerne ved at investere i investeringsforeningsbeviser i ét nøgletal. Nøgletallet er baseret på visse standardiserede forudsætninger – blandt andet en skønsbaseret antagelse om, at investor ejer beviserne i syv år. ÅOP er således ikke en individuel omkostningsberegning for den enkelte investor.

I ÅOP indgår følgende omkostningselementer, og formlen for beregning heraf er som følger:

Omkostningsprocent fra Central Investorinformation (CI)
+ evt. resultatbetinget honorar i procent (sats, der fremgår af seneste CI)
+ direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent (fra resultatopgørelsen i seneste årsrapport)
+ (aktuelt maksimalt emissionstillæg i procent + aktuelt maksimalt indløsningsfradrag i procent) / 7⁵⁴) (satser på aktuelle indtrædelses- og udtrædelsesomkostninger fra seneste CI)

Boks 8.b illustrerer med to eksempler ÅOP set i forhold til de omkostningsoplysninger, der indgår i CI-dokumentet.

⁵⁴ Ved beregningen forudsættes som nævnt en holdetid på investeringsforeningsbeviserne på 7 år.

Boks 8.b ÅOP set i forhold til CI-omkostningsprocenten

	ÅOP	CI-dokumentets omkostningsoplysninger	Forskel ÅOP-CI
Omkostninger i afdeling af typen "Aktier Globale"*	2,04 pct.	1,65 pct.	+0,39 procentpoint
Omkostninger i afdeling af typen "Korte Danske Obligationer"***	0,55 pct.	0,42 pct.	+0,13 procentpoint

*Globale aktier er et gennemsnit af 4 "Globale Aktier"-afdelinger: Danske Invest Global Stockpicking, Nordea Invest Global Udbytteaktier, Jyske Invest Globale Aktier og SparInvest Value Aktier.

Kilde: Finanstilsynets beregninger på baggrund af data fra statistikmoduliet på Investeringsfondsbranchens hjemmeside og CI-dokumenter for de respektive afdelinger.

Som det fremgår af tabellen ovenfor, udgør CI-omkostningstallet størstedelen af omkostningerne, som er indeholdt i ÅOP. For afdelinger af typen "Aktier Globale" udgør CI-omkostningstallet 80 pct. af ÅOP-omkostningsnøgletallet, og for afdelinger af typen "Korte Danske Obligationer" udgør CI-omkostningstallet 76 pct. af ÅOP-omkostningstallet.

Med brancheaftalen fra 2007 forpligtede foreningerne sig til at offentliggøre ÅOP i prospekter og årsrapporter, og Investeringsfondsbranchen har anbefalet sine medlemsforeninger, at tallet indarbejdes de steder, hvor foreningerne i øvrigt oplyser om afkast, risiko m.v. Det vil i praksis sige på hjemmesider, i nyhedsbreve og i rapporter.

Ligeledes findes ÅOP på Investeringsforeningsbørsen IFX og på Investeringsfondsbranchens hjemmeside. På Investeringsfondsbranchens hjemmeside er der endvidere en "ÅOP-beregner", hvor man kan regne på ÅOP i tidshorisonter fra 1-50 år. Det giver mulighed for, at investorer, som ikke påtænker at holde deres investeringsforeningsbevis i præcis 7 år, kan udregne et omkostningsnøgletal, som bedre matcher deres individuelle investeringshorisont.

8.4 Brancheaftale fra 2012 om øget tilgængelighed af ÅOP-tallet og formidlingsprovision

Som tillæg til brancheaftalen fra 2007 om ÅOP blev der i 2012 indgået en supplerende aftale mellem Erhvervs- og Vækstministeriet, Forbrugerrådet Tænk, Dansk Aktionærforening og Finansrådet med det formål at øge gennemsigtigheden af omkostningsoplysninger i forbindelse med investering i investeringsforeningsbeviser (åbenhedsaftalen).

Åbenhedsaftalen stiller krav om, at pengeinstitutterne i følgende situationer skal oplyse detailinvestorer om ÅOP og den formidlingsprovision, som instituttet modtager fra de investeringsforeninger, som pengeinstituttet har indgået distributionsaftale med:

- På den årlige gebyroversigt eller depotoversigt
- Ved investeringsrådgivning udført af pengeinstituttet
- Ved værdipapirhandel via netbanken (gøres tilgængelig for kunden)

ÅOP skal i henhold til aftalen oplyses som det standardiserede ÅOP-nøgletal udregnet i henhold til den tidligere beskrevne branchestandard fra 2007.

Aftalen trådte i kraft 1. januar 2013 og omfatter de 84 danske banker, sparekasser, andelskasser samt danske filialer af visse udenlandske banker, som er medlemmer af Finansrådet⁵⁵.

Arbejdsgruppen har i efteråret 2014 undersøgt, om branchen har levet op til aftalen og har indhentet materiale fra de 4 største pengeinstitutter samt 10 tilfældigt udvalgte pengeinstitutter. Blandt de udvalgte pengeinstitutter er 13 ud af 14 medlemmer af Finansrådet, og 13 ud af 14 er således omfattet af aftalen, mens 1 institut ikke er omfattet af aftalen. Materialet indeholder en kopi af et standardeksempel på en årlig gebyr-/depotoversigt udsendt ved årsskiftet 2013/2014, skriftligt investeringsrådgivningsmateriale, skærmprent af oplysninger om ÅOP/formidlingsprovision i netbanken samt forretningsgang for, hvordan detailinvestorer skriftligt og mundtligt skal informeres om ÅOP og formidlingsprovisioner.

Hovedresultatet af undersøgelsen er, at branchen i stort set alle tilfælde lever op til aftalen.

8.4.1 *Krav til årlig gebyroversigt eller depotoversigt*

Brancheaftalen indebærer, at følgende skal fremgå af den depotoversigt, som pengeinstituttet årligt udsender til deres kunder med oversigt over de investeringsforeninger, som investorerne har eller har haft i deres depot i løbet af året:

- ÅOP for danske investeringsforeninger i investors depot.
- Markering af de investeringsforeninger, som pengeinstituttet har indgået en distributionsaftale med.
- Formidlingsprovisionssatsen for de danske og udenlandske investeringsforeninger/fonde, som pengeinstituttet har indgået en distributionsaftale med.

13 ud af 14 af de undersøgte pengeinstitutter oplyser om ÅOP på den årlige depotoversigt, og 12 ud af 14 af de undersøgte institutter oplyser om formidlingsprovision på depotoversigten. Det pengeinstitut, som ikke har oplyst om ÅOP i depotoversigten, er omfattet af brancheaftalen, og ét af de to institutter, som ikke har oplyst om formidlingsprovision på depotoversigten er tillige omfattet af brancheaftalen.

8.4.2 *Krav til investeringsrådgivning*

Pengeinstitutter skal ifølge brancheaftalen forud for detailinvestorers investeringsbeslutninger og ved investeringsrådgivning om danske investeringsforeninger skriftligt oplyse om:

- ÅOP for danske investeringsforeninger.
- Formidlingsprovisionssatsen for de danske og udenlandske investeringsforeninger/fonde, som pengeinstituttet har indgået distributionsaftale med.

Det fremgår af brancheaftalen, at oplysningerne eksempelvis kan indgå i en skriftlig investeringsanbefaling. Hvis rådgivningen sker pr. telefon, kan oplysninger om ÅOP og formidlingsprovision ske ved henvisning til en hjemmeside. Det er efter brancheaftalen ikke et krav, at ordforklaringer af "ÅOP" og "formidlingsprovision" skal fremgå, ligesom det ikke er et krav, at det skriftligt skal fremgå, at formidlingsprovisionen er en årlig løbende betaling.

⁵⁵Se medlemsliste: <http://www.finansraadet.dk/Om-os/Pages/medlemmer/medlemsliste.aspx>

Alle institutter omfattet af Finanstilsynets evaluering har ved fremsendelse af et standardeksempel på et investeringstilbud kunnet påvise, at deres standardinvesteringstilbud i forbindelse med investeringsrådgivning indeholder oplysning om størrelsen på ÅOP.⁵⁶

Samtidig viser gennemgangen, at 11 ud af 12 institutter kan påvise, at de skriftligt oplyser investor om satsen for formidlingsprovision i forbindelse med investeringsrådgivning.

Gennemgangen viser endvidere, at der hos de fleste institutter ikke gives en skriftlig forklaring på, hvad ordet "ÅOP" og "formidlingsprovision" dækker over. Dertil kommer, at hovedparten af institutterne anvender ordet "formidlingsprovision" uden angivelse af, at der er tale om en årligt tilbagevendende betaling.

8.4.3 *Krav til oplysninger i netbanken/på elektronisk handelsplatform*

Det følger af brancheaftalen, at pengeinstituttet skal sikre, at følgende oplysninger er tilgængelige i netbanken:

- ÅOP for danske investeringsforeninger.
- Formidlingsprovisionssatsen for de danske og udenlandske investeringsforeninger/fonde, som pengeinstituttet har indgået distributionsaftale med.

Undersøgelsen viser, at detailinvestorer har mulighed for at finde oplysninger om ÅOP-satser for alle danske investeringsforeninger, og oplysninger om formidlingsprovisionssatsen for de investeringsforeninger, som pengeinstituttet har formidlingsprovisionsaftaler med.

I netbanken kan investor oftest finde oplysningerne om ÅOP og formidlingsprovision ved at vælge en konkret afdeling, som investor er interesseret i. Typisk vil oplysningerne om ÅOP og formidlingsprovision komme frem, når der klikkes på den enkelte afdeling, i andre tilfælde kan oplysningerne findes i en samlet oversigt.

⁵⁶ Undersøgelsen omfatter 12 ud af 14 institutter, idet ét institut har oplyst, at instituttet ikke yder investeringsrådgivning, og ét institut har ikke fremsendt skriftligt materiale til brug for investeringsrådgivning til tilsynet. Sidstnævnte institut er ikke omfattet af brancheaftalen.

9 Konkurrencemæssige aspekter

Konkurrencen på investeringsforeningsområdet er begrænset, idet markedet må karakteriseres som moderat koncentreret. Pengeinstitutterne er de centrale distributionskanaler på markedet. En Megafon-måling foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i 2015 viser, at 64 pct. af investorerne har oplyst, at de valgte den investeringsforening, som bankrådgiveren anbefalede, og at mellem 83 og 96 pct. af investorerne har købt et investeringsforeningsbevis i den investeringsforening, som pengeinstituttet har forretningsmæssige bånd til. Såvel konkurrencen fra udlandet som konkurrencen fra uvildige rådgivere er i dag meget begrænset. Det vurderes, at forbrugerne ikke er så prisbevidste, men støtter sig mere til pengeinstitutternes rådgivning.

9.1 Konkurrencemæssige vilkår på markedet for salg af investeringsforeningsbeviser

Konkurrencen på et marked kan udspille sig på en lang række parametre – det kan være prisen for en ydelse, omfanget og kvaliteten af rådgivning, den service der ydes, udvalget af varer/tjenesteydelser, omkostninger i øvrigt, m.v.

På markedet for salg af investeringsforeningsbeviser til detailinvestorer vil konkurrenceparametrene være omfanget af omkostninger forbundet med handlen og muligheden for afkast. Desuden peger meget på, at rådgivning og relation til investor er væsentlige konkurrenceparametre i forbindelse med pengeinstitutternes rådgivning af investorerne. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen gennemførte i 2013 en undersøgelse af konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder, jf. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013). Her viste en analyse, at fire ud af fem pengeinstitutter vurderer ”relation mellem kunde og rådgiver” som en væsentlig konkurrenceparameter. Desuden viser en Megafon-måling foretaget for Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i 2015, at 64 pct. af investorerne svarer, at det var den investeringsforening, som bankrådgiveren anbefalede, på spørgsmålet om, hvad den vigtigste årsag var til, at investoren valgte den investeringsforening, som vedkommende har investeringsforeningsbeviser i.

Derudover kan det bemærkes, at konkurrencen på et marked ikke kan måles direkte, men afhænger af en række faktorer, som tilsammen resulterer i, at markedet fungerer mere eller mindre effektivt. De strukturelle rammer og de involverede virksomheders adfærd er afgørende for, hvor intens konkurrencen på et marked er. Forbrugernes adfærd på det pågældende marked er lige så vigtig for et velfungerende marked.

Som det er beskrevet tidligere i rapporten sker den primære distribution af investeringsforeningsbeviser til detailinvestorer via pengeinstitutterne. Selvom der er mange udbydere af investeringsforeningsbeviser til detailinvestorer, forvalter Danske Invest og Nordea Invest tilsammen ca. 50 pct. af den samlede formue. Samlet forvaltes 70 pct. af den samlede formue af de fem største investeringsforeninger. Et sådan marked karakteriseres ud fra en konkurrencemæssig vinkel som et moderat koncentreret marked.

Pengeinstitutternes dominans som distributionskanal betyder, at konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder vil blive toneangivende for konkurrencen blandt investeringsforeninger for så vidt angår detailafdelingerne. En af konklusionerne i Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens undersøgelse af konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder var, at priskonkurrencen kunne blive mere effektiv end tilfældet var, jf. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013). Det var konklusionen, at pengeinstitutterne ikke blev udfordret væsentligt på pris, hverken af hinanden eller af forbrugerne. Dette kan også være tilfældet i forhold til prisen – eller omkostningerne – ved at investere gennem en investeringsforening, herunder for omkostningen ved den rådgivning, som pengeinstitutterne stiller til rådighed.

I forhold til konkurrencesituationen og pengeinstitutternes rolle som distributionskanal viste Finanstilsynets omkostningsundersøgelse fra 2013, jf. afsnit 3.3.1, at selv store stigninger i investeringsforeningernes formuer kun i begrænset omfang udløser besparelser for investorerne, men i stedet tilfalder pengeinstitutterne i distributionsleddet.

Et andet forhold, der er relevant i forhold til konkurrencesituationen er, at antallet af passivt forvaltede fonde – som generelt set har lavere omkostninger end de aktivt forvaltede fonde – er forholdsvis lavt i Danmark, jf. afsnit 2.3.2.

Finanstilsynet lavede tillige en undersøgelse i 2012 om strategi, omkostningsminimering og oplysninger om provisioner i investeringsforeninger (Finanstilsynet 2012). Finanstilsynet bad bl.a. foreningerne om at redegøre for deres overvejelser om at minimere omkostningerne. Finanstilsynet konkluderer følgende i rapporten: ”Redegørelserne har vist, at der er mange bestyrelser, der ikke ser det som realistisk at få afsat passive investeringsforeningsafdelinger. Hovedårsagen er, at lavomkostnings-afdelinger, for at minimere omkostningerne, typisk ikke betaler provisioner til distributionskanalerne. Dermed har de dårligere muligheder for at kunne afsætte deres produkter i et provisionsdrevet marked. Foreningerne oplever således, at det er særdeles svært at afsætte foreningens produkter alene på gode investeringsmæssige resultater”.

Den begrænsede udbredelse af afdelinger med lave omkostningssatser, samt det forhold, at gevinsten ved mersalg af investeringsforeningsbeviser ikke kommer investorerne til gode, er indikationer på, at konkurrencen på markedet er begrænset. På et marked med effektiv konkurrence vil der være større fokus på at nedbringe omkostningerne – herunder omkostninger til provision – og sælge flere billige afdelinger.

Forbrugerens adfærd er vigtig for, hvor velfungerende et marked er. Aktive forbrugere med fokus på pris og kvalitet er med til at lægge pres på virksomhederne og tilskynder dem til at konkurrere med hinanden. Det gælder således også detailinvestorenes adfærd på markedet for salg af investeringsforeningsbeviser. Det er den enkelte detailinvestors ansvar at undersøge markedet, sammenligne tilbud fra forskellige distributører eller måske vælge at handle direkte via netbanken.

Da investeringsforeningsbeviser oftest købes med henblik på at beholde dem over en længere tidshorisont, stiller det ekstra store krav til, at investorerne er aktive og undersøger markedet på købstidspunktet.

Der er ikke lavet omfattende undersøgelser af, hvor aktive detailinvestorerne er i forhold til at afsøge markedet og forhandle priser, når de skal købe investeringsforeningsbeviser. I Megafon-målingen foretaget for Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i 2015 svarer 32 pct. af respondenterne, at de undersøgte forskellige investeringsforeninger, inden de købte investeringsforeningsbeviser i den nuværende investeringsforening. Det vil sige, at mere end 2 ud af 3 altså ikke undersøger forskellige investeringsforeninger inden et køb.

Samtidig er der undersøgelser, som viser, at pengeinstitutternes rolle som rådgiver er meget afgørende for detailinvestorerne.

Megafon-målingen viser, at på spørgsmålet om, hvad der var den vigtigste årsag til, at investoren havde valgt den investeringsforening, som vedkommende har investeringsforeningsbeviser i, svarede 64 pct., at det var den investeringsforening, som bankrådgiveren anbefalede, jf. boks 9.a. En del af forklaringen herpå kan formentlig findes i den tidligere omtale i afsnit 6.1 af detailinvestorenes generelt lave viden om investe-

ringer og også omtale i samme afsnit af, at de fleste ønsker rådgivning forud for deres køb af investeringsforeningsbeviser, jf. Gallup (2014). Desuden er det slået fast i samme undersøgelse, at kunder, der får rådgivning om valg af investeringsforeningsbeviser, i langt de fleste tilfælde følger rådgivernes anbefalinger,

Boks 9.a Årsag til valg af investeringsforening

Hvad var den vigtigste årsag til, at du valgte den investeringsforening, som du har investeringsforeningsbeviser i?	Andel
Det var den, som min bankrådgiver anbefalede	64 pct.
Jeg fik den anbefalet af venner eller familie	4 pct.
Det var den med det største historiske afkast	11 pct.
Det var den, der tog det mindste gebyr	5 pct.
Det var tilfældigt	5 pct.
Andet	10 pct.
Ved ikke	2 pct.
I alt	100 pct.

Kilde: Megafon-måling foretaget for Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2015).

Note: Målingen for investeringsforeninger er en del af en større måling vedrørende 13 brancher. Målingen har haft i alt 5.000 respondenter, hvoraf 894 svarede, at de havde beviser i en investeringsforening.

Samtidig indikerer forskellige undersøgelser af detailinvestorerne adfærd, at detailinvestorerne i udstrakt grad alene får rådgivning om investeringer fra det pengeinstitut, som de i forvejen er kunde i, og at de også foretager deres køb af investeringsforeningsbeviser gennem dette pengeinstitut, jf. Gallup (2014) og Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013).

Dette understøttes også af Megafon-målingen for Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i 2015, som for det første viser, at over 90 pct. af investorerne har købt deres investeringsforeningsbeviser via et pengeinstitut. Dernæst viser undersøgelsen, at blandt de investorer, som har købt deres investeringsforeningsbeviser via de fem største pengeinstitutter med forretningsmæssige bånd til en investeringsforening⁵⁷, var det mellem 83 og 96 pct. af investorerne, som havde købt et investeringsforeningsbevis i netop den investeringsforening, som pengeinstituttet har forretningsmæssige bånd til.

Selv om de nævnte fem pengeinstitutter har distributionsaftaler med flere investeringsforeninger ud over foreningen, som de har forretningsmæssige bånd til, så tyder meget på, at disse aftaler kun i begrænset omfang slår igennem, når investeringsforeningsbeviserne skal sælges til detailinvestoren.

⁵⁷ Hvor foreningerne har ét pengeinstitut som hoveddistributør. De fem største investeringsforeninger, som har ét pengeinstitut som hoveddistributør, og hvor der er navnesammenfald mellem forening og hoveddistributør, dækker ca. 70 pct. af markedet.

Som omtalt ovenfor i afsnit 7.2 viser Finanstilsynets undersøgelse af 14 pengeinstitutters rådgivning af detailinvestorer, at de investeringsforslag, som følger af pengeinstitutternes IT-værktøjer i alle tilfælde er investeringsforeningsbeviser fra investeringsforeninger, som pengeinstitutterne har indgået provisionsaftaler med. Undersøgelsen viser videre, at det især er investeringsforeningsbeviser fra investeringsforeninger, som pengeinstitutterne har forretningsmæssige bånd til, der indgår i anbefalingerne. I afsnit 7.2.6 om porteføljeplejeaftaler beskrives, at det er almindeligt, at alle investeringsforeningsbeviser, der indgår i porteføljeplejeaftalerne er investeringsforeningsbeviser udstedt af investeringsforeninger, som det pågældende pengeinstitut har forretningsmæssige bånd til, i de tilfælde hvor sådanne bånd består.

De forskellige undersøgelser viser altså, at detailinvestorerne stoler meget på deres pengeinstitut ved køb af investeringsforeningsbeviser, at detailinvestorerne oftest rådfører sig med deres nuværende pengeinstitut ved købet, at beviserne oftest købes gennem dette pengeinstitut, og at en stor del af investorerne også ender op med beviser i den forening, som pengeinstituttet er tættest knyttet til – og ofte også har forretningsmæssige bånd til.

Alt dette indikerer, at detailinvestorerne har svært ved for alvor at agere aktivt på markedet, hvilket også kan skyldes, at der er tale om et marked med komplekse produkter. Samtidig kan det være vanskeligt at overskue omfanget og strukturen af omkostningerne på markedet, herunder omfanget af og sammenhængen mellem de forskellige typer af omkostninger.

Derudover understreger undersøgelseerne, at pengeinstitutterne formentlig også fremover vil have en rolle som distributører. Investeringsforeningernes afhængighed af pengeinstitutterne som adgang til markedet – og det forhold, at pengeinstitutterne som andre virksomheder søger at maksimere deres indtjening – betyder formentlig, at styrkeforholdet mellem investeringsforeningernes bestyrelser og pengeinstitutterne i udgangspunktet er asymmetrisk.

Det kan have konsekvenser for de priser og vilkår, herunder satsen på den årlige formidlingsprovision, der aftales mellem pengeinstitut og forening. Det kan i sidste ende betyde at omkostningerne – eller prisen – for at investere i en forening, bliver højere end de ellers ville have været.

Finanstilsynet konkluderer herom i omkostningsundersøgelsen fra 2013 (Finanstilsynet 2013 a) ”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.”

Samlet set kan pengeinstitutters dominerende rolle som distributører af investeringsforeningsbeviser kombineret med lav forbrugeraktivitet være hæmmende for konkurrencen på området. De fleste pengeinstitutter anser ikke pris for et væsentligt konkurrenceparameter, og de fleste detailinvestorer undersøger ikke markedet for bedre tilbud. Det kan betyde, at prisen i forbindelse med køb af investeringsforeningsbeviser er højere, end den ellers ville have været.

Resultatet er, at omkostninger på investeringsforeningsbeviser kun i begrænset omfang er en konkurrenceparameter. Fokus over for investorerne er i højere grad på afkast. Så længe der ikke er større fokus på om-

kostninger, vil pengeinstitutterne ikke have incitament til i højere grad at tilbyde billigere investeringsforeningsbeviser til investorerne. Incitamentet for pengeinstitutterne vil i højere grad være at sælge de beviser, som pengeinstituttet tjener mest på, hvilket ofte er beviser med høje provisioner.

Selv om investeringsforeningsbeviser oftest bliver købt med en længere tidshorison, og der derfor i sagens natur vil være færre detailinvestorer, som shopper rundt mellem foreningerne, så kan det nævnes, at af de forholdsvis få, som har skiftet forening, svarer 24 pct. at de fik en bedre pris ud af skiftet, mens 42 pct. svarer, at de fik en bedre ydelse/service, jf. den omtalte Megafon-måling foretaget for Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen. Dette kan også indikere, at der er et potentiale for øget konkurrence på markedet.

Detailinvestorer har som et ud af flere alternativer til danske investeringsforeninger mulighed for at investere i udenlandske investeringsfonde. Repræsentationen af udenlandske udbydere af investeringsprodukter på det danske marked er dog begrænset. Tilsvarende er repræsentationen af udenlandske udbydere i pengeinstitutternes porteføljeplejeordninger, puljeordninger og investeringsmatricer begrænset, jf. ovenfor i afsnit 7.2.3, om pengeinstitutternes investeringsanbefalinger i praksis. En årsag hertil kan være de skattemæssige forhold, jf. afsnit 9.2. En anden årsag hertil kan være, at pengeinstitutterne tjener mere på at benytte investeringsforeningsafdelinger, som de har tætte forretningsmæssige bånd til.

Endelig er det også relevant i en beskrivelse af konkurrencesituationen at nævne, at omfanget af investeringsrådgivning ydet via danske investeringsrådgivere og finansielle rådgivere er relativt begrænset. Det er vurderingen, at investeringsrådgivernes rådgivningsaktiviteter udgør væsentligt under 1 pct. af den samlede investeringsrådgivning.

9.2 Skattemæssige aspekter

Detailinvestorer har mulighed for at investere i udenlandske fonde som alternativ til danske investeringsforeninger. Bortset fra udenlandske investeringsprodukter, der sælges som whitelabel produkter, er der en forholdsvis lille præsentation af udenlandske investeringsfonde på det danske marked. I dette afsnit omtales de skattemæssige aspekter ved investering af frie midler i investeringsforeninger og udenlandske investeringsfonde, som formentlig har betydning for den begrænsede repræsentation af udenlandske investeringsfonde.

Boks 9.b Faktaboks om ETF'er

ETF'er (Exchange Traded Fund) handles på børser. De fleste ETF'er er passive fonde, men der findes også aktivt forvaltede ETF'er.

ETF'er følger som udgangspunkt et aktieindeks, men kan også følge udviklingen i en valuta, råvarer, obligationer eller en sammensætning af aktiver på samme måde som en fond, der følger et aktieindeks. Der er ETF'er, der følger meget brede indeks, hvorfor der er en høj risikospredning indbygget, mens der er andre ETF'er, der følger smallere indeks, hvor der kan være behov for at sikre risikospredningen på anden vis.

ETF'er handles på samme måde som aktier på en børs og skal derfor ikke beregne indre værdi som en investeringsforening. ETF'er handles på store børser og har ofte en høj likviditet.

Der vil typisk være lavere omkostninger for en detailinvestor forbundet med at købe andele i en ETF end ved at købe andele i en investeringsforening. Det skyldes primært, at en ETF ikke betaler for distribution og rådgivning af investorerne. Kurtagen ved køb af en udenlandsk ETF kan dog være højere end ved køb af andele i en investeringsforening. Der vil endvidere formentlig være omkostninger til veksling af valuta og højere depotomkostninger til opbevaring.

Som udgangspunkt er skattereglerne for danske investeringsforeninger og tilsvarende udenlandske investeringsfonde ens, idet udenlandske investeringsfonde kan vælge at indrette sig, så de skattemæssigt vil få samme status som de danske investeringsforeninger. Men i praksis er der meget lille reel repræsentation af udenlandske investeringsfonde på det danske marked.

Baggrunden for den ringe interesse fra de udenlandske investeringsfonde skal formentlig findes i, at det danske marked i europæisk sammenhæng er af en begrænset størrelse. Skal en udenlandsk investeringsfond ofre ressourcer på at sætte sig nærmere ind i et særligt skatteretligt regelsæt for et marked, skal det formentlig være et marked af en vis volumen. I sådan en sammenhæng vil f.eks. det tyske marked være af større interesse.

Da udenlandske investeringsfonde har udvist meget ringe interesse og ikke har valgt at indrette sig, så de skattemæssigt får samme status som de danske investeringsforeninger, indebærer de gældende danske skatteregler for investering af frie midler i praksis, at de skattevilkår, som detailinvestorerne er underlagt, er forskellige alt efter om en investor, der ønsker at investere frie midler i aktiebaserede fonde, investerer i en dansk investeringsforening eller i en udenlandsk, aktiebaseret ETF.

Efter de gældende regler beskattes afkast og udbytte som aktieindkomst med 27 pct. op til 49.900 kr., og med 42 pct. derover, når en detailinvestor investerer penge i investeringsforeningsbeviser i en udbyttebetalende dansk investeringsforening baseret på aktier.

Hvis en detailinvestor investerer penge i en udenlandsk ETF, der investerer i aktier, og som eventuelt betaler udbytte, vil et afkast blive beskattet som kapitalindkomst. Kapitalindkomst opgøres som et samlet nettobeløb, hvor positiv nettokapitalindkomst indgår i bund- og topskattegrundlaget og beskattes med op til 42 pct. Der er dog et bundfradrag på 41.400 kr. for medregning af positiv kapitalindkomst i topskattegrundlaget.

Der er endvidere en forskel på beskatningstidspunktet. Investeres der i en dansk udbyttebetalende investeringsforening indebærer skattereglerne, at en eventuel kursgevinst først vil blive beskattet på det tidspunkt, hvor kursgevinsten realiseres. Investeres i en udenlandsk ETF, vil der ske beskatning efter lagerprincippet. Det vil sige, at årets værditilvækst løbende beskattes, så også urealiserede gevinster vil blive beskattet, mens der er fradrag for urealiserede tab.

I forbindelse med folketingsbehandlingen af forslaget til lov nr. 433 af 16. maj 2012 (lovforslag L 95/2011) tilkendegav den daværende skatteminister i sit svar på et spørgsmål fra Folketingets Skatteudvalg, at der var behov for en større analyse af beskatningen ved investering via investeringsforeninger og investerings-selskaber, der dækker både danske og udenlandske investorer og investeringer via danske såvel som udenlandske investeringsinstitutter.

Skatteministeriet har den 6. november 2015 offentliggjort rapporten "Analyse om beskatningen af investeringsinstitutter og deres investorer", der beskriver de gældende skatteregler på området og vurderer, hvorvidt der er behov og mulighed for justeringer heraf. Analysens hovedanbefaling er, at hvis det ønskes at styrke rammevilkårene for danskeres investeringer i aktier og obligationer, bør det ikke ske ved at favorisere specifikke anbringelsesformer, som f.eks. via investeringsforeninger. Derimod bør det ske "ad fordøren", dvs. ved at nedsætte beskatningen af personers aktie- og kapitalindkomst.

10 Beskrivelse af forskellige udenlandske honorarmodeller

England har forbud mod, at udbydere af investeringsprodukter betaler provisioner til rådgivere ved salg af investeringsprodukter til detailinvestorer. Den engelske tilsynsmyndighed Financial Conduct Authority (herafter FCA) har i december 2014 beskrevet en række konsekvenser af forbuddet. Det er FCA's vurdering, at markedet er ved at indrette sig på at tilbyde rådgivning, der i højere grad er tilpasset den konkrete detailinvestor, at der er større fokus på velhavende kunder, og at der er en stigning i antallet af detailinvestorer, der handler uden forudgående rådgivning, f.eks. på execution only-platforme. Det er ifølge FCA ikke muligt at konkludere, hvorvidt det samlet set er blevet billigere eller dyrere at købe investeringsprodukter og modtage rådgivning efter indførelsen af forbuddet mod provisioner, og det er usikkert, hvorvidt det har medført et "advice gap". FCA har konstateret, at der er sket forbedringer i rådgivernes oplysninger om, hvilken rådgivning de tilbyder og prisen for denne.

I august 2015 er der i samarbejde mellem det britiske finansministerium og FCA iværksat et analysearbejde, der skal se på adgangen til finansiel rådgivning for den almindelige borger, der ikke har de store midler til rådighed. Analysearbejdet skal se på finansiel rådgivning i bred forstand, herunder i forbindelse med investeringer, og skal komme med forslag, der nedbryder barrierer, som afholder målgruppen fra at søge finansiel rådgivning.

Holland har indført forbud mod enhver form for provisioner til og fra tredjeparter den 1. januar 2014. Der foreligger ikke nogen offentliggjorte evalueringsrapporter om erfaringer med det hollandske forbud, men arbejdsgruppen har gennem bl.a. samtaler med de hollandske myndigheder erfaret, at der er tegn på, at kvaliteten i rådgivningen er steget samtidig med, at prisen for denne er faldet. En undersøgelse af en række hollandske pengeinstitutters udbud af rådgivning og den betaling, som kræves herfor, viser, at alle pengeinstitutterne på nær ét har forholdsvis høje formuegrænser for at komme i betragtning til en rådgivningsløsning (over 200.000 euro). De angivne grænser er imidlertid i de fleste institutter udtryk for, at man bliver private banking-kunde, hvis man kommer over den angivne formuegrænse. Er man under de angivne formuegrænser, tilbyder de fleste af institutterne i stedet online-løsninger, hvor kunden kommer igennem et automatiseret vejledningssystem, der matcher kundens investeringsprofil med passende investeringer.

En udredningskommission i Sverige har i januar 2015 afgivet en betænkning, der anbefaler forbud mod at modtage enhver form for provision i forhold til ikke-professionelle investorer. Det er udredningskommissionens vurdering, at færre vil få rådgivning, fordi de enten ikke kan eller vil betale for denne. Der er ved aflæggelse af denne rapport ikke taget politisk stilling hertil i Sverige.

10.1 Indledning

Det indgår i henhold til kommissoriet som en del af arbejdsgruppens arbejde at beskrive de udenlandske alternative modeller, der er indført i henholdsvis England og Holland.

England og Holland har begge indført forbud mod provisionsbetalinger fra tredjeparter. England indførte det pr. 31. december 2012 og Holland pr. 1. januar 2014. Der er ved rapportens afslutning ikke andre af de i alt 28 EU-lande, hvor provisionsbetalinger fra tredjeparter er forbudt pt., men med gennemførelsen af MiFID II i de nationale lovgivninger skal alle EU-lande som minimum indføre de begrænsninger, der følger af direktivet, jf. nærmere i afsnit 11.

En svensk udredningskommission har set på konsekvenserne af MiFID II i svensk lovgivning og har i januar 2015 udgivet betænkning SOU 15:2, jf. Det Svenske Finansdepartement (2015). I betænkningen foreslås det, at Sverige udnytter muligheden i MiFID II for at indføre skærpede krav på dette område. Den svenske betænkning indeholder en anbefaling om forbud mod provisionsbetalinger fra tredjeparter i en række tilfælde. Arbejdsgruppen har valgt at medtage en beskrivelse af det svenske forslag i beskrivelsen af de udenlandske modeller.

Der er også lande uden for EU, der har indført regulering af provisionsbetalinger, bl.a. Australien, Sydafrika og USA. Arbejdsgruppen har i overensstemmelse med kommissoriet for arbejdet valgt at fokusere på erfaringerne i europæiske, sammenlignelige lande og har derfor ikke medtaget en beskrivelse af de nævnte lande.

10.2 Honorarmodellen i England

I England⁵⁸ blev der pr. 31. december 2012 indført forbud mod provisionsbetalinger fra tredjeparter ved salg af investeringsprodukter til detailinvestorer. Forbuddet omfatter enhver form for provision til og fra en tredjemand. Forbuddet omfatter alle former for investeringsrådgivning af detailinvestorer, uanset om der er tale om uafhængige rådgivere eller rådgivere tilknyttet pengeinstitutter, herunder også aftaler om diskretionær porteføljepleje og private banking-aftaler. Formålet med forbuddet er at sikre, at udbydere af investeringsprodukter alene bliver betalt direkte af investorerne og ikke længere modtager direkte eller indirekte betaling fra tredjeparter.

Ligeledes er der pr. 1. april 2014 indført forbud mod, at udbydere af investeringsprodukter betaler provisioner til platforme for, at udbyderens investeringsprodukter tilbydes som execution only-handler til detailinvestorer på disse platforme. Det er samtidig blevet forbudt for udbyderne af investeringsprodukter at give rabatter til detailinvestorer, der handler på disse platforme.

Efter MiFID II skal der indføres forbud mod, at rådgivere modtager og beholder incitamentsskabende tredjepartsbetalinger i forbindelse med porteføljepleje eller ved uafhængig rådgivning, jf. nærmere herom i afsnit 11. Det engelske forbud går derfor videre end påkrævet efter MiFID II på to områder. For det første er det engelske forbud et forbud mod, at udbydere af investeringsprodukter betaler provision til rådgivere ved alle former for investeringservices til detailinvestorer. For det andet er det engelske forbud et totalforbud mod at betale provisioner, mens MiFID-direktivets forbud åbner op for, at rådgiverne kan modtage provisioner, så længe rådgiveren ikke beholder provisionen.

Som det beskrives nærmere nedenfor, er forbuddet mod provisionsbetalinger en del af et samlet initiativ, der betegnes Retail Distribution Review (herefter RDR).

10.2.1 Baggrund for RDR

Det engelske marked for salg af investeringsprodukter adskiller sig væsentligt fra det kontinentale Europa, herunder Danmark, ved, at salg af investeringsprodukter i vid udstrækning foregår via uafhængige rådgivere. Pengeinstitutterne sælger også investeringsprodukter, men i langt mindre grad end i Danmark og det øvrige Europa. Pengeinstitutter stod før gennemførelsen af RDR for 10 til 15 pct. af markedet for detailinve-

⁵⁸ Beskrivelsen af det engelske marked baserer sig på skriftligt materiale fra FCA, jf. Europe Economics (2015), den svenske betænkning SOU 15:2, jf. Det Svenske Finansdepartement (2015) samt besøg af sekretariatet hos FCA.

storer, men de har i vidt omfang trukket sig fra markedet, så de i dag primært tilbyder rådgivning til velhavende kunder og execution only-løsninger.

Forud for indførelsen af forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter ved årsskiftet 2012/2013 var der blevet gennemført et længerevarende udredningsarbejde⁵⁹, hvor der generelt blev set på distributionen af investeringsprodukter til detailinvestorer og mulighederne for forbedring heraf⁶⁰. Arbejdet identificerede en række problemer, som havde negativ indflydelse på såvel kvaliteten af rådgivningen som på detailinvestorenes afkast af deres investeringer. Det havde også negativ indflydelse på selve tilliden til det engelske marked.

Den primære baggrund for indførelse af forbud mod provisionsbetalinger fra tredjeparter var en række tilfælde af salg af produkter til detailinvestorer, der ikke var egnede til de pågældende investorer. Dertil kom, at uddannelses- og kvalifikationsniveauet blandt de uafhængige rådgivere var meget lavt.

RDR er rettet mod alle virksomheder, der udfører investeringsrådgivning over for detailinvestorer i relation til investeringsprodukter.

Det engelske marked for salg af investeringsprodukter til detailinvestorer er i høj grad domineret af uafhængige rådgivere. I den følgende beskrivelse af RDR og konsekvenserne heraf anvendes betegnelsen rådgivere, der således dækker alle, der udfører investeringsrådgivning af detailinvestorer, om end det i praksis som hovedregel vil være uafhængige rådgivere

RDR ændrer på flere områder distributionen af investeringsprodukter til detailinvestorer i England. Målet med ændringerne er at skabe et fleksibelt, effektivt og attraktivt marked for detailinvestorer, som investorerne har tillid til. For at nå disse målsætninger indeholder RDR væsentlige ændringer på følgende tre områder:

- Skærpede krav til uddannelsen af rådgivere med henblik på at forbedre kvaliteten af den rådgivning, som detailinvestorerne modtager, og generelt hæve graden af professionalisme blandt rådgiverne.
- Krav om større gennemsigtighed, så det er klart for detailinvestorerne, hvad de betaler for, og hvor meget de betaler. Dette indbefatter også et krav om, at rådgiveren skal oplyse på forhånd, om der er tale om en "independent adviser" eller en "restricted adviser". Førstnævnte kan og skal rådgive om alle typer af investeringsprodukter rettet mod detailinvestorer, mens sidstnævnte kun kan rådgive om bestemte typer af produkter og/eller bestemte udbydere af investeringsprodukter.
- Ændring af aflønningen af rådgiverne, herunder særligt forbud mod provisionsbetalinger fra tredjeparter.

10.2.2 Nærmere vedrørende aflønning af rådgiverne

Efter indførelsen af forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter sker aflønning af rådgiverne alene via detailinvestorerens direkte betaling for den modtagne rådgivning. Rådgiverne skal på forhånd indgå en konkret aftale med den enkelte detailinvestor om betalingen og skal sikre sig, at detailinvestoren ved, hvor

⁵⁹ Arbejdet med RDR blev påbegyndt af den engelske tilsynsmyndighed Financial Conduct Authority's forgænger, Financial Services Authority, i 2006

⁶⁰ Se bl.a. Deloitte (2012) og Clare, Andrew (2013).

meget der skal betales, og hvad der betales for. Detailinvestorens betaling til rådgiveren må alene være betaling for personlig investeringsrådgivning.

Det engelske forbud mod provisionsbetalinger er formuleret således:

“Except as specified in COBS⁶¹ 6.1A.4AR and COBS 6.1A.4BR, A a firm must:

(1) only be remunerated for the personal recommendation (and any other related services provided by the firm) by adviser charges; and

(2) not solicit or accept (and ensure that none of its associates solicits or accepts) any other commissions, remuneration or benefit of any kind in relation to the personal recommendation or any other related service, regardless of whether it intends to refund the payments or pass the benefits on to the retail client; and

(3) not solicit or accept (and ensure that none of its associates solicits or accepts) adviser charges in relation to the retail client’s retail investment product which are paid out or advanced by another party over a materially different time period, or on a materially different basis, from that in or on which the adviser charges are recovered from the retail client.”

De to undtagelser, der henvises til i bestemmelsen, vedrører en overgangsordning for provisionsbetalinger for aftaler indgået forud for ikrafttrædelsen af RDR.

Det følger tillige af COBS, at en rådgiver kun må kræve løbende betalinger fra en detailinvestor i følgende to situationer:

- Detailinvestoren modtager en løbende ydelse fra rådgiveren, hvis dette er aftalt med detailinvestoren på forhånd og under forudsætning af, at detailinvestoren kan opsige aftalen uden nogen form for gebyrer eller andre sanktioner samt uden at skulle give en begrundelse.
- Den løbende betaling relaterer sig til *et investeringsprodukt*, hvor en løbende betaling er berettiget, og rådgiveren samtidig har oplyst, at rådgiveren ikke vil yde en løbende rådgivning eller anden service.

FCA kræver på baggrund af reglerne, at rådgivernes prissætning sker på baggrund af den service, som den konkrete detailinvestor modtager fra rådgiveren. Prissætningen må ikke være afhængig af det konkrete produkt eller den konkrete produktudbyder forstået således, at prissætningen skal være den samme for forskellige produkter, der er lige egnede til at dække den pågældende detailinvestors behov.

FCA har derimod ikke indført regler for, hvordan de enkelte rådgiveres betalingsstruktur konkret skal sammensættes – det er op til den enkelte rådgiver. Rådgiveren skal dog selv fastsætte størrelsen af betalingen - det må ikke være en pris, der er fastsat af udbyderen af det enkelte investeringsprodukt.

Betalingen kan foretages på forskellige måder, f.eks.:

- Som en betaling pr. medgået time.
- Som et fast beløb fastsat ud fra det forventede tidsforbrug.
- Som et fast månedligt beløb (abonnementsordning).

⁶¹ Conduct of Business Sourcebook.

- Som en procentdel af de midler, den pågældende investor vælger at investere.

Afgørende er, at det er klart for detailinvestoren, hvad han eller hun skal betale. Den konkrete betaling skal præsenteres skriftligt for investoren forud for rådgivningen, og det skal tillige være muligt for investor at se en prisliste eller lignende på forhånd.

10.2.3 Vurdering af effekterne af RDR

FCA monitorerer løbende konsekvenserne af gennemførelsen af RDR. Som led heri har FCA i december 2014 udgivet Retail Distribution Review Post Implementation Review, der beskriver de første konsekvenser og effekter af RDR. Rapporten er udarbejdet af Europe Economics for FCA, jf. Europe Economics (2014).

De væsentligste konklusioner fra FCA's rapport gengives i det følgende. Konklusionerne er dog ikke alle entydige, og der findes også rapporter, der konkluderer anderledes end FCA på en række områder, se således den efterfølgende omtale af en rapport fra Fundscape. I det følgende afsnit 10.2.3. beskrives endvidere, at det britiske finansministerium i samarbejde med FCA i august i år har iværksat et analysearbejde, der skal se nærmere på adgangen til finansiel rådgivning i bred forstand, herunder også investeringsrådgivning.

Rapporten fra FCA konkluderer indledningsvist, at de fulde effekter af RDR endnu ikke er slået igennem. På en række områder kan der allerede nu ses effekter af RDR, men på en række andre områder sker der fortsat en tilpasning af markedet:

- Rådgivernes uddannelsesniveau og professionalisme er forbedret. Det er ikke muligt endnu at konkludere, at den bedre uddannelse og højere professionalisme blandt rådgiverne fører til bedre resultater for detailinvestorerne og i det hele taget en bedre tillid til branchen,
- Forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter har ført til færre salg af produkter til detailinvestorer, som ikke er egnede til de pågældende investorer.
- Der er sket et fald i salget af produkttyper, som før indførelsen af forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter var forbundet med en høj formidlingsprovision til rådgiveren, og samtidig er der sket en stigning i salget af produkttyper, som før indførelsen af forbuddet var forbundet med en lav eller slet ingen formidlingsprovision. Det er et tegn på, at formidlingsprovision ikke længere er en motivationsfaktor ved rådgivernes anbefalinger af investeringsprodukter. Hele udviklingen kan dog formentlig ikke tilskrives RDR, idet der samtidig er sket en stigning i udbuddet af execution only-platforme.
- Detailinvestorerne shopper i stigende grad rundt blandt forskellige execution only-platforme og presser herved prisen på disse. Platformenes prissætning er blevet mere gennemskuelig og det har lettet detailinvestorerne adgang til disse og til sammenligning af priser.
- Der er data, der viser, at gebyrer m.v. for investeringsprodukter til detailinvestorer har været faldende siden gennemførelsen af RDR. Dette gælder såvel aktivt som passivt forvaltede investeringsprodukter. Omvendt er der tegn på, at prisen for rådgivning har været stigende - i hvert fald for nogle typer af investorer. Henset til at der ikke er et egentligt datagrundlag for omfanget af betalingen for rådgivning via formidlingsprovisionen forud for indførelsen af forbuddet, er det imidlertid en usikker konklusion, og det er endnu ikke muligt at konkludere, hvorvidt det samlet set er blevet dyrere eller billigere.
- Der er tegn på, at rådgivningsbranchen er ved at konsolidere sig og er bedre rustet til at klare sig på lang sigt. Efter en vis afgang fra branchen har antallet af rådgivere nu stabiliseret sig og der er fortsat et stort antal rådgivere til at servicere detailinvestorerne. Estimeret var der i alt 40.500 bankansatte og uafhængige rådgivere i 2011 – dette tal er faldet til 31.150 ved rapportens udgivelse i 2014. Over halvdelen af dette fald skyldes, at pengeinstitutterne har trukket sig fra rådgivningsmarkedet. Det stør-

ste fald skete i perioden 2011 til årsskiftet 2012/2013, dvs. allerede forud for selve indførelsen af forbuddet mod provisionsbetalinger ved årsskiftet 2012/2013 som følge af, at rådgiverne skulle indrette sig på de nye uddannelses- og kvalifikationskrav og tilpasse deres forretningsmodeller. Siden 2013 har antallet af rådgivere været stabilt.

- Forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter har fået rådgiverne til at se på deres forretningsmodel og i den forbindelse foretage en segmentering af deres kunder, f.eks. med fokus på mere velhavende kunder. Samtidig er der en stigning i antallet af detailinvestorer, der handler uden forudgående rådgivning, f.eks. på execution only-platforme.
- Der er tegn på, at den rådgivning, som detailinvestorerne modtager efter gennemførelsen af RDR, er forbedret i forhold til tidligere. Men der kan ikke drages endelige konklusioner endnu, idet markedet fortsat er i færd med at tilpasse sig.

FCA fremhæver i rapporten, at der er behov for særlig opmærksomhed på et enkelt område:

- RDR har medført forbedringer af rådgivernes oplysninger både om, hvilken rådgivning de tilbyder og hvad det koster. Der er imidlertid behov for yderligere forbedringer på dette punkt, idet mange rådgivere ikke lever op til kravene og mange detailinvestorer fortsat finder det svært at gennemskue. FCA påpeger, at dette er vigtigt for effekten af RDR, og at der derfor er behov for opmærksomhed på dette allerede nu.

Rapporten indeholder endvidere en omtale af spørgsmålet om, hvorvidt indførelsen af forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter har medført et såkaldt "advice gap".

Forud for RDR blev der gennemført en række undersøgelser og studier, der udtrykte bekymringer for, at forbuddet mod formidlingsprovision ville medføre et "advice gap".

FCA konkluderede overordnet følgende i pressemeddelelsen i forbindelse med offentliggørelse af rapporten:

"There is little evidence that the availability of advice has reduced significantly, with advisers still willing and able to take on more clients. Europe Economics found that while a small group of those with less to invest may find it more difficult to find an adviser, there were still those in the market willing to serve them."

I rapporten redegøres nærmere for baggrunden for denne overordnede konklusion. FCA sonderer mellem tre kategorier af forbrugere, som kan have behov for rådgivning, men som ikke får det af forskellige årsager:

- a) forbrugere, som har midler at investere, men som ikke er interesseret i at investere i markedet,
- b) detailinvestorer, som er interesseret i at investere, men som ikke er villige til at betale det, som rådgivningen reelt koster, og
- c) detailinvestorer, som søger rådgivning, men hvor rådgiverne ikke vil eller kan give dem rådgivning.

FCA konkluderer følgende om de forskellige kategorier:

- a) Denne kategori af forbrugere udgør efter FCA's vurdering ikke et "advice gap", idet de ikke aktivt søger efter en investering. De blev tidligere i et vist omfang rådgivet i pengeinstitutterne i forbindelse

med anden rådgivning, og derfor er gruppen formentlig vokset som følge af, at pengeinstitutterne har trukket sig fra rådgivningsmarkedet.

b) Denne gruppe af detailinvestorer fandtes også forud for RDR, og det kan efter FCA's vurdering diskuteres, hvorvidt der er tale om et "advice gap". Størrelsen af denne gruppe af investorer er vokset med indførelsen af RDR, fordi betalingen nu er blevet synlig. Dog er den formentlig ikke vokset så meget som forventet, idet en lang række rådgivere har valgt at bruge en betalingsstruktur med en kontingentbetaling frem for en direkte betaling time for time. Det er FCA's forventning, at en del af denne gruppe vil betale, hvis der opstår billigere alternativer, end der findes i dag, og som disse detailinvestorer vil anse for en rimelig betaling for rådgivningsydelsen.

c) Denne sidste gruppe er formentlig vokset som følge af RDR, idet en del rådgivere har ændret forretningsmodel og nu primært fokuserer på velhavende kunder med et særligt investeringsbehov. Det er dog FCA's vurdering, at der er tale om en relativt lille gruppe af investorer, der oplever dette, og at mange detailinvestorer finder en anden rådgiver, der er villig til at tage dem ind. Det er videre FCA's vurdering, at der er rådgivere nok på markedet til at løse dette, og at det derfor vil løse sig på sigt. FCA fremhæver, at der dog også er iagttagere, der finder, at der er opstået et vist mis-match mellem typen af rådgivning, der tilbydes, og den rådgivning, som detailinvestorerne efterspørger. Rådgiverne tilbyder i større omfang en mere helhedsorienteret rådgivning, mens især detailinvestorerne i den lavere ende af indkomstskalaen oftest efterspørger rådgivning vedrørende konkrete investeringer.

Der er ud over rapporten fra FCA også i september 2014 offentliggjort en rapport udarbejdet af det engelske analyseinstitut Fundscape med titlen Navigating the post-RDR landscape in the UK – Assessing the potential impact of an RDR regime on the European fund industry, jf. Fundscape (2014). Rapporten er udarbejdet for brancheforeningen Alfi, der repræsenterer investeringsfondsbranchen i Luxembourg.

På de fleste områder er konklusionerne i Fundscapes rapport på linje med konklusionerne i FCA's rapport. Der er dog enkelte punkter, hvor Fundscape finder, at der bør konkluderes anderledes end FCA.

Dette gælder særligt i forhold til, hvorvidt forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter har medført et "advice gap". Det er således Fundscapes konklusion, at der er opstået et "advice gap" som følge af forbuddet. Fundscape vurderer, at der er detailinvestorer, der ikke længere kan få rådgivning. Mange uafhængige rådgivere har ændret deres forretningsmodel, så de fokuserer på velhavende investorer, og de tilbyder ikke længere rådgivning til investorer med få midler at investere. Dette forstærkes yderligere af, at pengeinstitutterne stort set har trukket sig ud af detailmarkedet, hvorfor den omhandlede gruppe af detailinvestorer heller ikke kan få rådgivning i pengeinstitutterne. Fundscape estimerer i rapporten, at i alt 10-13 pct. af den samlede befolkning modtog investeringsrådgivning forud for RDR, mens dette er faldet til 7-10 pct. efter RDR.

Fundscape fremhæver derudover nogle uventede påvirkninger på markedet. For det første har konkurrencesituationen udviklet sig uventet. Der er kommet meget fokus på prisen, men der har været uventede konsekvenser. For eksempel har aktive forvaltere, som konstant outperformer markedet, været i stand til at sætte prisen op for deres fonde ud over de sædvanlige 0,75 pct. p.a. I den anden ende af skalaen er passive løsninger faldet betydeligt i pris – eksempelvis Fidelity, der kun opkræver 0,07 pct. p.a. for deres passive investeringsfond med engelske aktier. Konkurrencen er derfor hårdest for investeringsforvaltere, der hverken kan konkurrere på pris eller performance og derfor opererer i midten af markedet.

For det andet fremhæves, at der også har været en anseelig stigning i antallet af pakkede produkter så som fund of funds og risikooptimerede løsninger, der gør det muligt at tilbyde billig rådgivning uden nævneværdig kundekontakt.

10.2.4 Ny undersøgelse af rådgivningen til detailinvestorer

Det britiske økonomi- og finansministerium (H M Treasury) har den 3. august 2015 offentliggjort, at ministeriet i samarbejde med FCA vil iværksætte en undersøgelse af markedet for finansiel rådgivning af forbrugere. Undersøgelsen iværksættes i forlængelse af den nyligt gennemførte britiske pensionsreform, der har til hensigt at få forbrugerne til at spare mere op til pensionen. Det er formålet at sikre, at det er muligt for alle forbrugere at have adgang til rådgivning af høj kvalitet, der er skræddersyet til den enkelte og til at betale.

Undersøgelsen skal kortlægge følgende:

- "Advice gap'et for dem der "ønsker at arbejde hårdt, gøre tingene rigtigt og komme videre i livet, men som ikke har en større formue"
- Reguleringsmæssige og andre barrierer for rådgivningsfirmaer, og hvordan disse barrierer kan nedbrydes.
- Sikre rådgivningsfirmaerne lovgivningsmæssig klarhed og mulighed for udvikling og vækst.
- Mulighederne og udfordringerne ved ny teknologi for at skabe omkostningseffektive og brugervenlige rådgivningsservices.
- Hvordan kan der sikres et sundt finansielt rådgivningsmarked, herunder nedbrydelse af barrierer, der afholder forbrugerne fra at søge finansiell rådgivning.

Fokus for undersøgelsen er hele markedet for finansiel rådgivning af forbrugere, dvs. investeringsrådgivning, men også rådgivning om forsikring, pension osv.

Undersøgelsen skal munde ud i en reformpakke, der bl.a. skal sikre, at alle britiske forbrugere kan træffe relevante beslutninger om deres finansielle forhold. Der skal sikres et bredt baseret rådgivermarked rettet mod forbrugere, og der skal etableres en lovgivningsmæssig ramme, der giver rådgiverne den sikkerhed, der skal til, for at de vil konkurrere og udvikle sig, så de kan udfylde "advice gap'et" for målgruppen.

I relation til spørgsmålet om "advice gap" skal der endvidere fastlægges en metode for evaluering af, hvorvidt de tiltag, der kommer ud af undersøgelsen, formår at lukke dette "advice gap".

Undersøgelsen ledes af direktøren for FCA og udføres af medarbejdere fra henholdsvis FCA og HM Treasury. Der vil endvidere være tilknyttet et ekspertpanel bestående af 12-15 erfarne personer, der skal repræsentere udbydere af finansielle produkter, finansielle rådgivere og forbrugerrepræsentanter. Ekspertpanelet ledes af formanden for pensionsselskabet Scottish Widows Group.

10.3 Honorarmodellen i Holland⁶²

Det hollandske forbud mod provisioner ved salg af investeringsprodukter til detailinvestorer blev indført 1. januar 2014. Forbuddet omfatter enhver form for provision til og fra en tredjemand. Det gælder således, når en finansiell virksomhed yder investeringsrådgivning og udøver porteføljepleje og også, når der er tale om

⁶² Dette afsnit baserer sig primært på informationer indhentet ved møde mellem sekretariatet og den hollandske tilsynsmyndighed. Derudover er der medtaget informationer fra betænkning SOU 2015:2, jf. Det Svenske Finansdepartement (2015) og fra Fundscape (2014) samt offentlig tilgængelig information fra hollandske pengeinstitutter.

execution only. Forbuddet omfatter alle former for rådgivning af detailinvestorer, uanset om der er tale om uafhængige rådgivere eller rådgivere tilknyttet pengeinstitutter, herunder også aftaler om diskretionær porteføljepleje og private banking-aftaler. Formålet med forbuddet er at sikre, at udbydere af investeringsprodukter alene bliver betalt direkte af investorerne og ikke længere modtager direkte eller indirekte betaling fra tredjeparter.

Den betaling, der kræves for rådgivning, skal være rimelig, og den hollandske tilsynsmyndighed Autoriteit Financiële Markten (AFM) har mulighed for at pålægge administrative bøder, hvis dette overtrædes.

Det hollandske forbud går videre, end hvad der er påkrævet efter MiFID II, idet det er forbudt at modtage nogen form for provision fra tredjemand – og det er endvidere forbudt at betale nogen form for provision til tredjemand. Forbuddet omfatter al rådgivning og således ikke kun porteføljepleje og uafhængig rådgivning, som det er tilfældet efter MiFID II, jf. nærmere herom i afsnit 11. Forbuddet går også videre end krævet efter MiFID II i den henseende, at det er forbudt i det hele taget at modtage provisionen – det er således ikke, som det er efter MiFID, tilladt at modtage provisionen, blot denne videresendes til den pågældende detailinvestor.

Det hollandske marked for detailinvestorer er domineret af pengeinstitutsektoren, som står for ca. 95 pct. af distributionen af investeringsprodukter, heraf står de tre største pengeinstitutter for ca. 80-85 pct. af markedet. Den sidste del udgøres af uafhængige rådgivere, online brokers og execution only-platforme, som er uafhængige af pengeinstitutterne. Pengeinstitutsektoren står bag de fleste execution only-platforme. Ca. 60 pct. af detailinvestorerne erhverver primært investeringsforeningsprodukter via execution only-handler.

Baggrunden for at indføre forbud mod provisionsbetalinger fra tredjeparter ved salg af investeringsprodukter var som i England en række tilfælde af salg af investeringsprodukter til detailinvestorer, der ikke var egnede til de pågældende investorer. Området har været reguleret med skærpede oplysningskrav m.v., men det var AFM's vurdering, at dette ikke var tilstrækkeligt, da der på trods af de skærpede oplysningskrav sås en stor stigning i den provisionsbetaling, som fulgte ved salg af visse investeringsprodukter. Dette mindskede endvidere gennemsigtigheden for detailinvestorer. Forud for forbuddet mod provisionsbetalinger fra tredjeparter ved salg af investeringsprodukter havde AFM indført et tilsvarende forbud ved salg af forsikringsprodukter pr. 1. januar 2013.

Forud for indførelsen af forbuddet indgik AFM en gentleman-agreement med de seks største aktører på markedet om, at aktørerne skulle indrette deres virksomhed på forbuddet forud for ikrafttrædelsen af dette. Denne proces førte til en forskydning af kunder fra rådgivningssegmentet til execution only-segmentet, hvor der ikke ydes rådgivning.

De hollandske myndigheder har ikke offentliggjort evalueringsrapporter om erfaringerne med det hollandske forbud.

AFM har imidlertid iagttaget, at der nu tilbydes flere passivt forvaltede fonde og også, at de aktivt forvaltede fonde, der tilbydes, er billigere. Pengeinstitutternes incitament til at tilbyde de dyre investeringsprodukter er blevet mindre som følge af provisionsforbuddet. En anden observation er, at udenlandske aktører laver produkter, som er særligt tilpasset det hollandske marked for at leve op til forbuddet mod provisionsbetaling. AFM forudser, at der vil ske en endnu større forskydning af detailinvestorer fra rådgivningssegmentet til execution only-segmentet, ligesom der forventes en stigning i antallet af webbaserede rådgivningsløsninger.

AFM har konstateret, at der er sket et fald i antallet af rådgivere, som følge af at færre detailinvestorer tilbydes rådgivning.

Det er AFM's vurdering, at kvaliteten af den rådgivning, der ydes, er steget, samtidig med at prisen for denne er blevet lavere. Dette gælder særligt rådgivningen fra uafhængige rådgivere.

Det er imidlertid ikke AFM's vurdering, at forskydningen af detailinvestorer fra rådgivningssegmentet til execution only-segmentet er problematisk.

AFM ser således flere initiativer på online-løsninger i forbindelse med execution only-handler, som skal afdække detailinvestorernes risiko osv. Der er ikke tale om egentlig rådgivning, men mere en kategorisering af detailinvestorerne og et slags overordnet check af, at detailinvestorerne ved, hvad de går ind til. Det er både banker og kapitalforvaltere, der står bag disse tiltag. AFM har fokus på at sikre, at disse løsninger bliver så gode som mulige.

Den under beskrivelsen af honorarmodellen i England omtalte rapport fra Fundscape (2014) indeholder tillige en kortfattet omtale af Holland. Fundscape (2014) fremhæver, at en stor forskel i forhold til det engelske forbud er, at der i England er indført en overgangsordning for eksisterende aftaler om rådgivning, mens dette ikke er tilfældet i Holland. Derfor har indførelsen af forbuddet ramt især mindre rådgivere hårdt, idet det har været sværere for dem at absorbere tabet af indtægter, end det har været for de store pengeinstitutter.

Fundscape (2014) fremhæver videre, at flere af pengeinstitutterne har udviklet internetbaserede løsninger til især kunder med få investerbare midler – nogle af disse indebærer automatiseret "rådgivning" i form af udfyldelse af skemaer osv., mens andre er execution only-løsninger. Der er herved opstået to niveauer af rådgivning – egentlig rådgivning af detailinvestorer, der ønsker at investere en større formue, og billigere automatiserede løsninger til detailinvestorer med få investerbare midler. I denne sammenhæng fremhæver Fundscape (2014), at et provisionsforbud kan skabe et ødelæggende "advice gap", men det har endnu ikke været muligt at konkludere noget på dette.

Endelig fremhæver Fundscape (2014), at forbuddet har ført til, at pengeinstitutterne i højere grad end tidligere tilbyder detailinvestorerne pakkede løsninger så som porteføljeaftaler baseret på risikoprofil og produkter baseret på funds of funds.

10.3.1 Undersøgelse af hollandske pengeinstitutters udbud af investeringsrådgivning og prissætning

Arbejdsgruppen har foretaget en undersøgelse af en række hollandske pengeinstitutters udbud af investeringsrådgivning og prissætning af denne efter indførelsen af det hollandske forbud mod provisionsbetalinger. Undersøgelsen er foretaget med hjælp fra den hollandske brancheorganisation, Dutch Fund and Asset Management Association, og er dokumenteret ved opslag på de hollandske pengeinstitutters hjemmesider. Resultatet af undersøgelsen er gengivet i bilag 14.7.

Undersøgelsen omfatter i alt otte hollandske pengeinstitutter, der dækker mellem 90 og 95 pct. af det hollandske marked.

Fire af de otte pengeinstitutter var med i den omtalte gentleman-agreement, der blev indgået mellem branchen og AFM forud for indførelsen af forbuddet mod provisionsbetalinger. Det drejer sig om ABN Amro, Rabo Bank, ING Bank og Van Lanschot.

De to sidste banker i aftalen var SNS Bank og Binck Bank, som begge kun tilbyder online-løsninger og dermed ikke tilbyder investeringsrådgivning.

Derudover omfatter undersøgelsen tre såkaldte private banks, som udelukkende retter sig mod private banking-segmentet, mens det sidste pengeinstitut (Triodos) har en særlig profil, der er baseret på bæredygtige investeringer.

Undersøgelsen viser, at alle pengeinstitutterne på nær ét har forholdsvis høje formuegrænser for at komme i betragtning til en rådgivningsløsning (over 200.000 euro). De angivne grænser er imidlertid i de fleste institutter udtryk for, at man bliver private banking-kunde, hvis man kommer over den angivne formuegrænse. Van Lanschot opererer uden formuegrænse for personlig rådgivning og har i stedet et minimumsgebyr på 1.210 euro.

Er man under de angivne formuegrænser for personlig rådgivning, tilbyder de fleste af institutterne i stedet online-løsninger. Her skal kunden via et automatiseret vejledningssystem fastlægge sin risikoprofil, og systemet matcher herefter investeringsprofilen med passende investeringer, jf. også omtalen ovenfor om AFM's fokus på sådanne løsninger.

Flere af institutterne tilbyder dog også rådgivning under de angivne formuegrænser, men oftest beregner institutterne et forholdsvis højt grundgebyr for rådgivningen, og det kan gøre det mindre attraktivt for investorer, der ikke har store midler at investere.

ING Bank og Van Lanschot tilbyder personlig rådgivning. Disse to institutter har de højeste minimumsgebyrer blandt de undersøgte institutter. ABN Amro og Rabo Bank tilbyder rådgivning, der ikke tager højde for den pågældende kundes øvrige finansielle og økonomiske forhold. I ABN Amro er der i disse tilfælde kun adgang til rådgivere tilknyttet et fælles callcenter.

Alle hollandske pengeinstitutter beregner betalingen for rådgivning som en pct.-sats af investeringen, typisk tillagt et grundgebyr eller kombineret med et mindstebeløb, der skal betales. Ingen af institutterne tager betaling baseret på tidsforbruget.

10.4 Det svenske forslag om forbud mod formidlingsprovision i en række tilfælde⁶³

Den tidligere svenske regering nedsatte i maj 2013 en udredningskommission, der skulle se på konsekvenserne for svensk lovgivning af MiFID II og MiFIR. Udredningskommissionen afleverede sin betænkning den 29. januar 2015 – "Värdepappersmarknaden, MiFID II och MiFIR SOU 2015:2", jf. Det Svenske Finansdepartement (2015). Udredningskommissionen var bredt sammensat af repræsentanter fra forskellige svenske myndigheder og den finansielle sektor i Sverige.

⁶³ Dette afsnit baserer sig på informationer i betænkning SOU (2015:2), jf. Det Svenske Finansdepartement (2015)

SOU 2015:2 behandler indgående spørgsmålet om provisionsbetalinger, og udredningskommissionen anbefaler, at Sverige benytter sig af muligheden i MiFID II for at fastsætte strengere regler herom, end reglerne i direktivet tilsiger.

Udredningskommissionen fremhæver i betænkningen, at der er interessekonflikter forbundet med den eksisterende model med provisionsbetalinger. Den væsentligste er, at rådgiverne har et økonomisk incitament til at rådgive ud fra provisionens størrelse fremfor, hvad der er bedst for den pågældende kunde. Det er udredningskommissionens vurdering, at en direkte implementering i svensk lovgivning af provisionsbestemmelserne i MiFID II (bestemmelsen er nærmere beskrevet i afsnit 11) ikke vil være tilstrækkelig til at imødegå disse interessekonflikter.

Baggrunden for denne vurdering er, at en direkte implementering af MiFID II efter udredningskommissionens opfattelse vil føre til, at der opstår to former for rådgivning. Der vil være uafhængig rådgivning, hvor det ikke er tilladt at modtage og beholde provisionsbetaling, og hvor der gælder et krav om et bredt udbud af investeringsprodukter.

Samtidig vil der også være ikke-uafhængig rådgivning, hvor provisionsbetalinger under visse betingelser er tilladt.

Det vil efter udredningskommissionens opfattelse ikke være muligt at stille helt så høje krav til de ikke-uafhængige rådgivere som til de uafhængige – ellers ville sondringen mellem afhængig og uafhængig rådgivning ikke have et selvstændigt indhold. Det vil efter udredningskommissionens vurdering gøre det meget svært for virksomhederne at foretage sondringen mellem om de er uafhængige eller ikke-uafhængige, og dermed hvilket regelsæt de skal agere efter. Det vil tilsvarende være vanskeligt at føre tilsyn hermed.

Dertil kommer, at der kan forekomme begge typer rådgivning i samme virksomhed, f.eks. et pengeinstitut. Det vil efter udredningskommissionens vurdering medføre en åbenbar risiko for, at virksomhederne vil forsøge at manøvrere så meget som muligt rådgivning over i kategorien ikke-uafhængig rådgivning, hvor det er muligt at modtage og beholde formidlingsprovision.

På baggrund af disse overvejelser anbefaler udredningskommissionen, at der indføres bestemmelser i den svenske lov om værdipapirmarkedet om, at *værdipapirhandlere ikke må tage imod betalinger fra tredjepart i tilslutning til investeringsrådgivning eller porteføljeforvaltning til ikke-professionelle kunder, hvis betalingen kan påvirke kundens interesse negativt.*

Finansinspektionen skal efter anbefalingen bemyndiges til at fastsætte nærmere bestemmelser om, hvilke betalinger der vil kunne påvirke en kundes interesser negativt og dermed er omfattet af forbuddet. Som omtalt nedenfor er Finansinspektionen imidlertid ikke enig i denne del af anbefalingen.

Den svenske anbefaling adskiller sig fra MiFID II på følgende måder:

- Udredningskommissionen anbefaler, at det skal være forbudt at modtage provisionsbetalinger i tilslutning til investeringsrådgivning eller porteføljepleje i forhold til ikke-professionelle investorer.
- Al investeringsrådgivning til ikke-professionelle kunder skal omfattes – dvs. ikke blot rådgivning givet enten af uafhængige rådgivere eller i forbindelse med porteføljepleje.
- Enhver betaling fra en tredjepart omfattes.

- "I tilslutning til investeringsrådgivning eller porteføljeforvaltning" skal fortolkes udvidende, så det ikke bliver muligt at omgå reglerne herved.
- Kun betalinger, der kan påvirke en ikke-professionel kundes interesser negativt, bliver forbudt.

Udredningskommissionen begrundet sin anbefaling om, at det skal være forbudt i det hele taget at modtage betalinger med, at hvis det er tilladt at modtage en provisionsbetaling, under forudsætning af at denne sendes videre til kunden, vil der opstå risiko for, at det sker modregning mellem betalinger, som kunden skal betale til værdipapirhandleren og den provisionsbetaling, som værdipapirhandleren er forpligtet til at sende videre til kunden. Det bliver således mere et informationsspørgsmål end en reel ændring af betalingerne.

MiFID II nævner gebyrer, provisioner eller andre penge- og naturalieydelse. Det er udredningskommissionens opfattelse, at det afgørende i denne sammenhæng er, at enhver økonomisk fordel, som rådgiveren får fra en tredjepart, kan påvirke rådgiverens rådgivning, så denne ikke varetager kundens interesse og dette skal derfor være omfattet af det foreslåede forbud, uanset hvad det kaldes. Dette vil f.eks. også omfatte rabatter.

Det forhold, at en kunde modtager investeringsrådgivning og efterfølgende går hjem og gennemfører handlen selv via en internetjeneste, vil også være omfattet af forbuddet, såfremt de øvrige betingelser er opfyldt.

Den sidste betingelse er, at betalingen skal have negativ effekt for kunden. Det betyder, at udredningskommissionens anbefaling således ikke er et forslag om et absolut forbud, og der vil kunne være provisionsbetalinger, der ikke er omfattet af forbuddet. Finansinspektionen bemyndiges til at fastsætte nærmere, hvilke betalinger der kan påvirke en kundes interesser negativt. Den endelig rækkevidde af det anbefalede forbud vil således afhænge af den afgrænsning, der fastsættes af Finansinspektionen. Dette vil efter udredningskommissionens vurdering sikre, at reglerne bliver så præcise som mulige og samtidig mere smidige, idet der hurtigere vil kunne foretages ændringer heri.

Udredningskommissionen anbefaler derudover følgende:

- Med den anbefalede udformning af et forbud kan den samme virksomhed være i en situation, hvor den kan have forretningsområder, hvor provisionsbetalinger er tilladt, og områder, hvor det ikke er tilladt. Det kan f.eks. være et pengeinstitut, der ikke må modtage provisionsbetalinger i forbindelse med salg af investeringsprodukter, men som samtidig driver en execution only-platform, hvor det vil være tilladt for pengeinstituttet at modtage provisionsbetalinger. Det er vigtigt, at der ikke sker sammenblanding af disse forretningsområder og betalinger i forbindelse med disse. Der skal derfor stilles en række organisatoriske krav til de omfattede virksomheder, der skal sikre adskillelsen. Virksomhederne skal kunne dokumentere denne adskillelse. Bestemmelserne vil have udgangspunkt i reglerne i MiFID II om organisatoriske krav, men bør udbygges, så de omfatter alle virksomheder omfattet af det anbefalede forbud.
- Definitionen af uafhængige rådgivere skærpes – en rådgiver må kun kalde sig uafhængig, såfremt den pågældende rådgiver udelukkende rådgiver om eksterne produkter og ikke modtager nogen form for betaling fra udbyderen af investeringsproduktet. Ifølge MiFID II er der alene et krav om, at der skal indgå et tilstrækkeligt antal eksterne produkter i produktpaletten.
- Kommissionen anbefaler, at forbuddet skal gælde alle, der yder nogen form for investeringsrådgivning til ikke-professionelle investorer – også forsikringsformidlere, FAIF'er i nogle situationer, osv.

Endelig anbefaler udredningskommissionen, at reglerne i MiFID II om forbud mod at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger i forbindelse med porteføljepleje og uafhængig rådgivning (se nærmere herom i afsnit 11) gennemføres uden ændringer for svenske professionelle investorer.

Det er udredningskommissionens vurdering, at der vil være en række ulemper ved det anbefalede forbud:

- Færre vil få rådgivning – der vil være kunder, der ikke kan eller vil betale.
- Det største fald i rådgivningen vil være rådgivning af kunder med få midler.
- Det må formodes, at det primært vil være rådgivere uden tilknytning til de store bankkoncerner, der ikke vil kunne skaffe kunder fremover.

Udredningskommissionen erkender, at dette vil kunne føre til mindre konkurrence på markedet for investeringsrådgivning, men det er udredningskommissionens vurdering, at fordelene ved det anbefalede forbud vil opveje ulemperne herved. Det er således udredningskommissionens vurdering, at de nævnte ulemper skyldes, at det forudsættes, at kunderne fremover ikke vil betale for rådgivningen. Men i den sammenhæng bør det efter kommissionens opfattelse understreges, at der også med de gældende regler finder betaling sted, den er blot ikke så synlig for kunden. Det er således udredningskommissionens vurdering, at de interessekonflikter, der opleves med det nuværende system, vil blive fjernet, hvis der indføres et forbud udformet som anbefalet af udredningskommissionen.

Finansinspektionen har den 11. maj 2015 afgivet høringssvar til betænkningen. Finansinspektionen er i sit høringssvar enig med udredningskommissionens anbefaling om et forbud mod provisionsbetalinger, som går videre end det forbud, der følger af MiFID II.

På et centralt punkt er Finansinspektionen dog ikke enig i udredningskommissionens anbefaling. Det drejer sig om anbefalingen om, at forbuddet mod provisionsbetalinger kun skal omfatte betalinger, som kan påvirke en ikke-professionel kundes interesser negativt. Efter anbefalingen skal Finansinspektionen bemyndiges til at fastsætte nærmere regler herom.

Det er Finansinspektionens opfattelse, at denne begrænsning vil medføre, at forbuddet mod provisionsbetalinger ved porteføljevaltning og for uafhængige rådgivere reelt vil blive mindre omfattende end det forbud, der følger af MiFID II. Efter MiFID II er det ikke en betingelse, at provisionsbetalingen kan påvirke en ikke-professionel kundes interesser negativt. Udredningskommissionen lægger således til grund, at der kan være provisionsbetalinger, som ikke indebærer interessekonflikter. Finansinspektionen er ikke enig i denne antagelse og finder derfor ikke, at der bør foretages en sådan sondring i det svenske forbud.

Finansinspektionens høringssvar indeholder derudover en række forslag til præciseringer og andre justeringer. Finansinspektionen fremhæver, at man gennem længere tid har ønsket et forbud mod provisioner, og at det hidtidige system med provisionsbetalinger har ført til, at det ikke har været muligt at etablere et fungerende uafhængigt rådgivningsmarked. Det er Finansinspektionens vurdering, at det vil være muligt, hvis det foreslåede forbud mod at modtage provisionsbetalinger i forbindelse med alle former for investeringsrådgivning gennemføres.

Den svenske konkurrencemyndighed, Konkurrenceverket, har også afgivet høringssvar. Konkurrenceverket anser ikke det anbefalede provisionsforbud for at være nødvendigt, hvis reglerne om omkostningsoplysninger implementeres i overensstemmelse med MiFID II. Konkurrenceverket udtrykker samtidig bekymring for,

at udredningskommissionens anbefaling om et provisionsforbud kan medføre, at der bliver færre aktører på markedet – både af virksomheder, der tilbyder rådgivning, og virksomheder, der forvalter opsparing såsom forvaltere af investeringsfonde og forsikringsmæglere.

Konkurrensverket peger i høringssvaret på risikoen for, at virksomheder, der producerer investeringsprodukter og har egen distribution, vil opnå fordele sammenlignet med produktudbydere uden egen distribution, f.eks. små uafhængige forvaltere af investeringsfonde. Incitamenterne for virksomheder med egen distribution til at tilbyde eksterne produkter vil blive mindsket, hvilket vil kunne føre til reduktion i antallet af virksomheder, der producerer investeringsprodukter. Det vil føre til en højere koncentration på markedet. Det er Konkurrensverkets opfattelse, at mindre udbydere af investeringsprodukter, som ikke har eget distributionsnet, er mere afhængige af at kunne betale provision end de større aktører. Endvidere er det Konkurrensverkets vurdering, at et forbud som anbefalet af udredningskommissionen sandsynligvis vil reducere antallet af mindre virksomheder, der tilbyder rådgivning.

Ved aflæggelse af denne rapport var det uafklaret, hvorvidt den svenske regering vælger at følge anbefalingerne og foreslå et forbud mod formidlingsprovision, der rækker videre, end hvad der følger af MiFID II.

11 MiFID II-direktivet: Regulering af honorarbetaling, governance-krav og omkostningsoplysninger

MiFID II-direktivet indeholder – set i forhold til MiFID-direktivet - yderligere skærpede krav til investorbeskyttelsen, med henblik på at forebygge interessekonflikter og beskytte investorerne imod, at rådgivere anbefaler produkter, der ikke er til investorerens bedste.

For det første medfører MiFID II-direktivet, at uafhængige investeringsrådgivere bliver omfattet af et totalforbud mod at modtage og beholde provisioner fra tredjepart.

Dertil kommer, at rådgivere, som yder ikke-uafhængig rådgivning (dvs. bl.a. pengeinstitutterne) bliver omfattet af et forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjeparter for bl.a. investeringsforeningsbeviser, som indgår i porteføljeplejeordninger. Desuden indfører MiFID II-direktivet udvidede krav til, hvilken kvalitetsforbedrende investeringservice der skal ydes, for at man kan modtage provisioner. Således vil distributøren f.eks. blive afkrævet dokumentation, der kan godtgøre, at provisionsbetalinger anvendes til at skabe en kvalitetsforbedrende service, ligesom der fastlægges mere eksplicite kriterier for, hvad en provisionsbetaling skal opfylde, for at den kan anses for at indebære en kvalitetsforbedrende kundeservice.

For det andet kommer der med MiFID II-direktivet krav om, at distributører af bl.a. investeringsforeningsbeviser skal have hensigtsmæssige mekanismer, der sikrer, at kundernes behov er i fokus, når finansielle produkter distribueres. I den forbindelse skal distributørerne bl.a. sikre, at de ikke går på kompromis med varetagelse af kundens interesser som et resultat af et forretningsmæssigt pres. Og distributørerne skal have mere omfattende procedurer end tidligere med henblik på at sikre korrekte oplysninger om omkostninger og provisioner og korrekt håndtering af interessekonflikter.

For det tredje skærper MiFID II-direktivet kravene til indholdet og formen af de oplysninger om omkostninger og provisioner, som værdipapirhandlere skal give investorerne forud for købet (ex ante) og løbende efterfølgende (ex post). Bl.a. skærper direktivet kravene via krav om, a) at produktomkostninger og serviceomkostninger skal aggregeres til ét samlet omkostningstal - oplyst i både procent og kroner, b) at provisionens andel af omkostningerne skal fremgå separat, og c) at omkostningernes effekt på forventet afkast skal illustreres.

MiFID II-direktivet indeholder på de nævnte områder (tredjepartsbetalinger, governance-krav og omkostningsoplysninger) en mulighed for, at medlemsstaterne kan pålægge værdipapirhandlere skærpede krav i forhold til de krav, der følger af direktivet.

11.1 Indledning

Europa-Parlamentet og Rådet vedtog den 15. maj 2014 direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II-direktivet).⁶⁴ MiFID II-direktivet indeholder ligesom MiFID-direktivet den investorbeskyttelsesmæssige regulering, som gælder for investeringservices udført af kreditinstitutter, fondsmæglerselskaber samt investeringsrådgivere. Direktivet skal være gennemført i dansk ret den 3. januar 2017.

⁶⁴ Direktiv 2014/65/EU

Den investorbeskyttelsesmæssige regulering i MiFID II-direktivet gælder i det omfang investeringsselskaber yder investeringsservice om finansielle instrumenter og strukturerede indlån, hvilket bl.a. omfatter UCITS-produkter, alternative investeringsfonde (AIF'er) og strukturerede produkter.⁶⁵

Investeringsservices udført af forsikringsselskaber er eksplicit undtaget fra direktivet, idet deres ydelser er reguleret af IMD II-direktivet.

Den fælleseuropæiske tilsynsmyndighed på værdipapirområdet (The European Securities and Market Authority, ESMA) oversendte den 19. december 2014 et dokument til EU-Kommissionen med teknisk rådgivning om implementering af de delegerede retsakter i MiFID II-direktivet, jf. ESMA (2014). På baggrund heraf skal Kommissionen vedtage en række implementerende retsakter (niveau 2-regler), som på mere detaljeret niveau udmønter reglerne i MiFID II-direktivet. Disse kommende niveau 2-regler vil skulle finde anvendelse samtidig med ikrafttrædelsen af den nationale lovgivning, der skal implementere MiFID II-direktivet. Det endelige indhold og den endelige udformning af niveau 2-reglerne er ved aflæggelse af denne rapport endnu ikke kendt. Niveau 2-reglerne kan suppleres af yderligere regulering på niveau 3, typisk i form af retningslinjer og Q&A's udstedt af ESMA. Ved aflæggelse af rapporten er arbejdet med niveau 3-reguleringen påbegyndt og befinder sig i sin indledende fase.

Arbejdsgruppens rapport tager udgangspunkt i det vedtagne MiFID II-direktiv samt ESMA's tekniske rådgivning til Kommissionen om niveau 2-reglerne. Hvis Kommissionens endelige retsakter afviger fra ESMA's tekniske rådgivning, kan det have betydning for arbejdsgruppens vurderinger.

MiFID II-direktivet regulerer tre områder af særlig betydning for arbejdsgruppen.

- Regulering af incitamentsskabende tredjepartsbetalinger
- Indførelse af nye governance-krav
- Nye forpligtelser til oplysning om omkostninger og provisioner til kunderne

Kravene fremgår af artikel 16, stk. 3, og artikel 24 i MiFID II. Bestemmelserne er minimumskrav, som medlemsstaterne skal implementere for at leve op til deres forpligtelser.

Artiklen åbner mulighed for, at medlemsstaterne i den nationale lovgivning specifikt for de områder, der er omfattet af artikel 24, kan pålægge værdipapirhandlere yderligere krav – f.eks. skærpede krav for modtagelse af formidlingsprovisioner eller et totalforbud mod provisioner. Sådanne krav skal være objektivt begrundede og stå i rimeligt forhold til de investorbeskyttelsesmæssige risici, som kravene skal beskytte imod. EU-Kommissionen skal underrettes om sådanne nationale krav.

Boksen nedenfor opsummerer hovedlinjerne i de ændringer af særlig betydning for arbejdsgruppen, som følger af MiFID II.

⁶⁵ En typisk AIF er en kapitalfond (private equity fond), venturekapitalfond eller en hedgefond.

Boks 11.a Hovedlinjer i relevante ændringer som følge af MiFID II

Investerings-service	Incitamentsskabende tredjepartsbetalinger	Governance-krav	Informationsforpligtelser	
			Forudgående information	Løbende informationsforpligtelse
Porteføljepleje	Forbydes	Producenter (UCITS undtaget) og distributører skal sikre sig, at de kun distribuerer investeringsprodukter, som har passende produktudviklings- og kontrolprocedurer, som sikrer varetagelse af investorerens interesser.	Skærpede krav til oplysninger om omkostninger	Skærpede krav til oplysninger om omkostninger
Uafhængig investeringsrådgivning	Forbydes		Skærpede krav til oplysninger om omkostninger Oplyse, at rådgivning er uafhængig	Skærpede krav til oplysninger om omkostninger
Ikke-uafhængig investeringsrådgivning	Tillades, hvis der ydes en kvalitetsforbedrende service. Der indføres skærpede krav til, hvad der kan betragtes som kvalitetsforbedrende.		Skærpede krav til oplysninger om omkostninger og incitamentsskabende tredjepartsbetalinger Oplyse, at rådgivning ikke er uafhængig	Skærpede krav til oplysninger om omkostninger og incitamentsskabende tredjepartsbetalinger

Reguleringen af de tre områder er opsummeret i kort form i de følgende tre underafsnit (afsnit 11.1.1, 11.1.2 og 11.1.3). En uddybende beskrivelse af reguleringen på de tre områder fremgår af afsnit 11.2, 11.3 og 11.4.

11.1.1 Regulering af tredjepartsbetalinger i forbindelse med ydelse af investeringservice og tilhørende ydelser

MiFID II ændrer på reguleringen af, hvordan og hvornår visse former for tredjepartsbetalinger (gebyrer, provisioner eller andre penge- og naturalieydelse) kan finde sted. På særligt disse punkter skærpes kravene i forhold til MiFID-direktivet:

- Incitamentsskabende tredjepartsbetalinger kan kun finde sted, hvis de er designet til at forbedre kvaliteten af den pågældende service:
 - Der skal ydes en mere omfattende kvalitetsforbedrende service end man skal efter de gældende regler.
 - Virksomheden skal kunne dokumentere, hvordan tredjepartsbetalinger er designet til at forbedre kvaliteten.
- Forbud mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger på to områder:

- *Forbud mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger ved porteføljepleje:* Når investeringselskaber yder porteføljepleje, omfattes de af et forbud mod at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger.
- *Forbud mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger for uafhængige rådgivere:* Uafhængige rådgivere bliver omfattet af et forbud mod at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger.
- Ikke-uafhængige rådgivere (dvs. f.eks. pengeinstitutter) kan fortsat modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger, hvis de ledsages af en kvalitetsforbedrende service, men kunden skal som noget nyt oplyses om, at rådgivningen ikke er uafhængig.

11.1.2 *Regulering af produktudvikling, produkthåndtering og distributionsstrategier*

MiFID II-direktivet stiller krav til, at distributører (herunder pengeinstitutter) - blandt andet når de distribuerer investeringsforeningsbeviser og øvrige finansielle produkter - skal have passende foranstaltninger, som sikrer, at de investeringsprodukter, som distribueres, er egnede til en på forhånd defineret målgruppes behov, kendetegn og investeringsformål – og den påtænkte distributionsstrategi er i overensstemmelse med den identificerede målgruppes behov.

I den forbindelse skal distributøren bl.a. have iværksat procedurer, som sikrer overholdelse af alle gældende MiFID-krav, herunder bl.a. de krav, der vedrører omkostnings- og provisionsoplysninger, muligheden for at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger og korrekt håndtering af interessekonflikter.

Dertil kommer, at distributøren skal identificere kundebehovene med henblik på at sikre, at investeringsproduktet ikke er sammensat på en måde, hvor man går på kompromis med varetægelse af kundens interesser som et resultat af et forretningsmæssigt pres.

MiFID II-direktivet indeholder endvidere tilsvarende governance-krav til de produktudviklere, som står bag de investeringsprodukter, som distributørerne sælger.

Forslag til disse krav til produktudviklere fremgår af ESMA's tekniske rådgivning, jf. ESMA (2014), hvori der bl.a. fremgår krav om, at produktudvikleren skal overveje den omkostningsstruktur, der er foreslået for produktet, ved for eksempel at kontrollere

- at produktets omkostninger og andre tilknyttede gebyrer matcher de identificerede behov, kendetegn og investeringsformål hos investormålgruppen;
- at omkostninger og gebyrstrukturer ikke underminerer det forventelige afkast til investorerne;
- at omkostningsstrukturen ved produktet er passende transparent for målgruppen, at den ikke er for kompleks at forstå, og at den ikke skjuler omkostningskomponenter.

De nævnte krav gælder i henhold til MiFID II-direktivet for bl.a. pengeinstitutter, når de fungerer som produktudviklere af egne investeringsprodukter og finansielle instrumenter. Dvs. MiFID II-direktivets governance-krav til produktudviklere gælder eksempelvis, når et pengeinstitut udvikler strukturerede produkter. UCITS-produktudviklere (dvs. bl.a. danske investeringsforeninger) er ikke omfattet af MiFID II-direktivet og dermed heller ikke af MiFID II-reguleringens krav til produktudviklere. Investeringsforeningerne er i stedet underlagt regulering i UCITS-direktivet, der bl.a. fastsætter krav til, hvilke finansielle instrumenter en investeringsforeningsafdeling må investere i, og regler om, hvordan de enkelte afdelingers investeringer skal spredes. Investerings- og spredningsreglerne har til hensigt at sikre investorbeskyttelse og skaber således rammerne for, hvilke produkter en UCITS kan udvikle.

Der er ikke i UCITS-direktivet bestemmelser, der forhindrer, at man i dansk ret indretter lovgivningen, så danske investeringsforeninger omfattes af krav, som svarer til de krav, som produktudviklere, der er omfattet af MiFID II-direktivet, underlægges i henhold til direktivet.

11.1.3 Regulering af omkostnings- og provisionsoplysninger

MiFID II-direktivet skærper kravene til indholdet og formen af de oplysninger om omkostninger og provisioner, som værdipapirhandlere skal give investorerne forud for købet (ex ante) og løbende efterfølgende (ex post). På særligt disse punkter skærpes kravene i forhold til MiFID-direktivet⁶⁶.

- Produkt- og serviceomkostninger skal aggregeres til ét samlet omkostningstal – oplyst i både procent og kroner.
- Provisionens andel af omkostningerne skal fremgå separat.
- Omkostningernes effekt på forventet afkast skal illustreres.

MiFID II-direktivet er imidlertid ikke til hinder for, at et medlemsland kan indføre krav om, at der skal gives yderligere oplysninger på f.eks. et separat dokument eller på andre informationsplatforme.

11.2 Regulering af provisionsbetalinger under MiFID II

MiFID II ændrer, som det fremgår af ovenstående, på reguleringen af, hvordan og hvornår visse former for tredjepartsbetalinger (gebyrer, provisioner eller andre penge- og naturalieydelse) kan finde sted.⁶⁷

De tredjepartsbetalinger, som reguleres, er såkaldte ”inducements”.⁶⁸

”Inducements” omfatter i udgangspunktet alle former for ikke-nødvendige incitamentsskabende gebyrer, provisioner og penge-/naturalieydelse, som kan give anledning til en interessekonflikt i forhold til den direktivfastsatte forpligtelse til at handle i kundens bedste interesse, som en yder af investeringsservice er underlagt.⁶⁹ Begrebet tredjeparts-”inducements” vil i det følgende blive oversat med betegnelsen ”incitamentsskabende tredjepartsbetalinger”.

I det følgende beskrives ændringerne på tre væsentlige områder.

11.2.1 Incitamentsskabende tredjepartsbetalinger betinges af mere ”kvalitetsforbedrende service”

Det er med det nuværende MiFID-direktiv tilladt for alle distributører af investeringsprodukter at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger, hvis disse a) øger kvaliteten af den service, som ydes til kunden, og ikke forhindrer værdipapirhandleren i at handle i kundens bedste interesse⁷⁰ samt hvis de b) oplyses til kunden forud for kundens investering.

⁶⁶ Dette følger af ESMA's indstilling til Kommissionen, men de endelige regler vil først blive fastlagt i de kommende niveau-2 regler.

⁶⁷ Denne regulering gælder, uanset om kunden er professionel eller ikke-professionel.

⁶⁸ MiFID II-direktivet ændrer ikke på den i henhold til MiFID gældende definition af, hvornår der er tale om ”inducements” fra tredjepart i form af gebyrer, provisioner eller andre penge- og naturalieydelse

⁶⁹ For en nærmere definition af ”inducements” se CESR (2007).

⁷⁰ Se i øvrigt også Præambel 39 i MiFIDs gennemførelsesdirektiv.

Den forståelse af ”kvalitetsforbedrende service”, som har været anlagt med det nuværende MiFID-direktiv, indebærer, at det anses for værende en kvalitetsforbedrende service, hvis incitamentsskabende tredjepartsbetalinger giver kunderne adgang til en bredere vifte af produkter eller services – f.eks. ved at der foreligger en mulighed for, at kunderne kan gøre brug af en service, jf. CESR (2007).

I MiFID II-direktivet vil incitamentsskabende tredjepartsbetalinger, som øger kvaliteten af den ydede service, fortsat være mulig for investeringsrådgivning, som *ikke* er uafhængig, og når der *ikke* ydes diskretionær porteføljepleje. Men der stilles nu følgende skærpede krav til, hvornår incitamentsskabende tredjepartsbetalinger kan finde sted:

- distributøren vil blive underlagt klarere krav til dokumentation, der kan godtgøre, at betalingerne indebærer en kvalitetsforbedrende service.
- der fastlægges mere eksplicite kriterier for, hvad en betaling skal opfylde, for at den kan anses for værende designet til at forbedre kvaliteten af den service, som distributøren yder til kunden.

For så vidt angår dokumentationskrav er det nyt, at der med MiFID II stilles krav, som indebærer, at virksomheden skal kunne dokumentere og godtgøre, hvordan incitamentsskabende tredjepartsbetalinger er designet til at forbedre kvaliteten af den ydede service. Dette skal ifølge ESMA’s indstilling til Kommissionen ske gennem:

- En intern liste over alle incitamentsskabende tredjepartsbetalinger
- Dokumentation for, hvordan incitamentsskabende tredjepartsbetalinger forbedrer kvaliteten, og hvilke skridt der er taget for, at de ikke modvirker pligten til at handle i investorernes interesser.

For så vidt angår definitionen af, hvad der anses som værende kvalitetsforbedrende, anbefaler ESMA, at Kommissionen introducerer en ikke-udtømmende liste over omstændigheder og situationer, hvor der *ikke* er tale om kvalitetsforbedrende service.

I de tilfælde, hvor incitamentsskabende tredjepartsbetalinger ikke bliver fuldt ud tilbagebetalt til kunden, vil betalingerne fremadrettet ikke kunne siges at være kvalitetsforbedrende, hvis

- betalingerne ikke kan begrundes med ydelsen af en forbedret service til kunden, som er proportional med størrelsen af de modtagne incitamentsskabende tredjepartsbetalinger, såsom:
 - rådgivning om og adgang til en bred palette af forskellige typer af finansielle instrumenter, herunder fra tredjeparter, som ikke har snævre forbindelser til værdipapirhandleren; eller
 - tilbud til kunden om rådgivning, enten på årlig basis eller en løbende vurdering af investeringernes egnethed, eller en anden løbende service, som er til nytte for kunden; eller
 - adgang til en bred produkt-palette af forskellige typer af finansielle instrumenter, som passer til målgruppen, sammen med tilbud om investeringsværktøjer og adgang til information, som giver kunden mulighed for at overvåge, modellere og justere sin portefølje;
- det direkte gavner modtagervirksomheden, dens aktionærer eller medarbejdere uden håndgribelige fordele for kunden; eller
- der er tale om løbende incitamentsskabende tredjepartsbetalinger, som ikke legitimeres ved en løbende nytteværdi for kunden.

Ved vurderingen af, om kravene til ”kvalitetsforbedrende service” er opfyldt, kan incitamentsskabende tredjepartsbetalinger endvidere kun accepteres, hvis de ikke svækker investeringsselskabets forpligtelse til at handle i overensstemmelse med kundens interesse.

11.2.2 Forbud ved porteføljepleje og uafhængig rådgivning mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger

Alle investeringsselskaber - herunder pengeinstitutter - som yder diskretionær porteføljepleje og uafhængig rådgivning, bliver med MiFID II omfattet af et forbud mod at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger. Dermed er der forbud mod, at distributører af investeringsforeningsbeviser modtager og beholder en eventuel tegningsprovision og/eller formidlingsprovision. Forbuddet omhandler ikke kun salg af investeringsforeningsbeviser, men også andre investeringsprodukter, f.eks. andele i alternative investeringsfonde og strukturerede obligationer.

Ved porteføljepleje og uafhængig rådgivning skal værdipapirhandlere således enten helt afstå fra at modtage sådanne provisionsbetalinger eller etablere en mekanisme, som sikrer, at eventuelle betalinger fra tredjepart ubeskåret bliver tilbageført til kunden.

Provisionsforbuddet ved porteføljepleje og uafhængig rådgivning omfatter dog ikke mindre betalinger eller naturalieydelse, som ikke kan forventes at påvirke værdipapirhandlerens anbefaling.

Det er nyt i forhold til MiFID-direktivet, at der indføres forbud mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger i forbindelse med porteføljepleje. Tidligere har sådanne betalinger været tilladt i forbindelse med porteføljepleje, hvis der oplyses om modtagelse af betalingen og om interessekonflikter til kunderne, og hvis betalingen øger kvaliteten af den ydede service og ikke forhindrer investeringsselskabet i at handle i kundens interesse.

Puljeordninger er en særlig dansk konstruktion, hvor pensionsmidler investeres i værdipapirer, der løbende plejes. Puljeordningerne minder om en porteføljeplejeordning, men ordningerne falder ikke ind under MiFID II-direktivets anvendelsesområde.

Forbuddet mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger ved porteføljeplejeaftaler betyder, at der bliver forbud mod at modtage og beholde sådanne betalinger i de situationer, hvor en kunde og et investeringsselskab indgår en porteføljeplejeaftale.

En porteføljeplejeaftale er kendetegnet ved at være en aftale, som indebærer, at værdipapirhandleren træffer investeringsbeslutninger for kunden og udfører handlerne - på baggrund af en fuldmagtsaftale - uden kundens forudgående godkendelse. Provisionsforbuddet har således til hensigt at sikre, at værdipapirhandleren i en sådan fuldmagtsituation ikke varetager egne interesser på bekostning af kundens interesser. Provisionsforbuddet indføres alene for porteføljeplejeordninger, henset til at man i forbindelse med forhandlingerne om MiFID II-direktivet har vurderet, at der ved porteføljeplejeordninger er en større iboende risiko for, at værdipapirhandleren varetager egne økonomiske interesser (og investerer, der hvor værdipapirhandleren får mest i provision), end der er ved investeringsrådgivning.

Forbuddet mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger ved uafhængig rådgivning indebærer, at der bliver forbud mod at modtage og beholde sådanne betalinger i de tilfælde, hvor et investeringsselskab eller en investeringsrådgiver oplyser, at rådgivningen sker på et uafhængigt grundlag.

Begrebet "uafhængig rådgivning" er et nyt begreb, som indføres med MiFID II-direktivet. Uafhængig rådgivning forudsætter, at man ikke modtager provisioner fra virksomheder, der udbyder finansielle produkter, ikke

har snævre forbindelser til en finansiel virksomhed, der udbyder finansielle produkter, eller ikke på egne eller andres vegne udbyder finansielle produkter.

Forbuddet mod incitamentsskabende tredjepartsbetalinger ved uafhængig rådgivning er således nyt i MiFID-sammenhæng, men i Danmark har Finanstilsynet imidlertid - også før MiFID II - haft praksis for, at man ikke har tilladt pengeinstitutter og investeringsrådgivere at betegne sig som "uafhængige", hvis de har modtaget provisionsbetalinger fra tredjepart.

Det følger af præambelen til MiFID II, at forbuddet mod at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger ved såvel porteføljeplejeaftaler som uafhængig rådgivning indebærer, at alle gebyrer, provisioner og andre pengeydelse, der betales eller tilvejebringes af en tredjepart, skal tilbagebetales fuldt ud til kunden hurtigst muligt efter modtagelsen. Samtidig indebærer forbuddet, at der ikke må ske modregning i gebyrer eller andre betalinger, som kunden skylder det pågældende pengeinstitut eller anden form for distributør.⁷¹

11.2.3 *Krav om oplysning om ikke-uafhængig rådgivning*

MiFID II indebærer, at investeringsselskaber (herunder bl.a. pengeinstitutter) pålægges at oplyse investoren om, hvorvidt investeringsrådgivningen ydes på et uafhængigt grundlag eller ej. Samtidig skal investoren oplyses om, hvorvidt rådgivningen er baseret på et snævert udsnit af finansielle produkter, og hvorvidt den er begrænset til produkter fra aktører, som rådgiveren har tætte økonomiske eller forretningsmæssige bånd til.

Det følger endvidere af MiFID II-reglerne, at rådgivere kun må kalde sig uafhængige, hvis de tilbyder et bredt udsnit af forskelligartede produkter og ikke alene begrænser sig til produkter fra aktører, som rådgiveren har tætte økonomiske eller forretningsmæssige bånd til.

Et krav svarende til MiFID II-kravet om oplysning til kunderne i tilfælde af ikke-uafhængig rådgivning implementeres i dansk ret allerede forud for MiFID II-direktivets ikrafttrædelse, idet § 8, stk. 4, i bekendtgørelse om god skik, der træder i kraft den 1. november 2015, har følgende ordlyd:⁷²

"En finansiel virksomhed, der yder rådgivning, skal oplyse kunden om, at rådgivningen ikke er uafhængig, og at rådgivningen kun omfatter de produkter, som den finansielle virksomhed udbyder."

Det er forventningen, at en lignende bestemmelse vil blive implementeret i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen i forbindelse med implementeringen af MiFID II i dansk ret.

11.3 **Indførelse af nye governance-krav**

MiFID II-direktivet indeholder – hvilket er nyt i forhold til MiFID-direktivet - regler om, at produktudviklere og distributører skal have hensigtsmæssige produktudviklings- og produktstyringsmekanismer, der sikrer, at kundernes behov er i fokus, når finansielle produkter udvikles og distribueres. De skal med andre ord indrette sig på en måde, der gør, at de søger at reducere potentielle risici for at sælge produkter, der ikke opfylder kundernes behov.

⁷¹ Jf. præambel 74 til MiFID II-direktivet.

⁷² Bekendtgørelse nr. 729 af 12. maj 2015 om god skik for finansielle virksomheder.

Reglerne finder anvendelse for distributører af finansielle produkter, der er finansielle virksomheder (dvs. bl.a. pengeinstitutter), og for produktudviklere, der er finansielle virksomheder. UCITS, herunder investeringsforeninger, er eksplicit undtaget fra MiFID II-direktivets krav til produktudviklere, idet investeringsforeningerne som tidligere nævnt er underlagt reguleringen i UCITS-direktivet.

MiFID II-direktivets regler indebærer således, at i de tilfælde hvor et pengeinstitut distribuerer investeringsforeningsbeviser, vil pengeinstituttet være omfattet af MiFID II-direktivets governance-krav til distributører, mens investeringsforeningen ikke vil være omfattet af MiFID II-direktivets governance-krav til produktudviklere. I et sådant tilfælde følger det af MiFID II-direktivets regler, at distributøren (dvs. pengeinstituttet) er forpligtet til at sikre, at den eller de investeringsforeninger, som instituttet er distributør for, har passende governance-processer.

Der er ikke i UCITS-direktivet bestemmelser, der forhindrer, at man i dansk ret kan vælge at lade investeringsforeninger blive omfattet af krav, som svarer til MiFID II-direktivets governance-krav til distributører og produktudviklere. I det følgende beskrives derfor både de governance-krav, som i henhold til MiFID II-direktivet gælder for distributører (pengeinstitutter), og de governance-krav, som gælder for produktudviklere, om end sidstnævnte kun vil finde anvendelse for investeringsforeninger, hvis man vælger at lade investeringsforeningerne omfatte af tilsvarende governance-krav.

11.3.1 MiFID II-direktivets krav til produktudviklere

MiFID II-direktivets krav til produktudviklere finder anvendelse på investeringsselskaber, der udvikler, udsteder og/eller designer investeringsprodukter (finansielle instrumenter og strukturerede indlån). MiFID II-direktivet finder dermed eksempelvis anvendelse, når pengeinstitutter som produktudviklere udvikler eksempelvis strukturerede indlån. UCITS-produktudviklere, herunder investeringsforeninger, er eksplicit undtaget fra MiFID II-direktivets krav til produktudviklere, idet investeringsforeningerne er underlagt reguleringen i UCITS-direktivet.

MiFID II-direktivets⁷³ krav til produktudviklere forventes at blive udmøntet på en måde, hvor de bl.a. indebærer, at:

- produktudvikleren skal have procedurer og foranstaltninger, som sikrer, at udformningen af et produkt opfylder kravene til korrekt håndtering af interessekonflikter.
- produktudvikleren skal sikre, at både ledelsesorganet og compliance-afdelingen effektivt holder øje med virksomhedens produktudviklingsprocesser- og med, at produktudvikleren overholder sine forpligtelser.
- produktudvikleren i forbindelse med produktudvikling skal identificere målgruppen for hvert produkt og angive, hvilke investormålgrupper produktet egner sig til. Som led i denne proces skal virksomheden identificere de investormålgrupper, der har behov, kendetegn og investeringsmål, som indebærer, at produktet er uegnet for dem.
- produktudvikleren løbende skal foretage scenarietests af produkterne. Disse tests skal bl.a. vurdere risikoen for underperformance og angive, hvilke omstændigheder der kan forårsage en sådan risiko.
- produktudvikleren skal overveje, om produktet opfylder de identificerede behov, kendetegn og investeringsmål hos investormålgruppen – for eksempel ved at kontrollere følgende ikke-udtømmende forhold:

⁷³ De nævnte krav fremgår af ESMA's tekniske rådgivning til Kommissionen, jf. ESMA (2014).

- at produktets risiko-/afkastprofil matcher målgruppens behov, og
- at produktets design er drevet af faktorer, der gavner kunden fremfor af en forretningsmodel, der stiller investorerne dårligt.
- produktudvikleren skal overveje den omkostningsstruktur, der er foreslået for produktet, ved for eksempel at kontrollere følgende ikke-udtømmende forhold:
 - at produktets omkostninger og andre tilknyttede gebyrer matcher de identificerede behov, kendetegn og investeringsformål hos investormålgruppen;
 - at omkostninger og gebyrstrukturer ikke underminerer det forventelige afkast til investorerne;
 - at omkostningsstrukturen ved produktet er passende transparent for målgruppen, at den ikke er for kompleks at forstå, og at den ikke skjuler omkostningskomponenter.

11.3.2 MIFID II-direktivets governance-krav til distributører

MiFID II-direktivets governance-krav til distributører finder anvendelse på investeringsselskaber (f.eks. pengeinstitutter), når de træffer beslutning om, hvilket udvalg af investeringsprodukter (finansielle instrumenter og strukturerede indlån) - der enten er udstedt af dem selv eller andre investeringsselskaber (f.eks. investeringsforeninger) - som de ønsker at tilbyde deres kunder.

MiFID II-direktivets krav til distributører indebærer, at distributører skal have passende foranstaltninger, som sikrer, at de investeringsprodukter, som de distribuerer, er egnede til en på forhånd defineret målgruppes behov, kendetegn og investeringsformål – og den påtænkte distributionsstrategi er i overensstemmelse med den identificerede målgruppes behov.

I den forbindelse skal distributøren bl.a. identificere kundebehovene med henblik på at sikre, at investeringsproduktet ikke er sammensat på en måde, hvor man går på kompromis med varetagelse af kundens interesser som et resultat af et forretningsmæssigt pres.

Bl.a. underlægges distributøren følgende proceduremæssige governance-krav:

- Distributøren skal identificere de investormålgrupper, der har behov, kendetegn og investeringsmål, som indebærer, at produktet er uegnet for dem.
- Distributøren skal have iværksat procedurer, som sikrer overholdelse af alle gældende MiFID-krav, herunder bl.a. de krav, der vedrører omkostnings- og provisionsoplysninger, muligheden for at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger og korrekt håndtering af interessekonflikter.
- Distributøren skal regelmæssigt gennemgå de investeringsprodukter, som de distribuerer, og vurdere, om produkterne fortsat matcher behovene hos den identificerede målgruppe.
- Distributøren skal sikre, at både ledelsesorganet og compliance-afdelingen effektivt holder øje med de gældende governance-processer - og med, at distributøren opfylder de gældende governance-krav.

11.4 Regulering af omkostnings- og provisionsoplysninger under MiFID II

MiFID II-direktivet stiller krav om, at investorer, der køber og ejer investeringsforeningsbeviser, skal have oplysninger om de samlede omkostninger og provisionens andel heraf før købet (ex ante) og efterfølgende (ex post) mindst én gang årligt.

MiFID II stiller også krav om, at de samlede omkostningsoplysninger - både når de oplyses ex ante og ex post - skal omfatte både A) produktets omkostninger og B) omkostninger ved den tilknyttede service. Dvs.

kunden skal have oplyst et samlet omkostningstal (A+B). Det er en nyskabelse i forhold til tidligere regler, at A+B skal oplyses som et samlet tal, idet det tidligere har ligget inden for rammerne af reglerne at oplyse henholdsvis A og B som to separat afgivne omkostningsoplysninger, som har kunnet afgives uafhængigt af hinanden.

ESMA har indstillet til Kommissionen, at der i MiFID II-direktivets niveau 2-regler bliver stillet krav om, at det samlede omkostningstal (A+B) ikke blot skal oplyses i procent men også som et kronebeløb, hvilket er nyt i forhold til MiFID.

Det forventes at blive et MiFID II-krav, at A+B's kumulative betydning for investors afkast skal illustreres for kunden, hvilket er et nyt krav i forhold til tidligere gældende omkostningsoplysningskrav.

Desuden er det nyt, at det med MiFID II bliver et lovgivningskrav, at det i tilknytning til de øvrige omkostningsoplysninger⁷⁴ - både ex ante og ex post - skal fremgå separat, hvor stor en del af omkostningerne provisionen udgør.

Efter gældende regler er kravet, at provisionens størrelse skal oplyses, når det er relevant. Endvidere skal investorer forud for investering oplyses om eventuelle provisioners karakter og størrelse, jf. afsnit 8.1. Samtidig har danske investorer som følge af en brancheaftale fået særskilt oplysning om formidlingsprovisions-satser også i netbanken, i forbindelse med investeringsrådgivning, og årligt i en oversigt, jf. afsnit 8.4. Nedenfor gennemgås mere detaljeret, hvilke omkostninger der skal indgå i de samlede omkostninger.

11.4.1 Oplysninger om produktets omkostninger

Efter MiFID II-reglerne skal der – både ex ante og løbende ex post - gives oplysninger om de samlede omkostninger ved produktet. Endvidere skal der gives særskilt oplysning om provisionens andel af omkostningerne.

I de samlede omkostninger for et dansk investeringsforeningsprodukt skal i henhold til MiFID II-reglerne indgå følgende omkostninger:

- A1 Engangsomkostninger⁷⁵
- A2 Afdelingens løbende omkostninger
- A3 Afdelingens handelsomkostninger
- A4 Resultatbetinget honorar

Engangsomkostninger (A1), afdelingens løbende omkostninger (A2) og resultatbetinget honorar (A4) er i udgangspunktet for investeringsforeningsprodukter de samme oplysninger, som allerede i dag skal oplyses på det CI-dokumentet, som hver enkelt investeringsforeningsafdeling skal udarbejde (jf. denne rapport's afsnit 8.2).

ESMA har anbefalet Kommissionen, at man med MiFID II-oplysningskravene går videre end UCITS CI-dokumentets krav om separate omkostningsoplysninger ved også at kræve, at handelsomkostninger (A3)

⁷⁴ Det gældende krav i dag er, at de skal oplyse om de provisioner de opkræver, fordelt separat på hvert enkelt instrument, jf. § 14, stk. 1, nr. 1 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.

⁷⁵For investering i en dansk investeringsforening omfatter dette indtrædelsesomkostninger/emissionstillæg og udtrædelsesomkostninger/indløsningsfradrag.

skal indgå i beregningen af de samlede oplysninger. Disse skal i dag ikke oplyses separat i henhold til EU-regler (hverken efter MiFID-reglerne eller efter CI-reglerne for UCITS), men de direkte handelsomkostninger ved løbende drift indgår som en del af de omkostninger, der indgår i det danske branchefastsatte ÅOP-tal.⁷⁶

11.4.2 Oplysninger om omkostninger for den tilknyttede service

MiFID II stiller også krav om, at kunderne – både ex ante og løbende ex post - bliver oplyst om de samlede omkostninger og gebyrer, der er forbundet med den service, som formidleren yder i forbindelse med investeringen.

Serviceomkostninger kan f.eks. være de omkostninger, som bliver takseret i de tilfælde, hvor der indgås porteføljeplejeaftale med en kunde om at investere og pleje kundens opsparing. Eller det kan være omkostninger som f.eks. kundens kurtage ved køb og salg af kundens investeringsforeningsbeviser.

For så vidt angår disse serviceomkostninger, følger det af MiFID II, at der i de samlede serviceomkostninger for et investeringsforeningsprodukt skal indgå følgende omkostninger:

- B1 Engangsomkostninger ved den ydede service (start- og slut)
- B2 Løbende omkostninger ved den ydede service
- B3 Handelsomkostninger
- B4 Omkostninger ved accessoriske tjenesteydelser
- B5 Øvrige ekstraomkostninger som f.eks. resultatbetinget honorar

11.4.3 Sammenfatning

Boks 11.b sammenholder de omkostningsoplysninger, som investeringsforeningsinvestorer skal have efter MiFID II, med de oplysninger, som de får i dag, og giver dermed en oversigt over de nye oplysningskrav, som følger med MiFID II-direktivet.

⁷⁶ Baggrunden for, at handelsoplysninger ønskes oplyst i henhold til MiFID II-reglerne er bl.a. et hensyn til ensretning med oplysningskravene for pakkede investeringsprodukter (PRIIPs - Packaged Retail and Insurance Based Investment Products), hvor det forventes at blive et krav, at man i CI-dokumenterne skal oplyse om handelsomkostninger.

Boks 11.b Omkostningsoplysninger til kunder efter MiFID II-direktivet

		Hvad oplyses i dag?	Hvad skal oplyses, når MiFID II er trådt i kraft?
A: Omkostninger knyttet til det enkelte UCITS-produkt	A1) Engangsomkostninger: - <i>Indtrædelsesomkostninger</i> - <i>Udtrædelsesomkostninger</i>	Oplyses separat på UCITS CI-dokument + Indgår i ÅOP, som ifølge brancheaftale skal oplyses på foreningernes hjemmeside, ved investeringsrådgivning og i netbanken.	Skal oplyses - Kan opfyldes via eksisterende oplysninger på UCITS CI-dokument
	A2) Løbende omkostninger	Oplyses separat på UCITS CI-dokument + Indgår i ÅOP, som ifølge brancheaftale skal oplyses på foreningernes hjemmeside, ved rådgivning og i netbanken.	Skal oplyses Kan opfyldes via eksisterende oplysninger på UCITS CI-dokument
	A3) Handelsomkostninger	Handelsomkostninger oplyses ikke separat på UCITS CI-dokument - og i øvrigt ikke krævet oplyst separat i dag. Direkte handelsomkostninger ved løbende drift indgår i ÅOP, som ifølge brancheaftale skal oplyses på hjemmeside, ved rådgivning og i netbanken.	Skal oplyses
	A4) Resultatbetinget honorar	Oplyses separat på UCITS CI-dokument Indgår i ÅOP, som ifølge brancheaftale skal oplyses på foreningernes hjemmeside, ved rådgivning og i netbanken.	Skal oplyses - Kan opfyldes via oplysninger på UCITS CI-dokument
	Særskilt oplysning om provision	Oplyses ikke separat på UCITS CI-dokument, men løbende provision indgår som en del af A2) og engangsprovision indgår som en del af A3). MIFID I krav, at provisioners karakter og størrelse skal oplyses i f.eks. salgsmateriale, et prospekt eller andet informationsmateriale. Kan oplyses som et procentinterval. Dansk brancheaftale-krav, at formidlingsprovision skal oplyses ved rådgivning og i netbanken,	Skal oplyses
B. Gebyrer for distributørens tilhørende serviceydelser	Engangsomkostninger	Alle gebyrer skal oplyses på distributørens hjemmeside.	Skal oplyses
	Løbende omkostninger og gebyrer	Alle gebyrer skal oplyses på distributørens hjemmeside. Lovkrav at omkostninger for porteføljeplejeaftaler skal oplyses i årlig oversigt til kunden.	Skal oplyses
	Handelsomkostninger	Alle gebyrer skal oplyses på distributørens hjemmeside.	Skal oplyses
	Resultatbetinget honorar	Lovkrav at omkostninger for porteføljeplejeaftaler skal oplyses i årlig oversigt til kunden.	Skal oplyses
A+B		Ikke krævet i dag.	Skal oplyses både ex ante og ex post. Krav om oplysninger i procent. Formentlig også krav om oplysning i kroner. Endvidere krav, at A+B's kumulative betydning for investors afkast skal illustreres.

12 Beskrivelse og vurdering af alternative honorarmodeller

Arbejdsgruppen har vurderet fem mulige honorarmodeller, der i Danmark kan etableres inden for rammerne af MiFID II-direktivet.

De fem modeller er 1) en ren MiFID II-model; 2) en MiFID II plus-model, som tilføjer governance-krav for danske investeringsforeninger, 3) et forbud mod engangsprovisioner, 4) et provisionsforbud, som gælder ved rene ordredudførelser og 5) et totalforbud mod provisioner.

Arbejdsgruppen har vurderet de fem modellers fordele ud fra henholdsvis detailkundeside, investeringsforeningsside og pengeinstitutside. Som et led heri har arbejdsgruppen bl.a. set på spørgsmål vedrørende rådgivningsbetalingernes størrelse, udbuddet af rådgivning, konkurrenceforhold samt interessekonflikter mellem detailkunder og rådgiver/sælger. Arbejdsgruppens overvejelser har ført til tre mulige modeller, som beskrives indgående. Det drejer sig om MiFID II-modellen, MiFID II plus-modellen samt totalforbudsmodellen.

Arbejdsgruppens vurdering af modellerne afhænger af en række usikre faktorer, herunder bl.a. usikkerhed om de dynamiske effekter af modellerne, herunder hvordan markedsaktører og investorer vil reagere på de enkelte modeller.

Uanset hvilken model der vælges, vil der være tale om omfattende ændringer, som gennemføres samtidig med de øvrige ændringer, der følger af implementeringen af MiFID II, og som også i sig selv medfører en række skærpede krav til investorbeskyttelsen. Derfor anbefaler arbejdsgruppen, at man - uanset hvilken model der vælges - ved udgangen af 2019 evaluerer det fremtidige regelsæt for at vurdere, hvorvidt det har haft de tilsigtede effekter og har levet op til formålet med lovgivningen.

Arbejdsgruppen indstiller samtidig, at man - uanset hvilken model der vælges – indfører en særlig dansk regulering, som sikrer, at de særegne danske puljeordninger bliver omfattet af et forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger på linje med det provisionsforbud, som gælder for ydelse af porteføljepleje.

12.1 Indledning

Det følger af arbejdsgruppens kommissorium, at arbejdsgruppen skal vurdere mulige honorarmodeller, der i Danmark kan etableres inden for rammerne af MiFID II-direktivet. For en nærmere beskrivelse af MiFID II-reglerne på området henvises til afsnit 11.

MiFID II-direktivet åbner mulighed for, at medlemsstaterne på nationalt niveau på objektive grundlag kan vælge at skærpe reguleringen af honorarbetalingen fra tredjeparter til værdipapirhandlere (distributører), der yder ikke-uafhængig investeringsrådgivning, når de yder andre investeringservices end porteføljepleje.

Samtidig er UCTIS-direktivet ikke til hinder for, at MiFID II-direktivets krav til produktudviklere kan udvides til også at omfatte udviklere af UCITS-produkter (dvs. investeringsforeningerne).

I Danmark er det primært pengeinstitutterne, der som værdipapirhandlere (distributører) yder ikke-uafhængig investeringsrådgivning til detailkunder. Og udviklere af UCITS-produkter er i Danmark primært investeringsforeningerne.

Henset hertil vil afsnittet omtale denne regulering som en regulering af honorarbetalinger til ”pengeinstitutterne” (om end den juridisk korrekte betegnelse ville have været at tale om regulering af honorarbetalinger til ”værdipapirhandlere, som yder ikke-uaafhængig investeringsrådgivning”). Og kravene til UCITS-produktudviklere vil blive omtalt som krav til investeringsforeningerne.

Dette afsnit skitserer fem forskellige modeller for reguleringen af honoreringen af pengeinstitutterne, når de yder andre investeringsservices end porteføljepleje. Samtidig fremlægges fordele og ulemper ved modellerne. Arbejdsgruppen har endvidere overvejet en række øvrige modeller, som gruppen imidlertid ikke har fundet anledning til at nævne her, da disse modeller er blevet fravalgt henset til betydelige ulemper herved.

En af de modeller, som er blevet fravalgt, er bl.a. en model, hvor der indføres forbud mod løbende provision, mens engangsprovision tillades. Denne model er blevet fravalgt, da den giver incitament til hyppig handel, hvilket giver risiko for, at pengeinstitutterne anbefaler kunderne at ”vende” deres portefølje oftere end hensigtsmæssigt med betydelige omkostninger til følge. Denne iboende interessekonflikt er da også en af forklaringerne på, at nogle foreninger i 2015 permanent har valgt at afskaffe engangsprovisioner.

I afsnittet fremlægges kun modeller, som vedrører regulering af honorarbetalinger, men alle modeller kan kombineres med de ændrede oplysningskrav, der beskrives nærmere i afsnit 13.

Uanset hvilken model der vælges, anbefaler arbejdsgruppen, at det fremtidige regelsæt evalueres ved udgangen af 2019. Direktivets forbrugerbeskyttende regler medfører store forandringer i den finansielle sektors behandling af kunderne. Derfor er det hensigtsmæssigt at vurdere MiFID II-direktivets betydning på det danske marked ved udgangen af 2019. På det tidspunkt har MiFID II-direktivet været gældende i tre år, og der vurderes på dette tidspunkt at være tilstrækkeligt grundlag for en erfaringsbaseret evaluering af den fremtidige regulering af honorarbetalinger.

Puljeordninger er en særlig dansk konstruktion, hvor pensionsmidler investeres i værdipapirer, der løbende plejes. Puljeordninger minder således om en porteføljeplejeordning, jf. afsnit 7.2.4, men ordningerne er ikke direkte reguleret i MiFID II-direktivet, jf. bilag 14.10. På grund af de mange lighedspunkter mellem porteføljeplejeordninger og puljeordninger, er det imidlertid formodningen, at puljeordninger ville være blevet inkluderet i MiFID II’s anvendelsesområde, såfremt puljeordningerne var mere udbredte i EU generelt. Dette taler for, at puljeordningerne reguleres på samme måde som porteføljeplejeordninger.

12.2 Modeloversigt

De modeller, som fremlægges i dette afsnit, er sammenfattet i boksen på næste side. Som det fremgår af boksen, adskiller modellerne sig kun fra MiFID II-reguleringen for så vidt angår den regulering, der i tabellen er betegnet med bogstavet B (reguleringen af honoreringen af pengeinstitutterne, når de yder andre investeringsservices end porteføljepleje).

En del af detailkunders værdipapirhandler vil blive omfattet af et provisionsforbud, uanset hvilke modeller for regulering af B der indføres. Det skyldes, at en betydelig del af alle detailkunders værdipapirhandler i dag foregår som led i en porteføljeplejeaftale (jf. afsnit 7.2.1), ligesom en mindre del foregår som led i en puljeordning.

For så vidt angår den regulering, der i boksen er betegnet med bogstavet A (reguleringen af honoreringen af både uafhængige rådgivere, og pengeinstitutterne, når de yder porteføljepleje), så er denne regulering ikke behandlet i arbejdsgruppens modelforslag nedenfor.

Boks 12.a Honorarmodeller

Uafhængig rådgivning	A (ikke behandlet i dette afsnit)	Alle investeringsydelser		MiFID II-regulering: Forbud mod <u>at modtage og beholde</u> provisionsbetalinger fra tredjepart. Dvs. man har mulighed for at modtage provisionsbetalinger, så længe disse sendes tilbage til kunden.				
Ikke uafhængig rådgivning (pengeinstitutter)	A (ikke behandlet i dette afsnit)	Porteføljeplejje	Porteføljeplejje (som i MiFID II)	MiFID II-regulering: Forbud mod <u>at modtage og beholde</u> provisionsbetalinger fra tredjepart. Dvs. man har mulighed for at modtage provisionsbetalinger, så længe disse sendes tilbage til kunden.				
			Puljeordninger	Særlig dansk regulering magen til MiFID II-regulering: Forbud mod <u>at modtage og beholde</u> provisionsbetalinger fra tredjepart. Dvs. man har mulighed for at modtage provisionsbetalinger, så længe disse sendes tilbage til kunden.				
	B (Behandlet i dette afsnit)			MODEL 1 MiFID II	MODEL 2 MiFID II plus	MODEL 3 Forbud mod engangsprovision	MODEL 4 Forbud mod provision ved execution only	MODEL 5 Totalforbud
		Investeringsrådgivning	MiFID II-regulering:	MiFID II-regulering:	Forbud mod at modtage og beholde <u>engangs</u> provisionsbetalinger fra tredjepart.	Provision ok, hvis kvalitetsforbedrende service	Forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart	
		Øvrige investeringstjenester	Provision ok, hvis kvalitetsforbedrende service	Provision ok, hvis kvalitetsforbedrende service				
		Execution only		+ Krav om at foreningerne overholder governancekrav, som bl.a. skal sikre, at omkostningsstrukturer er indrettede, så investorernes behov varetages.	<u>Løbende provision</u> ok, hvis kvalitetsforbedrende service	Forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart	Kan suppleres med, at foreningerne underlægges et governancekrav, som i MiFID II plus	

Model 1. MiFID II

Med MiFID II-modellen implementeres direktivets krav om styrket investorbekkyttelse. Det indebærer forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger ved porteføljeplejeordninger og ved uafhængig rådgivning. Det indebærer tillige skærpede krav til kvalitetsforbedrende services for at kunne modtage provisionsbetalinger i de situationer, der ikke er omfattet af forbuddet, og governance-krav til distributører af investeringsforeningsbeviser. Dertil kommer de skærpede krav til oplysninger om omkostninger, jf. afsnit 13.

Denne model indebærer således, at det - hvis provisionsbetalinger fra tredjepart bidrager til en kvalitetsforbedrende service⁷⁷ – vil være tilladt for pengeinstitutter at modtage og beholde disse betalinger ved investeringsrådgivning, ved execution only (rene ordredudførelser) og ved øvrige andre investeringstjenester (som ikke er porteføljepleje, herunder puljeordninger).

Model 2. MiFID II plus

MiFID II-direktivets minimumskrav til reguleringen af honorarbetalinger implementeres. Som supplement hertil indføres der krav om at lade investeringsforeningerne (UCITS-produktudviklere) blive omfattet af samme produktudviklings-governance-krav som de virksomheder, der er omfattet af MiFID II-direktivets krav om passende procedurer og foranstaltninger for produktudvikling og produkthåndtering af investeringsprodukter.⁷⁸

Denne model indebærer, at alle finansielle produktudviklere - uanset hvilken type investeringsprodukt de udvikler - omfattes af ensartede governance-krav. Modellen vil indebære, at de nuværende lovgivningsmæssige krav om, at investeringsforeningerne og disses bestyrelser skal varetage investorenes interesser – og have regler til håndtering af interessekonflikter - bliver udmøntet i nogle mere konkrete krav.

Governance-krav til investeringsforeningerne vil bl.a. indebære, at de som produktudviklere skal have passende produktudviklingsprocedurer og -foranstaltninger, som sikrer, at afdelingerne er indrettede, så deres investeringsstrategi og omkostningsstrukturer passer til målgruppens behov, kendetegn og investeringsformål, og som bl.a. indebærer,

- at enhver afdeling har procedurer, som sikrer, at udformningen af et produkt opfylder kravene til korrekt håndtering af interessekonflikter,
- at produktudvikleren løbende skal foretage scenarietest af produkterne. Disse test skal bl.a. vurdere risikoen for underperformance og angive, hvilke omstændigheder der kan forårsage en sådan risiko.
- at produktudvikleren skal overveje om produktet opfylder målgruppens behov, kendetegn og investeringsmål - for eksempel ved at foretage en række kontroller
- at produktudvikleren skal overveje produktets omkostningsstruktur ved f.eks. at kontrollere, at de i) er i overensstemmelse med investormålgruppens behov; ii) ikke underminerer det forventede afkast til investorerne og er iii) passende transparent for målgruppen, at den ikke er for kompleks at forstå, og at den ikke skjuler omkostningskomponenter.

⁷⁷Jf. afsnit 11.2.1, hvor begrebet "kvalitetsforbedrende service" uddybes.

⁷⁸ Baggrunden for forslaget om at indføre denne særlige regulering af UCITS-produktudviklere skal søges i, at MiFID II-direktivets governance-krav til produktudviklere ikke omfatter UCITS-produktudviklere, da UCITS-produktudviklere er underlagt UCITS-direktivet.

De governance-krav, som skal gælde for investeringsforeninger som produktudviklere i denne model, skal være lig med MiFID II-direktivets governance-krav til værdipapirhandlere som produktudviklere (f.eks. pengeinstitutter). Kravene er nærmere beskrevet i afsnit 11.3.1.

Foruden de nævnte governance-krav til produktudviklere stilles der i MiFID II-direktivet governance-krav til distributører. Governance-kravene til distributører omfatter alle værdipapirhandlere, herunder pengeinstitutter, når de fungerer som distributører af strukturerede produkter og værdipapirer (herunder investeringsforeningsbeviser), uanset om investeringsproduktet er dansk eller udenlandsk.

Modellen indebærer, at når pengeinstitutter tilbyder investeringsservices, som ikke er porteføljepleje, vil det være tilladt for disse at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart, hvis provisionsbetalingerne bidrager til en kvalitetsforbedrende service (jf. afsnit 11.2.1, hvor begrebet "kvalitetsforbedrende service" uddybes).

Model 3. Forbud mod engangsprovision

Med denne model indføres et forbud imod, at pengeinstitutter kan modtage og beholde *engangs*provisionsbetalinger fra tredjepart (som f.eks. tegningsprovision) ved investeringsrådgivning, ved execution only (rene ordreudførelser) og ved øvrige investeringstjenester, som ikke er ydelse af porteføljepleje. Derimod er det tilladt, at pengeinstitutter kan modtage og beholde *løbende* provisionsbetalinger fra tredjepart, så længe der ikke er tale om ydelse af porteføljepleje.

Model 4. Forbud mod provision ved execution only

En fjerde model er en execution only-model, hvor der indføres et forbud mod, at værdipapirhandlere kan modtage og beholde provisionsbetalinger i de tilfælde, hvor investor foretager en execution only-handel, dvs. en handel, der foregår som en ren ordreudførelse, uden at der ydes investeringsrådgivning⁷⁹. På denne måde bliver provisionerne kun betalt af de investorer, som tilvælger rådgivning.

Modellen indebærer således, at pengeinstitutter kan modtage og beholde kvalitetsforbedrende provisioner fra tredjepart, men et forbud mod at de kan modtage og beholde provisioner fra tredjepart ved rene ordreudførelser (execution only).

Model 5. Totalforbud

Der gennemføres et totalforbud mod, at pengeinstitutter kan modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart, uanset hvilke former for investeringsservices der ydes. Totalforbuddet gælder alle former for investeringsservices og finder anvendelse uanset, hvilket værdipapir, herunder struktureret produkt, der er tale om. Modellen indebærer, at pengeinstitutter, som yder ikke-uafhængig rådgivning, bliver omfattet af det samme forbud mod at modtage og beholde honorarbetalingen som uafhængige rådgivere.

Totalforbuddet vil kunne suppleres med, at der fastsættes krav om:

- at rådgivningshonoraret fastsættes af den værdipapirhandler, typisk et pengeinstitut, der tilbyder rådgivningen og ikke af produktproducenten.
- at rådgivningshonoraret er uafhængigt af værdipapirets art, men fastsættes på baggrund af f.eks. timeforbrug.

⁷⁹Ved investeringsrådgivning forstås rådgivning som defineret i MiFID-direktivet, dvs. der er tale om investeringsrådgivning, når en værdipapirhandler eller en investeringsrådgiver giver en anbefaling rettet til en kunde personligt om transaktioner i specifikke finansielle instrumenter.

- at rådgivningshonoraret aftales med kunden, inden rådgivningen starter.
- at rådgivningshonoraret betales direkte fra kunden til værdipapirhandleren.
- at kundernes interesser sættes før rådgiverens egne interesser.

De positive virkninger af et totalforbud vil kunne styrkes af governance-krav til produkterne, som i MiFID II plus-modellen.

Modellen kan forfines enten a) med et forbud mod, at pengeinstitutter kan "modtage" provisionsbetalinger, eller b) med et forbud mod, at pengeinstitutter kan "modtage" provisionsbetalinger fra tredjepart koblet med et forbud mod, at investeringsforeningerne kan "betale" provisionsbetalinger til tredjepart.

Hvis et totalforbud bliver defineret som et forbud mod at "modtage" eller et forbud mod at "modtage og betale" (i stedet for et forbud mod at "modtage og beholde") indebærer det, at man går videre end den rene MiFID II-model, også når det drejer sig om porteføljepleje, idet en "modtage"-model og en "modtage og betale"-model (til forskel fra MiFID II-modellen) lukker for muligheden for, at pengeinstituttet kan modtage provisionsbetalinger fra investeringsforeningerne og sende disse tilbage til kunden. Ulempen ved disse modeller er imidlertid, at de kan være hæmmende for konkurrence fra udlandet, fordi modellerne lukker for muligheden for, at provisionsbetalende udenlandske fonde kan komme ind på det danske marked. Vælges en totalforbudsmodel, er det arbejdsgruppens vurdering, at disse forhold bør afdækkes nærmere inden den endelige udformning af forbuddet.

12.3 Sammenfatning af modellernes væsentligste konsekvenser

Dette afsnit skitserer de væsentligste konsekvenser af de forskellige modeller, som knytter sig til reguleringen af honoreringen af ikke-uafhængig rådgivning, som ikke er porteføljepleje (B). De beskrevne konsekvenser knytter sig til en situation, hvor MiFID II-reguleringen af B sammenlignes med de alternative modeller for regulering af B. Notatet beskriver således ikke de konsekvenser, som knytter sig til forskellene mellem MiFID-direktivets og MiFID II-direktivets regulering af B.

Boksen på næste side sammenfatter konsekvenserne ved de forskellige modeller.

Hensigtsmæssigheden af de enkelte honorarmodeller vil i sidste ende afhænge af en konkret afvejning af konsekvenserne og de fordele og ulemper, der er forbundet hermed.

Boks 12.b Fordele og ulemper ved forskellige honorarmodeller

- Regulering af ikke uafhængig rådgivning, som ikke er porteføljepleje*

*Bemærk, at MiFID II-forbuddet mod tredjepart provisioner ved ydelse af porteføljepleje gælder for alle modeller. Da en del af alle detailkunders handler med værdipapirer i dag foregår som led i en porteføljeplejeaftale, vil en del af detailkunders handler med værdipapirer være omfattet af et provisionsforbud umiddelbart.

	MiFID II	MiFID II Plus-model	Engangsprovisionsforbud	Provisionsforbud på Execution only	Totalforbud
Betalingsstruktur og konsekvenser	En større sammenhæng end i dag (provision er betinget af ydelse af en mere omfattende kvalitetsforbedrende service)	En større sammenhæng end ved MiFID II-modellen (provision er betinget af ydelse af kvalitetsforbedrende service plus foreninger underlægges governance-krav, som indebærer, at provisionsbetalinger til distributører skal matche investormålgruppens behov.	En større sammenhæng end i dag (provision er betinget af ydelse af en mere omfattende kvalitetsforbedrende service)	En større sammenhæng end i dag ved ydelse af investeringsrådgivning (provision er betinget af ydelse af en mere omfattende kvalitetsforbedrende service)	Direkte sammenhæng (En til en-sammenhæng mellem ydelse og pris) Kan suppleres med, at foreningerne underlægges et governance-krav, som i MiFID II plus-modellen
Er investorerne beskyttede mod at betale provision for en uønsket adgang til rådgivning?	Nej	Nej	Nej	Ja	JA
Risiko for, at rådgivningen farves af provisionsbetalinger?	Økonomisk incitament til farvet rådgivning og snæver rådgivning om investeringsforeningsbeviser frem for andre værdipapirer Risiko for "churning"	Økonomisk incitament til farvet rådgivning og snæver rådgivning om investeringsforeningsbeviser frem for andre værdipapirer Risiko for "churning"	Økonomisk incitament til farvet rådgivning og snæver rådgivning om investeringsforeningsbeviser frem for andre værdipapirer Risiko for "churning"	Økonomisk incitament til farvet rådgivning og snæver rådgivning om investeringsforeningsbeviser frem for andre værdipapirer Risiko for "churning"	Intet økonomisk incitament til farvet rådgivning, men større risiko for kun egne produkter på produktpaletten) Intet provisionsbetinget "churning"-incitament.
Risiko for "churning"-hyppig unødvendig porteføljeomlægning?	Risiko for "churning"	Risiko for "churning"	Risiko for "churning"	Risiko for "churning"	Risiko for "churning"
Hvilken betydning har modellen for investorernes omkostninger?	Investorerne samlede omkostninger og omfordeling forventes uændret i forhold til i dag. Dvs. investorer, der har investeret større beløb i investeringsforeningsbeviser, betaler mere end investorer, der har investeret mindre beløb.	Som MiFID II-modellen, men en afledt konsekvens kan være, at investorernes samlede omkostninger mindskes i forhold til i dag. (fordi foreningerne underlægges governance-krav).	Som MiFID II-modellen, men en afledt konsekvens kan være, at samlede omkostninger for investorer, som beholder beviser i kort tid, reduceres, mens samlede omkostninger for investorer, som beholder beviser i lang tid, forøges.	Ved investeringsrådgivning: Risiko for øgede omkostninger, der kan finansiere "rådgivningsgratister".	Investorerne samlede omkostninger forventelig uændret, omfordeling anderledes til fordel for investorer, der har investeret større beløb. Hvis foreningerne underlægges et governance-krav forventes de samlede omkostninger at blive mindre.

Udbud / konkurrence	Sikrer modellen, at rådgivning udbydes til detailkundesegmenter, der har begrænsede midler til at investere i investeringsforeningsbeviser – fra alle pengeinstituttifilialer?	Ja (pga. betalingsfordeling til fordel for investorer, der har investeret mindre beløb i investeringsforeningsbeviser)	Ja (pga. betalingsfordeling til fordel for investorer, der har investeret mindre beløb i investeringsforeningsbeviser)	Ja (pga. betalingsfordeling til fordel for investorer, der har investeret mindre beløb i investeringsforeningsbeviser)	Ja (pga. fjernelse af betalingsfordeling til ulempe for investorer, der har investeret mindre beløb i investeringsforeningsbeviser)	Nej (pga. fjernelse af betalingsfordeling til ulempe for investorer, der har investeret mindre beløb i investeringsforeningsbeviser)
	Bredden på den produktpalette, som der er incitament til at udbyde og anbefale hos den enkelte distributør?	Egne produkter+ andre med distributionsaftaler.	Egne produkter+ andre med distributionsaftaler.	Egne produkter + andre med distributionsaftaler.	Ved investeringsrådgivning: Egne produkter + andre med distributionsaftaler Ved execution only: Egne produkter – usikkert hvor bred produktpalette der vil blive stillet til rådighed	Distributører med tætte forretningsmæssige bånd til investeringsforeningerne, som i dag dækker langt størstedelen af markedet: Risiko for kun egne produkter på produktpalette Øvrige distributører: Formentlig et selektivt udbud af produkter fra forskellige udbydere.
	Påvirkning på pengeinstitutters samlede udbud af serviceydelser?	Serviceydelsen "Totalrådgivningskoncept" bevares. Incitament til at udbyde investeringsrådgivning, som udmønter sig i køb af enkeltpapirer, i stedet for at udbyde porteføljeplejeydelser.	Serviceydelsen "Totalrådgivningskoncept" bevares. Incitament til at udbyde investeringsrådgivning, som udmønter sig i køb af enkeltpapirer, i stedet for at udbyde porteføljeplejeydelser.	Serviceydelsen "Totalrådgivningskoncept" bevares. Incitament til at udbyde investeringsrådgivning, som udmønter sig i køb af enkeltpapirer, i stedet for at udbyde porteføljeplejeydelser.	Serviceydelsen "Totalrådgivningskoncept" bevares. Incitament til at udbyde investeringsrådgivning, som udmønter sig i køb af enkeltpapirer, i stedet for at udbyde porteføljeplejeydelser.	Ligeligt incitament til at udbyde investeringsrådgivning, som udmønter sig i køb af enkeltpapirer, såvel som porteføljeplejeydelser.
	Øget konkurrencepres via nye rådgivningsudbydere og nye investeringservices	Nej Mange	Nej Mange	Nej Mange	Nej på investeringsrådgivnings-ydelser. Ja på execution only-ydelser.	Ja Færre
Efterspørgsel på rådgivning	Hvor mange detailkunder vil efterspørge og tilvælge rådgivning?	Mange	Mange	Mange	Færre	Færrest

Det er alene de konsekvenser, der er vurderet til at være de væsentligste, som fremgår af tabellen. Der kan således være andre konsekvenser, som ikke er nævnt, da de vurderes at være mindre væsentlige. Imidlertid bør det bemærkes, at vurderingen af hvilke konsekvenser en given model vil have, og hvorvidt disse konsekvenser vil være væsentlige eller ej, afhænger af en række usikre faktorer.

Der er usikkerhed om de dynamiske effekter af modellerne, herunder hvordan markedsaktørerne og investorerne vil reagere på de enkelte modeller. Der kan til en vis grad skeles til erfaringerne af et provisionsforbud i Holland og England, men effekterne af forbuddet i disse lande er fortsat usikre og vanskelige at måle, jf. den nærmere omtale heraf i afsnit 10. De konsekvenser, som fremgår af tabellen, er anført ud fra en antagelse om, at de dynamiske effekter af et forbud i Danmark vil være nogenlunde i overensstemmelse med de foreløbige effekter, der er set i Holland og England, hvor der bl.a. er registreret en vis ændring i udbuddet af produkter og i den rådgivning investorerne tilbydes.

12.3.1 Fordele og ulemper ved MiFID II-modellen

Der er en række fordele forbundet med en implementering, hvor MiFID II-direktivets minimumskrav implementeres uden yderligere forbrugerbeskyttende tiltag.

For det første kan implementering af MiFID II føre til en øget sammenhæng mellem det, investorerne betaler for rådgivning og distribution og de serviceydelser, investorerne får. Dette har sin årsag i, at MiFID II-direktivet stiller krav til, hvad der anses som værende en kvalitetsforbedrende service, og disse krav er øgede i forhold til det tidligere MiFID-direktiv, ligesom der er indført skærpede krav til dokumentation af den faktiske kvalitetsforbedring.

De øgede krav har til formål at sikre en større sammenhæng mellem det, som investorerne samlet set betaler, og de serviceydelser, som investorerne samlet set får. Provisionsbetalinger er i dag sædvanligvis fastsat som en procentbetaling af den samlede formue, hvilket indebærer, at investorer, der har investeret større beløb i investeringsforeningsbeviser normalt betaler mere end investorer, der har investeret mindre beløb. For især investorer, der har investeret større beløb i investeringsforeningsbeviser, er der derfor ikke nødvendigvis en én til én-sammenhæng mellem det betalte beløb og den modtagne ydelse, omend stigende kompleksitet i investors privatøkonomi og dermed behovet for rådgivning kan stige, når opsparingen stiger. I dag er provisionsbetalingerne normalt fastsat som en ensartet procentsats for alle detailkundegrupper, uanset formue, og det skaber en vis betalingsomfordeling til fordel for investorer, der har investeret mindre beløb i investeringsforeningsbeviser, jf. afsnit 4.2.3 og bilag 14.3. Provisionsbetalinger kan således være en fordel for de kunder, som har investeret mindre beløb i investeringsforeningsbeviser, som derved sikres adgang til investeringsrådgivning, der er medfinansieret af de kunder, der har investeret større beløb i investeringsforeningsbeviser.

For det andet må det forventes, at værdipapirhandlere ved implementering af MiFID II-direktivet fortsat vil have incitament til at tilbyde rådgivning til kunder, der har begrænsede midler at investere i investeringsforeningsbeviser. Således må det formodes, at provisionsmuligheden giver institutterne et fortsat provisionsincitament til at tilbyde investeringsrådgivning til alle kundesegmenter, hvilket kan lette adgangen for kunder til fortsat at kunne få totalrådgivning om alle privatøkonomiske emner i deres pengeinstitut uden særskilt betaling for rådgivning om investeringsforeningsbeviser.

For det tredje kan adgangen til at modtage og beholde kvalitetsforbedrende provisioner - set ud fra et konkurrenceperspektiv - have den fordel, at værdipapirhandlere får incitament til at have distributionsaftaler

med andre foreninger end de foreninger, som har tætte forretningsmæssige bånd til værdipapirhandleren. Det vil dog formentlig ligesom i dag være den gældende praksis, at kunderne primært får anbefalet og primært køber investeringsforeningsbeviser fra en forening med tætte bånd til kundens eget pengeinstitut.

For det fjerde vil en alternativ model med en mere direkte gebyrbetaling for rådgivning kunne betyde, at en del investorer – særligt investorer med begrænsede midler at investere i investeringsforeningsbeviser – enten ikke bliver tilbudt rådgivning eller fravælger et rådgivningsforløb og handler på egen hånd med risiko for, at de ikke har kompetencerne til det. MiFID II-direktivets tilladelse til provisionsbetalinger må forventes at ville kunne minimere, at ikke-investeringskyndige investorer handler på egen hånd og risikerer at foretage selv-fejlinvesteringer.

MiFID II-modellen har imidlertid også en række ulemper.

For det første giver en tilladelse til at modtage og beholde kvalitetsforbedrende provisionsbetalinger et økonomisk incitament til at lade investeringsrådgivningen, hvis provisionsbetalingerne fastsættes på forskelligt niveau for forskellige investeringsprodukter, blive farvet af provisionsbetalingerne og disses størrelse.

I afsnit 7.2.3 er det blevet påvist, at pengeinstitutterne har indrettet deres IT-rådgivningsværktøjer således, at værktøjerne i forbindelse med investeringsrådgivning stort set udelukkende indeholder anbefalinger af danske investeringsforeningsbeviser, mens andre værdipapirtyper er sjældent forekommende. Det er samtidig blevet påvist, at værktøjerne (i tilfælde af rådgivning til en privatkunde med 100.000 kr.) er indrettet til alene at anbefale afdelinger, hvortil der er tilknyttet formidlings- og tegningsprovision, og alene aktivt forvaltede afdelinger, der har højere omkostnings- og provisionssatser end passivt forvaltede afdelinger. Tre foreninger, som tilsammen forvalter 55 pct. af investeringsforeningernes formue, har efter gennemførelsen af undersøgelsen, som omtales i afsnit 7.2.3, fjernet tegningsprovisionen permanent. Dertil kommer, at flere foreninger har reduceret tegningsprovisionen midlertidigt for nogle af deres afdelinger.

Provisionsbetalinger indebærer en risiko for, at investeringsrådgivning om investeringsforeningsbeviser begunstiges frem for rådgivning om f.eks. enkeltaktier og obligationer⁸⁰ (med mindre investor betaler rådgivningssatsen efter regning). Provisionsbetalinger giver i øvrigt et incitament til at anbefale investorerne at investere i provisionsbetalende produkter, ligesom det giver et incitament til at anbefale de produkter, hvortil der er knyttet de største provisionsbetalinger.

Dertil kommer, at engangsprovisionsbetalinger – i kombination med IT-rådgivningsværktøjer, som indeholder afdelinger med tilknyttet tegningsprovision - giver rådgiveren et provisionsincitament til at anbefale jævnlig investeringsrådgivning med henblik på at foretage en porteføljeomlægning. Dette incitament er dog svækket i forhold til tidligere, da nogle foreninger helt har afskaffet tegningsprovisionen og andre har gjort dette midlertidigt, jf. ovenfor.

⁸⁰ Betalingen for sidstnævnte instrumenter sker i form af kurtage og eventuelt andre omkostninger, samt et rådgivningstillæg, såfremt investor ønsker rådgivning. De fleste pengeinstitutter anbefaler, at investor har en formue af en vis størrelse, før det anbefales at investere i enkeltpapirer.

På det danske marked er der kun adgang til ni afdelinger (pr. december 2014⁸¹), der ikke betaler provision, jf. afsnit 4.2.2. Det betyder for det andet, at denne model ikke vil bidrage til, at de detailinvestorer, som ikke ønsker at modtage investeringsrådgivning, får flere investeringsforeningsafdelinger at vælge imellem. Det har den konsekvens, at gør det selv-investorerne skal betale provision for at have adgang til en rådgivning, som de ikke efterspørger.

For det tredje må det antages, at modellen ikke bidrager væsentligt til at øge konkurrencen, idet adgangen til provisionsbetalinger (med den nuværende markedsstruktur i Danmark, hvor næsten alle detailkunder anvender et pengeinstitut, når de bliver rådgivet om og køber investeringsforeningsbeviser) alt andet lige kan gøre det sværere for udbydere af investeringsrådgivning, som yder uafhængig rådgivning, at øge deres markedsandele,

For det fjerde har modellen den konsekvens, at den indebærer en vis betalingsomfordeling til ulempe for investorer, der har investeret større beløb i investeringsforeningsbeviser, jf. afsnit 4.2.3. Dette har sin årsag i, at provisionsbetalinger typisk er fastsat som en procentsats af formuen, hvorfor der betales et større beløb, jo flere midler der investeres.

12.3.2 Fordele og ulemper ved MiFID II plus-modellen

Denne model indebærer, at implementeringen af MiFID II-direktivets regulering af honorering suppleres med, at danske investeringsforeninger underlægges de samme governance-krav som de finansielle producenter, der er omfattet af MIFID II-direktivet. Dette direktiv fastlægger, at aktørerne skal have passende procedurer og -foranstaltninger, som sikrer, at investormålgruppens behov varetages.

En sådan model har en række fordele sammenlignet med MiFID II-modellen.

Ved en ren MiFID II-model vil det være pengeinstituttet som distributør, der bærer ansvaret for, at en investeringsforenings produkter er udviklet med kundehensyn for øje, mens selve produktudvikleren (investeringsforeningen) ikke pålægges samme ansvar. Med MIFID II plus-modellen fastslås det, at ansvaret for at sikre kundevenlige produkter ligger både hos investeringsforeningen som produktudvikler og pengeinstituttet som distributør. MIFID II plus-modellen indebærer derfor, at der bl.a. vil blive stillet krav om, at også investeringsforeningerne i større omfang end i dag skal have foranstaltninger, der sikrer, at omkostningerne (herunder provisionsbetalingerne) afspejler behovet og investeringsformålet for målgruppen af investorer.

En MiFID II plus-model har endvidere den fordel, at der vil være det samme investorbeskyttende regelsæt, hvis et investeringsprodukt udvikles i regi af et pengeinstitut, som hvis et investeringsprodukt udvikles i regi af en investeringsforening. Det giver den fordel, at der dermed skabes en ensartet investorbeskyttelse, uanset hvem der udvikler et investeringsprodukt.

Dette indebærer også, at det vil være Finanstilsynet, som fører tilsyn med overholdelsen af de investorbeskyttende krav i forhold til den enkelte investeringsforening, og ikke distributøren (pengeinstituttet), som foreningen ofte har tætte forretningsmæssige bånd til. Modellen indebærer således, at Finanstilsynet vil kunne reagere direkte over for såvel producenten som distributøren, hvis tilsynet finder, at et produkt ikke lever op til de relevante kundehensyn.

⁸¹ Der er ifølge oplysninger fra Investeringsfondsbranchen i 2015 oprettet yderligere tre afdelinger målrettet detailinvestorer, som er uden provisionsbetalinger.

Modellen vil således kunne give basis for, at der kan opstå en større sammenhæng end i dag mellem det, den enkelte investor betaler for rådgivning og distribution, og den rådgivning og distribution, som pengeinstitutterne tilbyder at yde til investorerne.

Modellen vil også kunne øge udbuddet af passivt forvaltede afdelinger, idet den indebærer, at enhver dansk UCITS-afdeling (på linje med distributøren) får pligt til at indrette sig på en måde, så både investeringer og omkostningsstrukturer passer til målgruppens behov, kendetegn og investeringsformål.

Danmark er afskåret fra at fastlægge regler for udenlandske UCITS, der markedsfører egne produkter i Danmark. Derfor vil modellen have som konsekvens, at den kun vil omfatte danske investeringsforeninger, hvilket må anses for en ulempe. Det skyldes, at danske investeringsforeninger vil være i ulige konkurrence i forhold til udenlandske UCITS-udbydere af investeringsprodukter, der ikke vil være omfattet af tilsvarende produktudviklings-governance-regler.

Danske pengeinstitutter vil, i de tilfælde hvor de distribuerer udenlandske UCITS til danske kunder, blive omfattet af MiFID II-direktivets regelsæt, der gælder for distributører, jf. afsnit 11.3.2. Her gælder, at distributører skal have iværksat proceduremæssige foranstaltninger, som sikrer overholdelsen af alle gældende MiFID-krav, herunder bl.a. de krav, der vedrører omkostninger og provisioner, muligheden for at modtage og beholde incitamentsskabende tredjepartsbetalinger og korrekt håndtering af interessekonflikter.

12.3.3 Fordele og ulemper ved et engangsprovisionsforbud

En model, som indebærer et forbud mod at modtage og beholde *engangsprovisions*betalinger fra tredjepart, adskiller sig fra MiFID II-modellen på især to væsentlige punkter.

Den ene forskel er, at et forbud mod at modtage og beholde engangsprovisionsbetalinger må antages at fjerne rådgiverens provisionsincitament til at anbefale hyppige porteføljeomlægninger uden investeringsfaglig grund.

Den anden forskel er, at modellen – sammenlignet med MiFID II-modellen – må formodes at medføre reducerede omkostninger for de investorer, som beholder deres investeringsforeningsbeviser i kort tid. Omvendt kan modellen medføre, at de samlede omkostninger for investorer, som beholder deres investeringsforeningsbeviser i lang tid, forhøjes.

12.3.4 Fordele og ulemper ved et execution only-provisionsforbud

En model, som indebærer et forbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart ved execution only-handler, adskiller sig fra MiFID II-modellen på en række punkter.

På den ene side adskiller modellen sig positivt fra MiFID II-modellen på især nedenstående områder.

En positiv forskel er, at modellen i højere grad end MiFID II-modellen sikrer sammenhæng mellem det gør det selv-investorerne betaler for rådgivning og distribution, og det, som de får for deres penge.

Modellen vil med andre ord antages at kunne have den positive forskel, at den beskytter investorerne mod at skulle betale provision for en adgang til rådgivning, som vedkommende investor ikke ønsker at gøre brug af. De investorer, som ikke ønsker rådgivning, har mulighed for at vælge at handle execution only, hvor de

formentlig alene vil blive takseret for distributionsomkostningerne (netbank m.v.), mens de ikke vil skulle betale for rådgivningsomkostninger.

En anden positiv forskel synes at være, at modellen kan forventes at få en mere positiv effekt på konkurrencen på execution only-markedet end MiFID II-modellen. Et forbud mod provisionsbetalinger på execution only-handler kan således give incitamenter til, at nye aktører kommer på markedet med prisbillige execution only-platforme, hvortil der ikke er knyttet provisionsbetalinger.

På den anden side har modellen også en række ulemper sammenlignet med MiFID II-modellen.

Den første ulempe kan antageligt være, at investorer, som handler via investeringsrådgivning, kan risikere, at provisionerne for investeringsrådgivning sættes op, fordi provisionsbetalingerne skal finansiere en gruppe kunder, som vælger at tage imod tilbuddet om investeringsrådgivning, men efterfølgende foretager handlen hjemmefra som en execution only-handel.

En anden ulempe er, at der kan opstå øget risiko for, at investorer uden tilstrækkelige investeringsfaglige forudsætninger foretager selv-fejlinvesteringer, fordi de som noget nyt handler på egen hånd pga. det omkostningsmæssige incitament til at fravælge et rådgivningsforløb.

En tredje ulempe er, at modellen vil være kompleks for distributørerne at håndtere samt medføre øget administration og afstemning for investeringsforeningerne. For distributørerne vil det kunne være en udfordring at holde rådgivning og execution only adskilt, både i rådgivningssituationer og ved overblik og beholdninger. Eksempelvis kan kundens beholdning i et papir stamme både fra execution only og fra rådgivningshandler. Det indebærer, at der vil skulle udvikles nye IT-funktionaliteter, hvis der skal holdes rede på, om kunden sælger den andel af beholdningen, der er købt via rådgiver, eller om kunden sælger execution only-andelen. Denne problemstilling kan vanskeliggøres yderligere, hvis kunden skifter til et pengeinstitut, som ikke har distributionssamarbejde med den pågældende investeringsforening.

En fjerde ulempe kan være, at der kan opstå situationer, hvor en kunde har købt et enkelt papir via rådgiver og resten via execution only. Disse kunder vil stå i en situation, hvor pengeinstituttet kun får betaling for at yde løbende rådgivning om halvdelen af kundens portefølje, hvilket set ud fra et investeringsfagligt synspunkt er uheldigt, eftersom investeringsrådgivning bl.a. handler om at se på kundens samlede risikoeksponering.

12.3.5 Fordele og ulemper ved et totalforbud

Et totalforbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart ved alle former for investeringservices adskiller sig fra MiFID II-modellen på både positiv og negativ vis.

De positive elementer kan opsummeres til følgende:

For det første må et totalforbud formodes i højere grad end MiFID II-modellen at sikre sammenhæng mellem det gør det selv-investorer betaler, og det, som de får for deres penge. Det har sin baggrund i, at modellen (i modsætning til MiFID II-modellen) giver mulighed for, at de investorer, som ikke ønsker rådgivning, kan undgå en situation som den nuværende, hvor de er henvist til at skulle betale provision i stort set alle afdelinger målrettet detailinvestorer for en adgang til rådgivning, som de ikke benytter.

For det andet kan et totalforbud kunne medvirke til at sikre bedre sammenhæng mellem det, de rådgivne investorer, som investerer flest midler, betaler, og det, som de får. Det har sin baggrund i, at modellen (i modsætning til MiFID II-modellen) fjerner den betalingsomfordeling, som ligger iboende i en formidlingsprovisionsmodel, og som indebærer, at de investorer, der har investeret flest midler, betaler for, at investorer, der har færre midler at investere, har adgang til rådgivning.

For det tredje må et totalforbud formodes at have den effekt, at det fjerner værdipapirhandlerens incitament til at lade provisionsbetalinger farve rådgivningen. I England og Holland, der begge har indført totalforbud, har myndighederne konstateret, at forbuddet har medført en stigning i udbuddet af passive investeringsprodukter.

For det fjerde må modellen formodes at være produktneutral i den forstand, at det er kundens interesser, der afgør, om kunden er bedst tjent med enkeltpapirer frem for en porteføljeplejeordning, da det er forbudt i begge situationer at modtage og beholde provisionsbetalinger fra tredjepart. Et totalforbud kan føre til en mere balanceret rådgivning, hvor der også rådgives om enkeltaktier og obligationer og ikke som nu stort set udelukkende om investeringsforeninger.

For det femte kan et totalforbud formentligt have en mere positiv effekt på konkurrencen på execution only-markedet og markedet for investeringsrådgivning end MiFID II-modellen. Et totalforbud mod at modtage og beholde provisionsbetalinger kan muligvis skærpe priskonkurrencen og herunder eventuelt føre til, at der opstår større udbud af execution only- og investeringsrådgivnings-løsninger, som det bl.a. er set i Holland og England. Det kan give større og flere valgmuligheder for kunderne. Større synlighed om prisen for rådgivning kan samtidig føre til mere årvågenhed hos investorerne, og det kan indebære, at nye aktører - herunder blandt andet flere uvildige rådgivere - får bedre muligheder for at komme på markedet til gavn for konkurrencen.

Suppleres forbuddet med governance-krav til investeringsforeningerne, vil det antagelig bidrage til at reducere de samlede omkostninger for investorerne.

Ulemperne kan opsummeres til følgende:

For det første er der risiko for, at et totalforbud mod provisioner medfører, at pengeinstitutterne ikke har incitamenter til at udbyde rådgivning til kunder, der har begrænsede midler at investere i investeringsforeningsbeviser. Således er der risiko for, at et provisionsforbud vil medføre, at pengeinstitutterne ikke længere vil finde det rentabelt at udbyde personlig investeringsrådgivning til alle kundesegmenter til den pris, som investorerne er villige til at betale. Det hollandske forbud mod provisionsbetalinger har begrænset adgangen til personlig investeringsrådgivning, jf. den i afsnit 10.3.1 omtalte undersøgelse af otte hollandske pengeinstitutter. Alle de undersøgte institutter på nær ét har en formuegrænse på mindst 200.000 euro for at komme i betragtning til personlig rådgivning. Det sidste institut har et forholdsvis højt minimumsgebyr for rådgivningen. Detailinvestorer med en formue under 200.000 euro får primært tilbudt rådgivning via onlineplatforme, hvor der ikke er tale om egentlig rådgivning, men en automatiseret matchning af den pågældende detailinvestors risikoprofil med produkter, der passer til denne. I relation til det engelske forbud mod provisioner fremgår det af de omtalte rapporter fra FCA og Fundscape, at pengeinstitutterne i England i høj grad har trukket sig fra rådgivningsmarkedet, men FCA finder ikke, at det entydigt kan konkluderes, hvorvidt det engelske provisionsforbud har medført, at færre englændere får rådgivning, jf. afsnit 10.2.

Et totalforbud kan indebære en risiko for, at prisen for investeringsrådgivning fastsættes på et så højt niveau, at især investorer, der har begrænsede midler at investere i investeringsforeningsbeviser, vil fravælge et rådgivningsforløb for i stedet at handle på egen hånd – uden måske at have kompetencerne til det. Den svenske udredningskommission, som har anbefalet et svensk forbud mod provisioner, der kan påvirke kundens interesser negativt, vurderer, at et forbud vil medføre, at flere svenskere vil fravælge rådgivning, fordi de ikke er villige til at betale direkte for rådgivning - men at det er prisen, der må betales for at indføre et sådant forbud.

For investorer, som har begrænsede midler at investere og som ønsker hyppig rådgivning, kan direkte rådgivningsbetaling være en ulempe for dem, mens formidlingsprovisionsbetalinger kan være økonomisk mere rentabelt, jf. afsnit 4.2.3 og bilag 14.4.

For det andet kan et provisionsforbud indebære en risiko for, at distributionsaftaler med investeringsforeninger, som distributøren ikke har forretningsmæssige bånd til, bliver mindre almindelige. Denne risiko opstår, fordi et provisionsforbud vil gøre det mindre rentabelt at distribuere produkter fra investeringsforeninger, som distributøren ikke har forretningsmæssige bånd til. Et provisionsforbud kan således give værdipapirhandlere incitament til alene at udbyde egne investeringsprodukter eller produkter fra en produktudvikler, som distributøren har forretningsmæssige bånd til. På trods af den nuværende adgang til at indgå aftaler om provisionsbetalinger får kunderne i dag hovedsagligt anbefalet, og op mod 96 pct. Køber, investeringsforeningsbeviser fra en forening med tætte forretningsmæssige bånd til kundens eget pengeinstitut. Risikoen er, at dette fænomen vil fortsætte.

Et mere udbredt salg af "egne" produkter kan bl.a. have den ulempe, at det formentlig ikke fører til nedsatte omkostninger for langt hovedparten af kunderne, idet indtjeningen inden for koncernen formentlig vil blive søgt opretholdt. Endvidere kan øget salg af egne produkter indebære, at pengeinstitutter eksempelvis anbefaler, at kunden sætter penge i f.eks. instituttets egne strukturerede produkter i stedet for i "fremmede" investeringsforeningsbeviser. Det har for kunden den ulempe, at kunden også får pengeinstituttets kreditrisiko med i deres investering.

For det tredje vil et totalforbud kunne give værdipapirhandlerne incitament til hyppige omlægninger, da handelsomkostninger ved et totalforbud mod provisionsbetalinger vil blive en stor indtægtskilde.

13 Oplysninger om omkostninger

MiFID II-direktivet fastsætter skærpede krav til oplysninger om omkostninger. Detailinvestor skal oplyses både om produktomkostninger og serviceomkostninger, og oplysningerne skal gives både før og efter købstidspunktet. Provisionsbetalinger fra tredjeparter skal oplyses særskilt. Produktomkostninger er de omkostninger, der i første omgang afholdes af investeringsforeningen, og som derefter pålægges investor i form af fradrag i afkastet og som henholdsvis emissionstillæg og indløsningsfradrag, mens serviceomkostninger er de omkostninger, som detailinvestor betaler direkte til distributøren. Omkostningerne skal oplyses samlet, og forventningen er, at det både skal være i pct. og som kronebeløb.

Området er i dag reguleret dels af de regler, der følger af MiFID-direktivet, dels af de danske brancheaftaler om ÅOP og åbenhed, der supplerer reglerne fra MiFID. MiFID II-reguleringen vedrørende produktomkostninger omfatter samme oplysninger, som den danske aftale om ÅOP, mens MiFID II-kravet om oplysning om serviceomkostninger er nyt i forhold til de gældende danske regler og brancheaftaler.

Det er på det foreliggende grundlag arbejdsgruppens indstilling, at den danske regulering bør følge MiFID II-reguleringen, og at der ikke bør opretholdes eller udarbejdes danske særregler som supplement hertil. Såfremt det endelige indhold af niveau 2-reguleringen ændres væsentligt i forhold til det foreliggende grundlag, er det arbejdsgruppens anbefaling, at indstillingen revurderes.

13.1 Indledning

Det følger af kommissoriet for arbejdsgruppen, at arbejdsgruppen i forlængelse af evalueringen af brancheaftalen om ÅOP fra 2007 og åbenhedsaftalen fra 2012/2013 (se nærmere herom i afsnit 8) skal vurdere, om de danske aftaler kan erstattes af de regler om omkostningsoplysninger, der skal implementeres som følge af MiFID II, eller om der er behov for, at de danske aftaler helt eller delvist bør bevares ved siden af MiFID II-reglerne. Arbejdsgruppen skal på baggrund af denne vurdering indstille, hvorledes området bør reguleres fremadrettet.

De skærpede MiFID II-krav skal implementeres i dansk lovgivning, men det er muligt nationalt at fastsætte yderligere investorbeskyttelsesmæssige tiltag. På den baggrund har arbejdsgruppen vurderet, om de danske brancheaftaler indeholder krav, der bør opretholdes ved siden af kravene efter MiFID II.

Arbejdsgruppen har derfor foretaget en sammenligning af kravene i de to regelsæt. Som i forbindelse med den øvrige omtale af MiFID II er vurderingen foretaget på baggrund af det på nuværende tidspunkt foreliggende reguleringsmæssige grundlag. Den endelige udmøntning af reguleringen af omkostningsoplysninger i MiFID II og den tilhørende niveau 2-regulering afventer færdiggørelsen af sidstnævnte. Den endelige udformning af den danske lovgivning på området vil således afhænge dels af indholdet af niveau 2-reguleringen, dels af formen af denne, dvs. hvorvidt reguleringen kommer som direktiv, der skal implementeres i dansk ret, eller som forordning, der gælder direkte uden krav om dansk implementeringslovgivning. Endvidere kan der blive udstedt regulering på niveau 3, som typisk vil have form af retningslinjer og Q&A's fra ESMA om specifikke emner, oftest af mere teknisk karakter. Der er ved aflæggelse af rapporten ikke påbegyndt udarbejdelse af konkret niveau 3-regulering.

Det er arbejdsgruppens vurdering, at de krav, der stilles til oplysninger om omkostninger i de danske brancheaftaler om ÅOP og åbenhed, vil være indeholdt i de krav, der stilles efter MiFID II og i den forventede niveau 2-regulering, og at der samlet set vil være tale om skærpede krav i forhold til den nuværende danske

regulering af området. Arbejdsgruppens vurdering og indstilling som følge heraf uddybes nærmere nedenfor.

13.2 Vurdering af de gældende danske krav i forhold til MiFID II-kravene

Ved en sammenligning af kravene i de danske brancheaftaler om ÅOP og åbenhed i forhold til MiFID II er der to sammenligningsparametre, dels selve indholdet af de oplysninger, som skal gives, dels hvordan og hvornår de skal gives.

MiFID II stiller krav om, at detailinvestor oplyses både om produktomkostninger og serviceomkostninger. Produktomkostninger er de omkostninger, der i første omgang afholdes af investeringsforeningen, og som derefter pålægges investor i form af fradrag i afkastet og som henholdsvis emissionstillæg og indløsningsfradrag. Serviceomkostninger er omkostninger, som detailinvestor betaler direkte til distributøren, der som omtalt tidligere typisk er et pengeinstitut.

Oplysningerne skal gives både før og efter købstidspunktet.

Produktomkostninger skal omfatte afdelingens engangsomkostninger, løbende omkostninger, handelsomkostninger og evt. resultatbetinget honorar. Den andel af omkostningerne, der udgør provisionsbetalinger, skal oplyses særskilt. Serviceomkostninger skal omfatte detailinvestors udgifter til engangsomkostninger, løbende omkostninger, handelsomkostninger, omkostninger til evt. accessoriske tjenesteydelser og evt. øvrige ekstraomkostninger, f.eks. resultatbetinget honorar til rådgivere m.v.⁸² Eksempler på serviceomkostninger er f.eks. kurtage og porteføljeplejegebyrer.

MiFID II kræver, at oplysninger om alle omkostninger, dvs. både produktomkostninger og serviceomkostninger, sammenstilles, så detailinvestoren får et samlet overblik over disse og også over den kumulerede effekt på afkastet af investeringen. MiFID II kræver videre, at investor kan kræve en specificeret opgørelse over omkostningerne. Det er forventningen, at niveau 2-reguleringen vil medføre et krav om, at omkostningerne skal oplyses både som et kronebeløb og i procent.

Den danske aftale om ÅOP omfatter de omkostninger, der efter MiFID II betegnes som produktomkostninger, men omfatter ikke de omkostninger, der efter MiFID II betegnes som serviceomkostninger.

Ved beregningen af ÅOP indgår omkostningsprocenten fra Central Investorinformation (TER), evt. resultatbetingede honorarer, direkte handelsomkostninger ved den løbende drift samt aktuelt maksimalt emissionstillæg og indløsningsfradrag, jf. den nærmere omtale heraf i afsnit 8.3.

ÅOP er baseret på en skønsbaseret antagelse om, at en detailinvestor ejer beviserne i syv år. Derfor fordeles omkostningerne over en 7-årig periode i forbindelse med beregningen af ÅOP. Der er ikke på nuværende tidspunkt fastsat bestemmelser om en evt. antagelse om en fast holdetid til brug for beregning af omkostninger i MiFID II-regi.

Åbenhedsaftalen fra 2012/2013 fastslår, at formidlingsprovision, som et pengeinstitut modtager fra investeringsforeninger, som pengeinstituttet har indgået distributionsaftale med, skal oplyses særskilt sammen med

⁸² Opgørelsen af såvel produktomkostninger som serviceomkostninger er nærmere beskrevet i afsnit 11.4.

ÅOP. Dette krav bliver lovfæstet med implementeringen af kravene i MiFID II, idet direktivet kræver, at alle provisionsbetalinger skal oplyses særskilt.

Samlet set er det på denne baggrund vurderingen, at indholdet i de krav om oplysning af produktomkostninger, der følger af MiFID II, svarer til indholdet i de oplysningskrav, der har været gældende i Danmark siden indførelsen af ÅOP for investeringsforeninger i 2007.

MiFID II stiller derudover krav om, at distributørens serviceomkostninger også oplyses, hvilket ikke er omfattet af de danske aftaler.

Åbenhedsaftalen indførte krav om, at oplysninger om omkostninger, herunder særskilt oplysning om formidlingsprovision, udover i prospekter og rapporter skal oplyses på årlige gebyr- eller depotoversigter og ved investeringsrådgivning udført af pengeinstituttet, samt at oplysningerne skal være tilgængelige for detailinvestoren ved værdipapirhandel via netbanken.

Med MiFID II stilles der krav om, at oplysningerne skal gives både før og efter købstidspunktet.

Kravet om, at oplysningerne skal gives før købet, indebærer, at et pengeinstitut på samme måde som efter den danske aftale skal give oplysninger ved investeringsrådgivning udført af pengeinstituttet. Tilsvarende indebærer kravet også, at en detailinvestor, der gennemfører en værdipapirhandel via netbanken skal gøres bekendt med oplysningerne.

Kravet om, at oplysningerne tillige skal gives ex post indebærer, at oplysningerne skal gives til investoren mindst én gang årligt på samme måde som det danske krav om, at oplysningerne skal gives på den årlige gebyr- eller depotoversigt.

MiFID II stiller krav om, at oplysninger om omkostninger skal gives i en forståelig form, og giver samtidig de nationale myndigheder mulighed for at fastætte standarder herom. Det er på den baggrund ikke ESMA's forventning, at der på EU-plan fastsættes standardiserede formater for afgivelse af oplysningerne.

Det er på baggrund af det beskrevne arbejdsgruppens vurdering, at også for så vidt angår hvordan og hvornår omkostningsoplysningerne skal gives, omfatter kravene efter MiFID II de krav, der er gældende i medfør af de danske brancheaftaler.

13.2.1 Samlet vurdering og indstilling

Det er arbejdsgruppens samlede vurdering, at de krav til oplysninger om omkostninger, der følger af de danske brancheaftaler, er indeholdt i de krav, der på nuværende tidspunkt dels foreligger som vedtagne krav i MiFID II-direktivet, dels foreligger som råd fra ESMA til Kommissionen til niveau 2-reguleringen.

Kravene efter MiFID II går desuden videre end de danske aftaler, idet MiFID II også kræver, at der oplyses om distributørens serviceomkostninger. Detailinvestor får således med MiFID II et samlet tal, som omfatter oplysninger om flere omkostninger end det samlede tal, som har været anvendt efter hidtidig dansk praksis.

Selvom den endelige udformning af det samlede MiFID II-regelsæt således ikke er kendt endnu, er det på det foreliggende grundlag arbejdsgruppens vurdering, at den danske detailinvestor vil blive bedre oplyst fremadrettet.

Det er derfor arbejdsgruppens forventning, at de særegne danske brancheaftalte krav til beregning af og oplysning om ÅOP vil blive overflødige, når de kommende MiFID II-regler implementeres i dansk lovgivning. En fastholdelse af de særegne, danske krav til beregninger af ÅOP kan give risiko for uoverensstemmelser om omkostningsniveauer pga. forskellige beregningsmetoder, ligesom opretholdelse af særegne danske krav kan give risiko for dobbelt information og deraf følgende informationsoverload.

Henset til at den endelige udformning af niveau 2-reglerne endnu ikke er kendt, er det samtidig arbejdsgruppens anbefaling, at der foretages en revurdering heraf, såfremt det endelige indhold af niveau 2-reguleringen skulle vise sig at blive væsentlig anderledes end det grundlag, der foreligger på nuværende tidspunkt.

Arbejdsgruppen har desuden overvejet, hvorvidt det vil være hensigtsmæssigt at opretholde selve betegnelsen ÅOP, men således at indholdet af ÅOP redefineres, så det svarer til de oplysningskrav, der følger af MiFID II. Baggrunden herfor er overvejelser om, at ÅOP er et velkendt begreb, som detailinvestorerne er fortrolige med.

Det er imidlertid arbejdsgruppens vurdering, at der ikke kan tages endelig stilling til dette på nuværende tidspunkt, henset til at indholdet af niveau 2-reguleringen endnu ikke er fastlagt.

Arbejdsgruppens indstillinger og anbefalinger er derfor følgende:

- På grundlag af den vedtagne regulering i MiFID II-direktivet og det foreliggende forventede indhold af niveau 2-reguleringen er det arbejdsgruppens indstilling, at den danske regulering af området bør følge MiFID II-reguleringen, og at der ikke opretholdes eller udarbejdes danske særregler som supplement hertil.
- Såfremt det endelige indhold af niveau 2-reguleringen ændrer sig væsentligt i forhold til det foreliggende, er det arbejdsgruppens anbefaling, at der foretages en revurdering.
- Når det endelige indhold af niveau 2-reguleringen kendes, bør det tillige overvejes, hvorvidt det vil være hensigtsmæssigt at opretholde betegnelsen ÅOP som begreb, men med et redefineret indhold.

14 Bilag

14.1 Kommissorium for arbejdsgruppen

I EU-regi er der primo 2014 opnået enighed om en revision af det gældende MiFID-direktiv (Markets in Financial Instruments Directive), som på europæisk niveau regulerer investorbekyttelsen ved værdipapirhandel. Det nye MiFID II-direktiv har konsekvenser for den nuværende danske model for formidlingsprovision og for den måde hvorpå danske investorer fremover skal oplyses om investeringsomkostninger.

Vedr. formidlingsprovision

Det er forventningen, at det med MiFID II og den supplerende regeludstedelse på niveau 2 vil blive vanskeligt for danske investeringsforeninger i uændret form at opretholde den nuværende formidlingsprovisionsmodel, hvor ejere af investeringsforeningsbeviser via investeringsforeningerne hvert år betaler formidlingsprovision til pengeinstitutterne som betaling for, dels at pengeinstituttet stiller løbende investeringsrådgivning til rådighed, dels at pengeinstituttet stiller et distributionsnet til rådighed (kundesystemer, netbank mv.).

På ESMA-niveau (European Securities and Markets Authority) er man i øjeblikket i gang med at udmønte MiFID II, og i arbejdet vil der blive fastsat mere specifikke rammer for pengeinstitutternes fremtidige modtagelse af betaling for deres ydelser.

I lyset af MiFID II er der behov for at se på, hvordan der inden for rammerne af MiFID II kan etableres en hensigtsmæssig honorar-model i stedet for den nuværende formidlingsprovisionsmodel. Her kan det være aktuelt at se på mulighederne for at indføre modeller, der lægger sig op ad dem, som er foreslået af et mindretal i Rangvid-rapporten, som udvalget om finanskrisens årsager afgav i 2013. Et mindretalsforslag går på, at købere af investeringsforeningsbeviser bør have mulighed for at fravælge rådgivning, så eventuel "kick-back" fra investeringsforeningen til pengeinstituttet tilfalder investoren. Et andet mindretalsforslag vedrører en model à la modellerne i England og Holland med et synligt rådgivningshonorar (timesats eller fast gebyr), der suppleres af et forbud mod "skjulte" provisioner.

Der bør i arbejdet tages højde for eventuelle særlige danske forhold af betydning for ændringer af den nuværende honorarmodel som f.eks. muligheden for at etablere "funds" i Danmark.

Vedr. oplysning om investeringsomkostninger

Med MiFID II-direktivet vil der endvidere blive stillet nye, udvidede krav til oplysninger om omkostninger til investorerne med henblik på at øge gennemsigtigheden om omkostninger forbundet med investeringerne.

Der er derfor behov for at se på, på hvilken måde de udvidede europæiske krav til mere gennemsigtige omkostningsoplysninger kan supplere eller erstatte de skærpede oplysningskrav om omkostninger, som er udmøntet i den aftale fra foråret 2012 om styrket åbenhed mellem Forbrugerrådet Tænk, Dansk Aktionærforening og Finansrådet, der blev indgået med Erhvervs- og Vækstministeriets mellemkomst. Aftalen indebærer skærpede krav til oplysning om de Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP) for alle danske investeringsforeningsbeviser.

Nedsættelse af arbejdsgruppe

På baggrund af de konsekvenser, som reglerne i MiFID II forventes at få for hhv. den danske honorarmodel for formidlingsprovision og for oplysning til investorerne om investeringsomkostninger, nedsættes en arbejdsgruppe bestående af Finanstilsynet (formand og sekretariat for arbejdsgruppen), Erhvervs- og Vækst-

ministeriet, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, InvesteringsForeningsRådet, Finansrådet, Forbrugerrådet Tænk samt Dansk Aktionærforening med følgende opgaver:

1. Belyse den europæiske regulering

Arbejdsgruppen skal beskrive de relevante europæiske regler i MiFID II-direktivet. Som et led heri skal indgå en beskrivelse af de til direktivet hørende kriterier, som sætter rammerne for anvendelige honorarmodeller for så vidt angår pengeinstitutternes modtagelse af formidlingsprovisioner. Endvidere skal indgå en beskrivelse af de nye krav, som stilles i MiFID II-direktivet for så vidt angår oplysninger til investorerne om omkostninger.

2. Belyse den danske honorarmodel

Arbejdsgruppen skal beskrive distributionskanalerne for investeringsforeningsbeviser i Danmark samt beskrive omkostningsstrukturen for den danske honorarmodel, hvor ejere af investeringsforeningsbeviser indirekte via investeringsforeningerne hvert år betaler formidlingsprovisioner til distributionskanalerne (pengeinstitutterne).

3. Belyse den danske model for oplysning om omkostninger

Arbejdsgruppen skal beskrive de eksisterende danske krav til forbrugeroplysning om omkostninger og formidlingsprovision og evaluere de opstramninger, som blev indført med åbenhedsaftalen pr. 1. januar 2013 for at opnå mere synlig forbrugerinformation om formidlingsprovisioner. Som et led heri skal arbejdsgruppen se på, i hvilket omfang åbenhedsaftalen fra foråret 2012 har skabt en bedre gennemsigtighed om omkostninger end den gennemsigtighed, som må forventes at komme via kravene i MiFID II-direktivet.

4. Belyse udenlandske alternative honorarmodeller

Arbejdsgruppen skal beskrive de udenlandske alternative honorarmodeller, der er indført i hhv. England og Holland, samt beskrive effekterne af honorarmodellerne i det omfang disse er målbare. I arbejdet skal konsekvenserne af anvendelse af forskellige typer af UCITS, herunder "funds", indgå.

5. Vurdere alternative honorarmodeller

Arbejdsgruppen skal i lyset af den foretagne kortlægning beskrive honorarmodeller, som kan etableres inden for rammerne af MiFID II-direktivet. Arbejdsgruppen skal i forbindelse hermed inddrage modellerne i Rangvid-udvalget, og udenlandske modeller skal også indgå.

Arbejdsgruppen skal set i lyset af danskernes investeringsadfærd og rådgivningsbehov vurdere de forskellige honorarmodellers styrker og svagheder. Honorarmodellernes fordele og ulemper skal belyses ud fra hhv. detailkundeside, investeringsforeningsside og pengeinstitutside. Som et led heri skal bl.a. berøres spørgsmål vedrørende de samlede investeringsomkostninger, udbuddet af rådgivning, konkurrenceforhold samt interessekonflikter mellem detailkunder og rådgiver/sælger.

6. Vurdere fremtidige modeller for oplysning om omkostninger

Arbejdsgruppen skal set i lyset af evalueringen af den danske åbenhedsaftale og set i lyset af de nye MiFID II-regler for så vidt angår oplysning om omkostninger til investorerne vurdere fordele og ulemper ved enten at lade de danske krav til omkostningsoplysninger om ÅOP være et supplement til reglerne i MiFID II eller lade dem blive helt eller delvist erstattet af reglerne i MiFID II.

7. Vurdere fremtidige modeller for honorering af formidlere

Arbejdsgruppen skal i lyset af den foretagne kortlægning komme med vurderinger af mulige honorarmodeler, der i Danmark kan etableres inden for rammerne af MiFID II-direktivet.

Arbejdsgruppen skal i lyset af den foretagne kortlægning komme med en indstilling til, hvorvidt reglerne i MiFID II for så vidt angår oplysning om omkostninger til investorerne fremadrettet giver tilstrækkelige omkostningsoplysninger til investorerne eller, om de med fordel kan suppleres med alle eller dele af de eksisterende særlige danske krav til omkostningsoplysninger om ÅOP.

Tidsplan

Arbejdsgruppen afrapporterer til departementet inden udgangen af 4. kvartal 2014.

14.2 Oversigt over deltagere i arbejdsgruppen om honorarmodeller

- Finanstilsynet (formand og sekretariat for arbejdsgruppen)
- Erhvervs- og Vækstministeriet
- Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen
- Investeringsfundsbranchen
- Finansrådet
- Forbrugerrådet Tænk
- Dansk Aktionærforening

14.3 Beregningsforudsætninger for afsnit 4.2.3

Afsnit 4.2.3 bygger på følgende forudsætninger.

Boks 14.a Forudsætninger for Figur 4.d i afsnit 4.2.3

Investering 1 (Scenarie med provisioner)		
Afkast	0,04 (de første 4 år), 0,055 (de følgende år)	Bygger på samfundsforudsætningerne og antagelse om 50 pct. obligationer/50 procent aktier. (Afkast iht. samfundsforudsætninger 2014-2018: 2,5 pct. p.a. for obligationer og 5,5 pct. p.a. for aktier - 2019 og senere: 4,0 pct. p.a. for obligationer og 7,0 pct. p.a. for aktier)
ÅOP	0,01370	ÅOP på 1,37 pct. for investeringsanbefalinger til investor med middel risiko og middel tidshorizont (fra rapportens bilag 14.5.2)
Indtrædelsesomkostning	0,00000	antages 0, fordi de er indeholdt med 1/7 i ÅOP
Udtrædelsesomkostning	0,00000	antages 0, fordi de er indeholdt med 1/7 i ÅOP
Investering 2 (Scenarie uden provisioner)		
Afkast	0,04 (de første 4 år), 0,055 (de følgende år)	Samfundsforudsætninger - antagelse om 50 pct. obligationer/50 procent aktier. (Afkast iht. samfundsforudsætninger 2014-2018: 2,5 pct. p.a. for obligationer og 5,5 pct. p.a. for aktier - 2019 og senere: 4,0 pct. p.a. for obligationer og 7,0 pct. p.a. for aktier)
ÅOP	0,00654	ÅOP på 1,37 pct. minus 0,57 pct. i formidlingsprovision og minus ((1/7)*1,02 pct.) i tegningsprovision (fra investeringsanbefalinger til investor med middel risiko og middel tidshorizont (fra rapportens bilag 14.5.2))
Indtrædelsesomkostning	0,00000	antages 0, fordi de er indeholdt med 1/7 i ÅOP
Udtrædelsesomkostning	0,00000	antages 0, fordi de er indeholdt med 1/7 i ÅOP

14.4 Beløb til rådighed for rådgivning – alternative beregningsmetoder

I det følgende vises beregninger for to alternative scenarier – som alternativ til det scenarie, der vises i afsnit 4.2.3 og Figur 4d, og hvor forudsætningerne herfor er beskrevet i bilag 14.3.

Hvis der blev indført et forbud mod at modtage provisioner, vil det beløb, som investor ikke længere vil skulle betale i provisioner, kunne anvendes til rådgivning betalt på anden måde, f.eks. som timebetaling til pengeinstituttet eller en anden rådgiver. Beløbet vil afhænge af størrelsen af investors formue, ligesom beløbet pr. rådgivningsseance vil afhænge af, hvor hyppigt investor ønsker rådgivning.

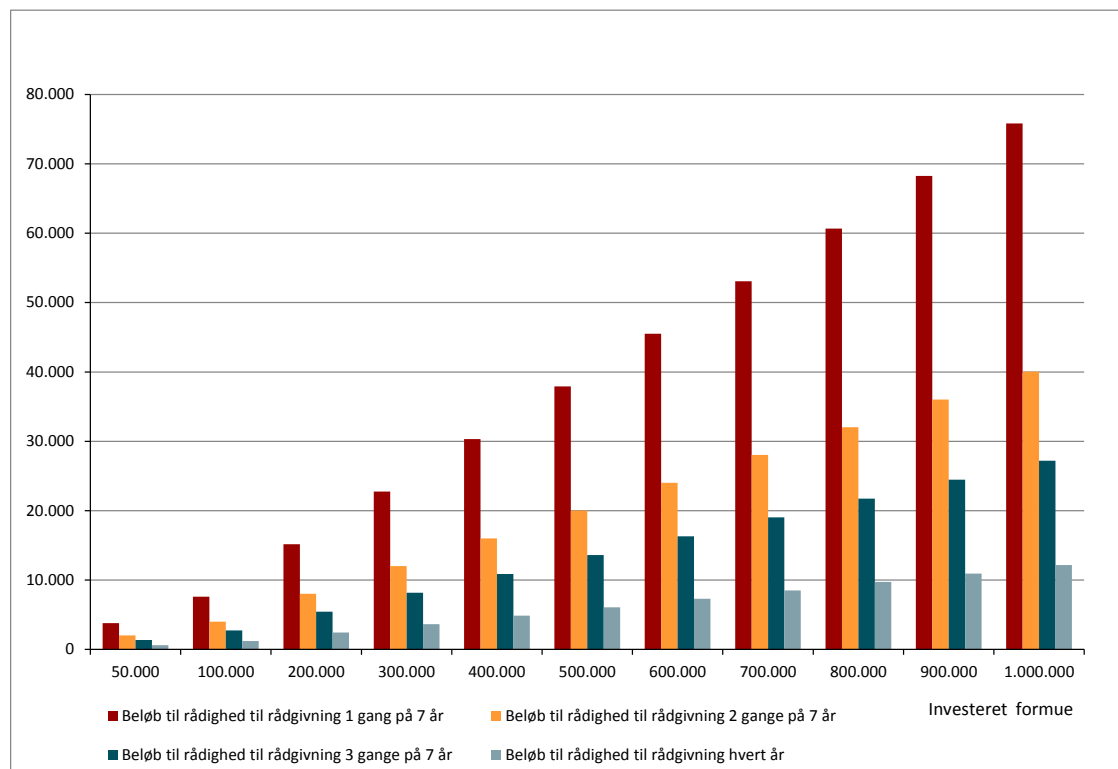
Denne sammenhæng er illustreret i hhv. Figur 14a og i Figur 14.b.

Figureerne bygger på forskellige beregningstekniske antagelser, og det beløb, der er til rådighed pr. rådgivningsseance er forskelligt, alt efter hvilke beregningstekniske antagelser, der gøres.

Scenarie 1: Omkostningerne som følge af et provisionsforbud falder med mere end provisionssatserne
Figur 14a bygger på en beregningsteknisk antagelse om, at et provisionsforbud vil medføre, at afdelingernes omkostninger - pga. dynamiske effekter på konkurrencen – falder med et beløb, der er *større* end størrelsen på provisionerne før indførelse af et forbud⁸³.

⁸³ Denne antagelse afviger fra den antagelse, som ligger til grund for Figur 4d i afsnit 4.2.34.2.3, som bygger på en antagelse om, at omkostningerne falder med et beløb svarende til svarende til provisionens størrelse før indførelse af forbuddet.

Figur 14.a Samlet betydning af provisioner afhængig af investors formue og rådgivningshyppighed*



Note: Figuren bygger på ÅOP som omkostningsmål. ÅOP fordeler indtrædelses- og udtrædelsesomkostninger over 7 år. Det indebærer, at figuren – uanset hyppigheden af rådgivning – bygger på en forudsætning om, at investor omsætter 1/7 af porteføljen hvert år.

* Figuren bygger på samme forudsætninger som angivet i bilag 14.3, bortset fra at det antages, at omkostningerne i tilfælde af et provisionsforbud (scenarie 2) falder til 0,02 pct.

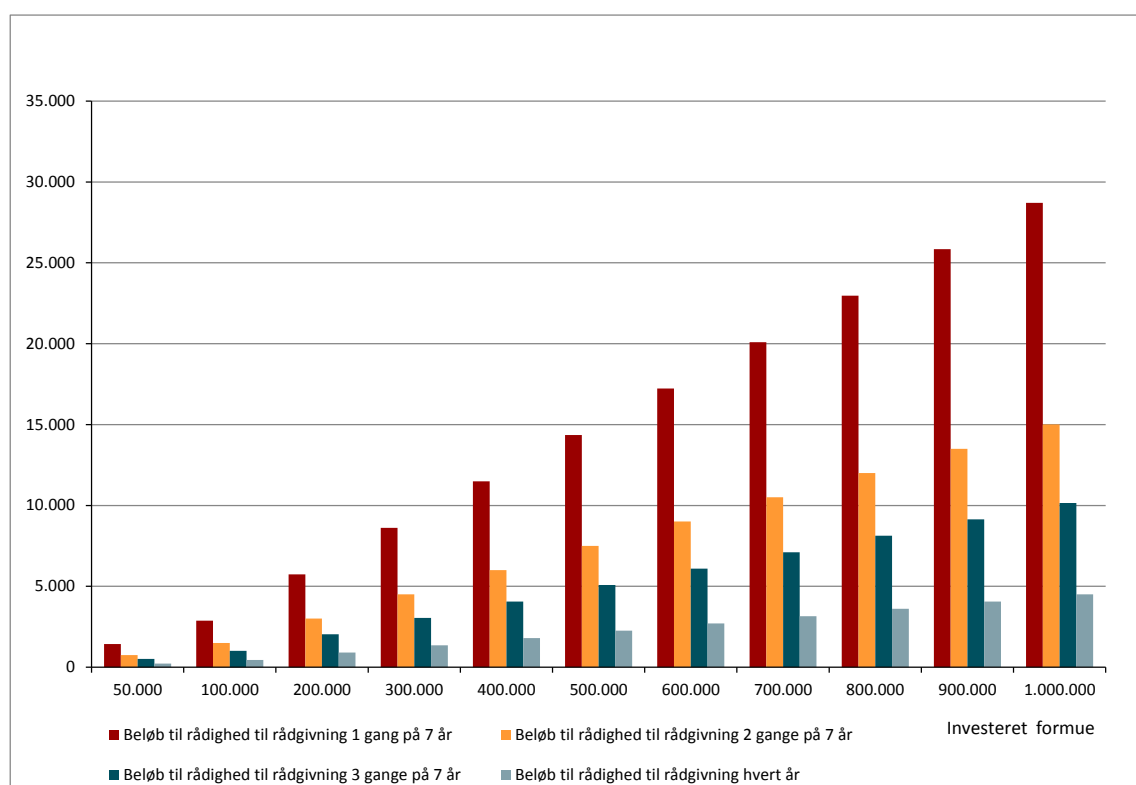
I Figur 14a skal de røde søjler i figuren f.eks. fortolkes som det beløb, som en investor har til rådighed til rådgivning én gang på syv år for at være stillet på samme måde som i en situation, hvor omkostningen ved rådgivning betales via løbende provisioner.

De gråblå søjler illustrerer, hvad en investor, der ønsker rådgivning hvert år, har til rådighed. En investor med 500.000 kr., der ønsker rådgivning hvert år, vil med de i Figur 14.a anvendte beregningstekniske antagelser, kunne anvende godt 6000 kr. for den ene årlige rådgivningsseance i hvert af de syv år.

Scenarie 2: Omkostningerne som følge af et provisionsforbud falder med mindre end provisionssatserne

Figur 14.b nedenfor bygger på en beregningsteknisk antagelse om, at et provisionsforbud vil medføre, at afdelingernes omkostninger falder med et beløb, der er *mindre* end provisionerne før indførelse af et forbud, fordi det antages, at foreningerne i tilfælde af et provisionsforbud vil opretholde en distributionsbetaling på et niveau svarende til anslået halvdelen af de nuværende provisionsbetalinger⁸⁴.

Figur 14.b Samlet betydning af provisioner afhængig af investors formue og rådgivningshyppighed*



Note: Figuren bygger på ÅOP som omkostningsmål. ÅOP fordeler indtrædelses- og udtrædelsesomkostninger over 7 år. Det indebærer, at figuren – uanset hyppigheden af rådgivning – bygger på en forudsætning om, at investor omsætter 1/7 af porteføljen hvert år.

* Figuren bygger på samme forudsætninger som angivet i bilag 14.3, bortset fra at det antages, at omkostningerne i tilfælde af et provisionsforbud (scenarie 2) kun falder med halvdelen af de nuværende provisionsbetalinger.

I Figur 14.b skal de røde søjler i figuren f.eks. fortolkes som det beløb, som en investor har til rådighed til rådgivning én gang på syv år for at være stillet på samme måde som i en situation, hvor omkostningen ved rådgivning betales via løbende provisioner.

De gråblå søjler illustrerer, hvad en investor, der ønsker rådgivning hvert år, har til rådighed. En investor med 500.000 kr., der ønsker rådgivning hvert år, vil med de i Figur 14.b anvendte beregningstekniske antagelser, kunne anvende godt 2000 kr. for den ene årlige rådgivningsseance i hvert af de syv år.

⁸⁴ Denne antagelse afviger fra den antagelse, som ligger til grund for Figur 4d i afsnit 4.2.3, som bygger på en antagelse om, at omkostningerne falder med et beløb svarende til svarende til provisionens størrelse før indførelse af forbuddet.

14.5 Metode for undersøgelse af ÅOP, formidlings- og tegningsprovision fordelt på afdelingstyper

Finanstilsynet har i april 2015 gennemført en undersøgelse (jf. afsnit 4.3) med det formål at skabe klarhed over størrelsen på ÅOP, formidlings- og tegningsprovision for danske investeringsforeningsafdelinger. I undersøgelsen indgår 462 afdelinger med en samlet formue på 643,8 mia. kroner. Undersøgelsen omfatter både afdelinger målrettet institutionelle investorer og afdelinger målrettet detailinvestorer.

Formidlings- og tegningsprovisionssatserne for de enkelte afdelinger er indsamlet fra investeringsforeningers seneste prospekter, mens tal for formue, aktiv/passiv strategi, investeringskategori og ÅOP er leveret af Investeringsfondsbranchen i april 2015. ÅOP-satserne er opgjort pr. 31. december 2014.

Følgende afdelingskategorier indgår.

- Danske aktier
- Øvrige aktier (Emerging Markets, Enkeltlande, Europa, Fjernøsten, Globale, Health Care, IT, Japan, Kina, Klima og Miljø, Latinamerika, Norden, Tyskland og Østeuropa.)
- Danske obligationer: Korte Danske, Lange Danske og Øvrige Danske.
- Øvrige obligationer: Danske Indeksobligationer, Emerging Markets, Investment Grade, Non-investment Grade, Udenlandske Indeksobligationer og Øvrige.
- Blandede afdelinger

På de følgende sider er vist de tabeller, som danner baggrund for figurerne i rapporten.

Boks 14.b ÅOP opgjort på investeringskategori

Danske aktier	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	ÅOP pct.			
			Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	25	27.244	1,82	1,19	2,60	1,77
Passive afdelinger	3	1.034	0,79	0,58	0,96	0,79
Samlet	28	28.278	1,71	0,58	2,60	1,73

Udenlandske aktier	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	ÅOP pct.			
			Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	121	97.507	2,14	1,12	3,56	1,99
Passive afdelinger	21	7.640	0,84	0,57	1,66	0,96
Samlet	142	105.147	1,94	0,57	3,56	1,91

Globale aktier	Antal afdelinger	Samlet formue	ÅOP pct.			
			Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	68	129.867	2,04	0,98	3,46	2,05
Passive afdelinger	8	6.259	0,69	0,41	0,88	0,74
Samlet	76	136.127	1,90	0,41	3,46	1,99

Danske obligationer	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	ÅOP pct.			
			Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit
Aktive foreninger	60	164.562	0,66	0,18	2,05	0,68
Passive foreninger	2	533	0,29	0,28	0,29	0,29
Samlet	62	165.095	0,65	0,65	2,05	0,68

Øvrige obligationer	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	ÅOP pct.			
			Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit
Aktive foreninger	94	164.187	1,31	0,00	2,62	1,37
Passive foreninger	1	494	1,44	0,75	1,44	1,44
Samlet	95	164.681	1,31	0,00	2,62	1,37

Blandede afdelinger	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	ÅOP pct.			
			Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	39	44.538	1,47	0,74	2,34	1,52
Passive afdelinger	0	-	-	-	-	-
Samlet	39	44.538	1,47	0,74	2,34	1,52

Kilde: Undersøgelse foretaget af Finanstilsynet, 2015 på baggrund ÅOP-tal fra Investeringsfondsbranchen. Der er kun medtaget afdelinger, hvor der er fyldestgørende data for afdelingernes formue, aktiv/passiv strategi, investeringskategori og ÅOP.

Boks 14.c Formidlings- og tegningsprovision opgjort på investeringskategori

Danske aktier	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	Formidlingsprovision pct.				Tegningsprovision pct.			
			Gen-nemsnit	Min.	Maks.	Formue-vægtet gennemsnit	Gen-nemsnit	Min	Maks	Formue-vægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	22	25.674	0,65	0,30	1,35	0,64	1,07	0,00	2,00	0,97
Passive afdelinger	3	1.034	0,28	0,25	0,30	0,29	0,83	0,00	1,25	0,99
Samlet	25	26.708	0,60	0,25	1,35	0,63	1,04	0,00	2,00	0,97

Udenland-ske aktier	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	Formidlingsprovision pct.				Tegningsprovision pct.			
			Gen-nemsnit	Min.	Maks	Formue-vægtet gennemsnit	Gen-nemsnit	Min	Maks.	Formue-vægtet gennemsnit
Aktive foreninger	111	93.121	0,69	0,30	1,60	0,59	1,06	0,00	2,00	1,06
Passive foreninger	17	7.004	0,32	0,25	0,75	0,39	0,51	0,00	1,50	0,78
Samlet	128	100.125	0,65	0,25	1,60	0,58	0,99	0,00	2,00	1,05

Globale aktier	Antal afdelinger	Samlet formue	Formidlingsprovision pct.				Tegningsprovision pct.			
			Gen-nemsnit	Min.	Maks	Formue-vægtet gennemsnit	Gen-nemsnit	Min.	Maks	Formue-vægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	52	106.470	0,71	0,00	1,60	0,78	0,86	0,00	1,50	0,73
Passive afdelinger	7	5.468	0,29	0,25	0,30	0,28	0,54	0,00	1,25	0,76
Samlet	59	111.938	0,66	0,00	1,60	0,75	0,82	0,00	1,50	0,73

Danske obligationer	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	Formidlingsprovision pct.				Tegningsprovision pct.			
			Gen-nemsnit	Min.	Maks	Formue-vægtet gennemsnit	Gen-nemsnit	Min.	Maks	Formue-vægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	53	156.678	0,29	0,00	1,00	0,36	0,43	0,00	1,00	0,42
Passive afdelinger	2	533	0,28	0,25	0,30	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00
Samlet	55	157.212	0,29	0,00	1,00	0,36	0,41	0,00	1,00	0,42

Øvrige obligationer	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	Formidlingsprovision pct.				Tegningsprovision pct.			
			Gen-nemsnit	Min.	Maks.	Formue-vægtet gennemsnit	Gen-nemsnit	Min.	Maks	Formue-vægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	80	151.071	0,53	0,00	1,20	0,54	0,84	0,00	1,50	0,75
Passive afdelinger	1	494	0,75	0,75	0,75	0,75	1,50	1,50	1,50	1,50
Samlet	81	151.565	0,54	0,00	1,20	0,54	0,84	0,00	1,50	0,75

Blandede afdelinger	Antal afdelinger	Samlet formue (mio. kr.)	Formidlingsprovision pct.				Tegningsprovision pct.			
			Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit	Gennemsnit	Min.	Maks.	Formuevægtet gennemsnit
Aktive afdelinger	29	41.977	0,41	0,00	0,80	0,51	0,89	0,00	2,00	0,80
Passive afdelinger	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Samlet	29	41.977	0,41	0,00	0,80	0,51	0,89	0,00	2,00	0,80

Kilde: Undersøgelse foretaget af Finanstilsynet, 2015 på baggrund ÅOP-tal fra Investeringsfondsbranchen. Der kun medtaget afdelinger, som både har oplyst formidlings- og tegningsprovision i deres prospekter.

14.6 Reguleringen af finansielle rådgivere og investeringsrådgivere

Det er mest almindeligt, at danske investorer modtager investeringsrådgivning i et pengeinstitut. Imidlertid er det også muligt for en investor at søge investeringsrådgivning hos en "investeringsrådgiver" eller hos "finansiell rådgiver", der har opnået Finanstilsynets tilladelse til at udøve rådgivning.

En tilladelse som "investeringsrådgiver" giver rådgiveren tilladelse til at yde *investeringsrådgivning* til *alle typer af kunder* – både detailinvestorer, erhvervsdrivende, professionelle kunder og institutionelle investorer. En tilladelse som "finansiell rådgiver" giver rådgiveren tilladelse til at yde *alle former for finansiell rådgivning* udelukkende til detailinvestorer.

Når en investeringsrådgiver eller en finansiell rådgiver yder investeringsrådgivning, er de omfattet af investorbeskyttelsesbekendtgørelsens regler, og de skal således gennemføre en egnethedstest, på samme måde som det gælder for pengeinstitutter og fondsmæglere.

Omfanget af investeringsrådgivning ydet via danske investeringsrådgivere og finansielle rådgivere er relativt begrænset. Der er pt. (pr. november 2015) 48 investeringsrådgivningsvirksomheder (typisk små virksomheder med 1-3 ansatte), mens der er 24 finansielle rådgivere. Det er vurderingen, at investeringsrådgivernes og de finansielle rådgiveres investeringsrådgivningsaktiviteter udgør væsentligt under 1 procent af den samlede investeringsrådgivning.

Hovedparten af disse rådgivere yder "uafhængig" rådgivning. Uafhængige finansielle rådgivere er omfattet af et provisionsforbud. Og det er Finanstilsynets praksis, at Finanstilsynet ikke tillader investeringsrådgivere at betegne sig som uafhængige, hvis investeringsrådgiverne modtager provision.

14.7 Skematisk oversigt over oplysninger indhentet om hollandske pengeinstitutters rådgivningstilbud

Boks 14.d Hollandske pengeinstitutters rådgivningstilbud og betaling herfor

Almindelige pengeinstitutter	<i>Formuegrænse for at få adgang til personlig rådgiver</i>	<i>Kundens rådgivningsgebyr i % af formue (inkl. moms)</i>	<i>Kommentarer</i>
ABN Amro	>25.000 €	0,85 %, dog mindst 151 €	Ingen adgang til personlig rådgiver. Rådgivningen foregår online og der er adgang til investerings-call center. Rådgivningen er standardiseret og tager ikke højde for kundens øvrige finansielle forhold.
ABN Amro	> 250,000 €	0,61-0,85 % dog mindst 605 €	Personlig rådgivning ved personlig rådgiver, der tager højde for kundens øvrige finansielle forhold.
Rabo Bank	>200,000 €	0,14-0,17 % plus basisgebyr 880 €	Formuegrænsen er for private banking. Der er ingen formuegrænse for personlig rådgivning uden for private banking, Rådgivningen er standardiseret og tager ikke højde for kundens øvrige finansielle forhold.
ING Bank	> 500,000 €	0,60-1,12 % plus basisgebyr på 1.100 €	Satser varierer afhængig af kundens investeringsprofil. Formuegrænsen er for private banking.
Van Lanschot		0,67-1,21 %, dog mindst 1210 €	Der er ingen formuegrænse for personlig rådgivning, men den bliver forholdsvis dyr for små beløb på grund af minimumsgebyret, som varierer mellem € 1.210 og € 9.075 afhængig af investeringsstrategi.
Triodos	> 300,000 €	0,75 %	Der er en engangsudgift på € 495 for at få en personlig investerings- og opsparingsplan.
Pengeinstitutter kun for private banking kunder			
Theodoor Gillissen	> 500,000 €		Ingen information om satser.
Insinger de Beaufort	> 750,000 €	0,5-1,45 %	Grænsen på € 750,000 er også bekræftet pr. telefon.
Bank Ten Cate	> 250,000 €	0,50 %	Satser er dokumenteret via hjemmeside. Formuegrænsen på € 250,000 er bekræftet telefonisk

14.8 Metode for undersøgelse af IT-rådgivningsværktøjets investeringsanbefalinger:

Nedenfor følger en metodebeskrivelse for undersøgelsen, som indgår i afsnit 7.2.1 og 7.2.3

14.8.1 Metode for informationsindsamling

Finanstilsynet har i november 2014 indhentet materiale fra de seks største pengeinstitutter samt otte tilfældigt udvalgte pengeinstitutter, som adskiller sig mht. størrelse og hvilken datacentral, som står bag det IT-rådgivningssystem, som instituttet anvender.

Undersøgelsen omfatter følgende pengeinstitutter: Nordea, Danske Bank, Jyske Bank, Nykredit Bank, Sydbank, Spar Nord, Østjysk Bank, Skjern Bank, Arbejdernes Landsbank, Lån & Spar Bank, Sparekassen Vendsyssel, Sparekassen Thy, Møns Bank og Nordfyns Bank.

Finanstilsynet har som led i undersøgelsen bl.a. bedt institutterne indsende oplysninger om⁸⁵:

- 1) Indholdet af de investeringsanbefalinger, som er indeholdt i instituttets IT-rådgivningssystem (til investeringsrådgivning, som ikke er porteføljepleje).
- 2) Fordelingen af antallet af handler.

Ad 1) Undersøgelse af indholdet af investeringsanbefalinger

Finanstilsynet har anmodet om, at institutterne fremsender en kopi af de investeringsanbefalinger, som følger af pengeinstituttets IT-rådgivningssystem til en detailinvestor, som ikke ønsker at foretage tilretninger hertil. Institutterne er blevet bedt om at fremsende de anbefalinger, som fandt anvendelse for detailinvestorer, som modtog investeringsrådgivning i ét af pengeinstituttets filialer 30. september 2014, dvs. ikke i en private banking-afdeling.

Endvidere er institutterne blevet bedt om at forudsætte, at der er tale om en kunde, som har henholdsvis lav, mellem og høj risikoprofil, og som vil investere fri opsparring (ikke pensionsopsparing) på 100.000 kr. med en tidshorizont på henholdsvis 2 år, 5 år og 10 år. Desuden er instituttet blevet bedt om at forudsætte, at detailinvestoren ikke ønsker at indgå aftale om porteføljeplejeordninger eller lign., men alene ønsker en anbefaling af, hvordan detailinvestorens frie midler kan investeres.

Hvis instituttet sædvanligvis i en investeringsmatrice opererer med flere eller færre risikoprofiler end tre, er instituttet blevet bedt om at anvende det antal risikoprofiler, som instituttet sædvanligvis opererer med. Hvis instituttet sædvanligvis i en investeringsmatrice opererer med flere eller færre investeringshorisonter, er instituttet blevet bedt om alene at afgive oplysninger om investeringsanbefalinger med afsæt i tre investeringshorisonter (2 år, 5 år og 10 år).

Ad 2) Fordelingen af antal handler

Finanstilsynet har anmodet instituttet om at udfylde et skema med oplysninger om, hvor mange af detailinvestorenes handler, der er henholdsvis ekspeditionshandler, execution only-handler (online-handler), rådgivningshandler og fuldmagtshandler (som en del af f.eks. porteføljeplejeaftaler). Oplysningerne er udelukkende givet for almindelige detailinvestorer og ikke private banking-kunder.

⁸⁵ Tilsynet har indhentet oplysninger fra institutterne i medfør af i § 352 lov om finansiel virksomhed.

14.8.2 Metode for informationsbehandling

11 ud af 14 adspurgte pengeinstitutter har fremsendt investeringsanbefalinger, som følger af pengeinstituttets IT-rådgivningssystem, som kan sammenfattes i en "matrice" form.

De fleste matricer har tre tidsintervaller og tre risikoprofiler. Enkelte opererer med andre og for disse pengeinstitutter har Finanstilsynet udvalgt de tidsintervaller og risikoprofiler, der vurderes bedst svarer til de anmodede tidshorisoner og risikoprofiler. Hvis der af matricen fremgår mere end én højrisikoprofil, er den laveste af disse anvendt i analysen under forudsætning af, at denne er anvendt i alle tidsintervaller. Tilsvarende har Finanstilsynet fastlagt, at hvis der af matricen fremgår mere end én lavrisikoprofil, er det den laveste af disse, der er anvendt i analysen under samme forudsætning som ovenstående. Finanstilsynet har vurderet, at denne fremgangsmåde mindsker risikoen for overestimering af risikoprofilen hos det enkelte pengeinstitut set i forhold til de øvrige institutters risikoprofiler.

Beregning af vægtet gennemsnit af omkostningerne for den anbefalede portefølje

Pengeinstitutterne har i den indsendte matrice beregnet et vægtet gennemsnit for ÅOP og formidlingsprovision på baggrund af de anbefalede vægte for de enkelte investeringsforeningsbeviser samt de konkrete ÅOP- og formidlingsprovisionssatser for disse. Finanstilsynet har på baggrund af tilsvarende oplysninger om tegningsprovision beregnet den samlede tegningsprovision for den anbefalede portefølje (det vægtede gennemsnit).

Nogle pengeinstitutter oplyser tegningsprovisionen som et spænd fra 0 til 1 pct. I disse tilfælde er den maksimale sats for tegningsprovisionen brugt i beregningen. Hvis det er angivet, at investeringsforeningsafdelingen er lukket for emission, er tegningsprovisionen angivet til 0 pct.

I nogle anbefalede porteføljer har pengeinstituttet anbefalet, at en kontantbeholdning indgår i porteføljen. I disse tilfælde indgår kontantbeholdningen i beregningen for porteføljen (det vægtede gennemsnit) med 0. Enkelte pengeinstitutter har angivet en mulighed for at vælge mellem investeringsforeningsbeviser eller kontant beholdning. I disse tilfælde har Finanstilsynet inkluderet muligheden for investering i investeringsforeningsbeviser.

I de tilfælde, hvor der indgår investeringsanbefalinger, hvor de angivne omkostningsnøgletal ikke er til rådighed, indgår de ikke i oversigten over alle pengeinstitutternes investeringsanbefalinger til den specifikke porteføljetype.

De tal, som ligger til grund for oversigten over ÅOP, formidlingsprovision og tegningsprovision, som er vist i afsnit 7.2.3 i Figur 7.d fremgår af boksene nedenfor.

Boks 14.e ÅOP, Formidlingsprovision og tegningsprovision

ÅOP	Lav risiko			Medium risiko			Høj risiko		
	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år
Minimum	0,00%	0,67%	0,88%	0,67%	0,88%	1,08%	0,88%	1,08%	1,28%
1. kvartil	0,47%	1,03%	1,16%	0,94%	1,31%	1,56%	1,29%	1,56%	1,74%
Median	0,91%	1,13%	1,34%	1,15%	1,37%	1,68%	1,37%	1,76%	1,95%
3. kvartil	1,08%	1,25%	1,51%	1,33%	1,54%	1,81%	1,59%	1,84%	2,08%
Maksimum	1,88%	1,42%	1,56%	1,42%	1,82%	2,20%	2,20%	2,30%	2,39%

Formidlingsprovision	Lav risiko			Medium risiko			Høj risiko		
	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år
Minimum	0,00%	0,28%	0,34%	0,28%	0,34%	0,40%	0,34%	0,40%	0,46%
Kvartil 25%	0,18%	0,42%	0,49%	0,40%	0,54%	0,65%	0,53%	0,65%	0,71%
Median	0,36%	0,46%	0,55%	0,48%	0,57%	0,73%	0,55%	0,73%	0,78%
Kvartil 75%	0,52%	0,59%	0,70%	0,59%	0,70%	0,74%	0,71%	0,75%	0,79%
Maksimum	0,70%	0,67%	0,71%	0,67%	0,77%	0,78%	0,81%	0,83%	0,83%

Tegningsprovision	Lav risiko			Medium risiko			Høj risiko		
	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år
Minimum	0,00%	0,69%	0,80%	0,69%	0,80%	0,89%	0,80%	0,89%	0,99%
1. kvartil	0,28%	0,89%	0,94%	0,85%	0,98%	1,03%	0,98%	1,07%	1,10%
Median	0,75%	0,92%	0,99%	0,91%	1,02%	1,10%	1,03%	1,10%	1,15%
3. kvartil	0,86%	0,93%	1,03%	0,93%	1,04%	1,13%	1,06%	1,13%	1,19%
Maksimum	1,01%	1,05%	1,12%	1,11%	1,12%	1,21%	1,12%	1,21%	1,25%

14.9 Provisionsforbud for forsikringsmæglere

Dette bilag beskriver reguleringen af provisionsbetalinger på forsikringsmæglerområdet med henblik på at skabe et grundlag for sammenligning med reguleringen på et øvrigt område.

En forsikringsmægler er en uvildig rådgiver, der har til opgave at hjælpe sin kunde med at finde den bedste forsikringsløsning ud fra en analyse af mulige forsikringsløsninger. I Danmark er det primært virksomheder, der benytter forsikringsmæglere, mens mægleren i resten af Europa også bliver brugt af forbrugere.

14.9.1 Provisionsforbuddet

Den 1. januar 2005 blev der indført provisionsforbud for forsikringsmæglere, idet man ville sikre, at mægleren var uvildig og uafhængig og ikke lod sig lede af egne interesser ved rådgivningen af kunden i forhold til, hvilket forsikrings-selskab han/hun fik den største provision fra.

Provisionsforbuddet indeholder et generelt forbud mod, at en forsikringsmæglervirksomhed modtager provision eller andet vederlag, f.eks. naturalydelse, fra forsikrings-selskabet i forbindelse med forsikringsformidlingen mellem en forbruger/virksomhed på den ene side og en forsikringsmægler på den anden.

Et forsikrings-selskab må dog gerne formidle kundens betaling til forsikringsmæglervirksomheden, og dette betyder i praksis, at forsikrings-selskabet kan sende en del af det præmiebeløb, som modtages fra kunden, videre til forsikringsmægleren.

14.9.2 Undtagelse til provisionsforbuddet

En forsikringsmæglervirksomhed må dog efter § 14 a, stk. 4, modtage provision fra udenlandske forsikrings-selskaber, men forsikringsmæglervirksomheden skal videresende den modtagende provision til kunden. For at varetage sådanne kunders behov for forsikringsdækning accepteres det udenlandske forsikrings-selskabs praksis med indregning af provision. Derved undgås, at danske kunders forsikringsforhold forringes som følge af provisionsforbuddet. I dette tilfælde er det dog et krav, at provisionen videresendes til kunden.

14.9.3 Aflønning af mægleren

Inden en konkret forsikringsaftale indgås, skal forsikringsmæglervirksomheden indgå en skriftlig samarbejdsaftale med kunden. I denne aftale skal det angives, hvilke ydelser forsikringsmæglervirksomheden skal levere, samt størrelsen af det beløb, som kunden eller ejere af en forsikringsordning hos kunden skal betale forsikringsmæglervirksomheden for etablering af en forsikringsordning eller en rammeaftale og for eventuelle øvrige ydelser i det første år af forsikringens løbetid. Ligeledes skal forsikringsmæglervirksomheden skriftligt en gang årligt meddele kunden størrelsen af de samlede omkostninger, der har været forbundet med at anvende forsikringsmæglervirksomheden i det pågældende år, samt størrelsen af ethvert vederlag, som forsikringsmæglervirksomheden har modtaget fra tredjemand i forbindelse med kundeforholdet.

14.10 Puljeordninger og MiFID II- direktivets regler om provision

I dette bilag redegøres der for puljepension og andre skattebegunstigede opsparingsformers forhold til MiFID-direktiverne, og det vurderes, om puljeordninger på den baggrund vil blive omfattet af det kommende forbud mod at modtage provisioner i MiFID II-direktivet.

14.10.1 Puljeordninger

En pulje er kendetegnet ved at:

- være et indskud (omfattet af indskydergarantiordningen) til brug for skattebegünstiget opsparing, som f.eks. pensionsopsparing og børneopsparing,
- opsparingen kan anbringes enten som et kontantforrentet indlån eller i værdipapirer,
- indeholde retningslinjer for investeringsstrategi og risikoeksponering samt en investeringsinstruks, hvori investeringsrammer for den enkelte pulje fastlægges,
- puljeaktiverne tilhører pengeinstituttet, samt
- kundens afkast baseres på en beregning af de bagvedliggende aktiver og kan derfor både være positivt og negativt (dvs. ingen hovedstolsgaranti).

14.10.2 Puljer set i forhold til MiFID-direktivet

MiFID-direktivet regulerer finansielle instrumenter og porteføljepleje i relation til sådanne instrumenter. Puljer er som nævnt en dansk opfindelse og er derfor ikke direkte reguleret i direktivet. I det følgende er der foretaget en vurdering af puljers karakteristika set i forhold til direktivets definitioner af henholdsvis porteføljepleje og finansielt instrument.

14.10.3 Puljer set i forhold til porteføljepleje

Porteføljepleje defineres i MiFID-direktivet som: "Porteføljepleje i henhold til den enkelte kundes afgivne mandat med skønsmæssige beføjelser, såfremt sådanne porteføljer omfatter et eller flere finansielle instrumenter".

I det følgende vurderes, om puljeordningerne kan anses for at være dækket af definitionen på porteføljepleje:

- "I henhold til den enkelte kundes afgivne mandat":

Ja, kunden afgiver et mandat ved at vælge pulje A, B eller C.

- "mandat med skønsmæssige beføjelser":

Ja, det er pengeinstituttet, der – inden for en af investeringsinstruksen fastsat ramme - bestemmer, hvilke værdipapirer der skal indgå i den underliggende portefølje.

- "såfremt porteføljen omfatter et eller flere finansielle instrumenter":

Ja, puljen vil normalt investere i finansielle instrumenter.

Puljerne adskiller sig derimod fra "traditionel" porteføljepleje ved, at værdipapirerne ikke ligger i kundens depot, men tilhører banken.

14.10.4 Puljer set som et finansielt instrument

Puljer kan også ses som et investeringsprodukt, dvs. et finansielt instrument. I så fald vil det mest sammenlignelige produkt være et struktureret indlån.

Da en pulje er et indlån, kan det ikke betegnes som et værdipapir/finansielt instrument.

Et struktureret indlån er i MiFID II defineret som et: ”indlån som defineret i artikel 2, stk. 1, litra c), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/49/EF [indskydergarantidirektivet], som skal tilbagebetales fuldt ud ved forfald under anvendelse af bestemmelser om, at en eventuel rente eller præmie betales (eller er i fare) efter en formel, der omfatter faktorer såsom:

- a) [...]
- b) et finansielt instrument eller en kombination af finansielle instrumenter
- c) [...]
- d) [...]

I det følgende vurderes det, om definitionen af et struktureret indlån kan anvendes på puljeordningerne:

1. ”indlån som defineret i artikel 2, stk. 1, litra c), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/49/EF”:

Nej, for at der kan være tale om et indlån i medfør af indskydergarantidirektivet, kræves det, at der er hovedstolsgaranti. Det er der ikke på puljer. Det er dog værd at bemærke, at selvom puljer rent teknisk ikke er et indlån i henhold til direktivets definition, så er puljerne som sagt omfattet af indskydergarantiordningen.

2. ”som skal tilbagebetales fuldt ud ved forfald”:

Ja (hvis man ser bort fra fravær af hovedstolsgaranti). Kundens indskudte midler plus/minus forrentningen og omkostninger skal betales tilbage ved aftalens forfald (dvs. pensionering eller opsigelse af børneopsparing).

3. ”en eventuel rente eller præmie betales (eller er i fare) efter en formel, der omfatter faktorer såsom et finansielt instrument eller en kombination af finansielle instrumenter”:

Ja, afkastet er afhængigt af udviklingen i de underliggende værdipapirer som indgår i puljen.

14.10.5 *Konklusion*

Det må på baggrund af ovenstående konkluderes, at en pulje formelt set hverken falder under definitionen af porteføljepleje eller et finansielt instrument, men at den – bortset fra at kunden ikke får direkte ejerskab over de finansielle instrumenter, der indgår i puljen, eller som puljen spejler – kan sidestilles med porteføljepleje.

Det er derfor vurderingen, at selvom puljer minder om porteføljepleje i MiFID II-direktivets forstand, vil de ikke automatisk blive omfattet af MiFID II-direktivets provisionsforbud, fordi de ikke teknisk set falder ind under direktivets anvendelsesområde. Et provisionsforbud på puljer vil derfor skulle reguleres et andet sted, f.eks. i puljepensionsbekendtgørelsen.

15 Litteraturliste

Andersson, Anders (2004). All Guts, No Glory: Trading and Diversification among Online Investors. Stockholm Institute for Financial Research.

Barber, Brad M., Terrance Odean og Lu Zheng (2005). Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows, *The Journal of Business*, vol. 78, issue 6, 2005, s. 2095-2120.

Barras, L. O. Scaillet og R. Wermers (2010). False discoveries in mutual fund performance. Measuring luck in estimated alphas. *Journal of Finance*, Vol. 65, 2010, s. 179-216.

Bechmann, K. L. og P. Wendt (2012). Formidlingsprovision ved investeringsbeviser. Rapport udarbejdet for Penge- og Pensionspanelet, 12. marts 2012.

Bechmann, Ken L. og Jesper Rangvid (2007). Rating mutual funds: Construction and information, content of an investor-cost based rating of Danish mutual funds. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 14, 2007, s. 662-693.

Benartzi, Shlomo og Richard H. Thaler (2007). Heuristics and biases in retirement Savings Behavior. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 3, 2007, s. 81-104.

Beshears J., JJ. Choi, D. Laibson og BC. Madrian (2008). How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices? Explorations in the Economics of Aging, kapitel 1. University of Chicago Press 2008.

CESR (2007). Inducements under MiFID: Recommendations. CESR/07-228b.

CESR (2010). Guidelines - CESR's template for the Key Investor Information Document. CESR/10-1321.

Christensen, Michael (2003). Investeringsforeninger – En analyse af market timing og selection, *Finans/Invest*, nr. 8, 2003.

Christensen, Michael (2004) Investeringsforeninger – Er der sikre vindere? *Finans/Invest*, nr. 3, 2004.

Christensen, Michael (2012). Performance af danske investeringsforeninger – Nye resultater, *Finans/Invest*, nr. 3, 2012.

Clare, Andrew (2013). The Guidance Gap. An investigation of the UK's post-RDR savings and investment landscape. Fidelity Worldwide Investment report in association with Cass Business School, Januar 2013.

Council of Economic Advisers (2015). The effects of conflicted advice on retirement savings, Executive Office of the President of the United States, Februar 2015.

De Bondt, Werner F. M. og Richard H. Thaler (1995). Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective. *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*. Eds. R.A. Jarrow, V. Maksimovic & W.T. Ziemba. Amsterdam: Elsevier, s. 385 - 410.

Deloitte (2012). Bridging the advice gap. Delivering investment products in a Post-RDR world. A Deloitte insights report. November 2012.

Det svenske Finansdepartement (2015). Värdepappersmarknaden, MiFID II och MiFIR SOU 2015:2. 29. januar 2015.

Ejsing, Ann-Kathrine og Andreas Østergaard Nielsen (2012) Finansiell forståelses betydning for Privatøkonomien, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 50, 2012, s.144-171.

Engsted, Tom (2012). Aktiv versus passiv forvaltning, held eller dygtighed og måling af porteføljeforvalteres performance. *Finans/Invest*, nr. 3, 2012.

ESMA (2014). Final Report - ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. ESMA/2014/1569 af 19. december 2014.

Europa-Kommissionen (2010). Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioral Economics Perspective.

Europe Economics (2014). Retail Distribution Review Post Implementation Review. Udarbejdet på vegne af Financial Conduct Authority. December 2014

Financial Services Authority (2008). Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective, Prepared for the Financial Services Authority by David de Meza, Bernd Irlenbusch, Diane Reyniers, London School of Economics.

Finansrådet (2012). ÅOP og ÅOK for bankernes puljeordninger - Henstilling om beregning af og oplysning om ÅOP og ÅOK for bankernes puljeordninger omfattet af puljebekendtgørelsen. 2. februar 2012.

Finansrådet (2014). Højere finansiell forståelse hos de velstillede. Spørgeundersøgelse gennemført af A&B Analyse for Finansrådet. Marts 2014.

Finanstilsynet (2007). Rapport om indførelse af et ÅOP lignende nøgletal for investeringsforeninger.

Finanstilsynet (2010). Rapport om viden om investeringsforeningsbeviser hos rådgivere i danske pengeinstitutter.

Finanstilsynet (2012). Rapport om Investeringsforeninger. Strategi, omkostningsminimering og oplysninger om provisioner.

Finanstilsynet (2013a). Omkostningsundersøgelse 2013.

Finanstilsynet (2013b). Pengeinstitutternes investeringsrådgivningssystemer.

Finanstilsynet (2013c). Baggrundsrapport: Pengeinstitutternes investeringsrådgivningssystemer.

Finanstilsynet (2014). Markedsudviklingen i 2013 for investeringsforeninger,

Finanstilsynet (2015). Markedsudviklingen i 2014 for kollektive investeringer.

Forbrugerrådet Tænk (2011). Forbrugerpanelet om "investeringsforeninger". Undersøgelse gennemført februar 2011.

Forsikring & Pension (2011). Finansiell forståelses betydning for privatøkonomien. Analyserapport 2011:7.

Forsikring & Pension (2010). Danskernes finansielle forståelse. Analyserapport 2010:5.

Frazzini, Andrea, Jacques Friedman og Lukasz Pomorski (2015) Deactivating Active Share. AQR Capital Management, LLC.

Fundscape (2014). Navigating the post-RDR landscape in the UK – Assessing the potential impact of an RDR regime on the European fund industry. 2014.

Gallup (2014). Investoranalyse 2014. Gennemført på vegne af Finansrådet og Investeringsfondsbranchen.

Gerakos, Joseph, Juhani T.Linnanmaa og Adair Morse (2014). Asset managers, August, 19, 2014.

Investeringsfondsbranchen (2015). Et portræt af de private investorer i de danske investeringsforeninger.

Jensen, Nicolai Lahrman, Peter Nielsen og Jeppe Nielsen (2014). Performanceevaluering af danske investeringsforeninger – Ny metode til justering for held/uheld. *Finans/Invest*, nr. 6, 2014.

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013). Konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder. April 2013.

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2014). Forbrugerforholdsindekset for 50 danske markeder. November 2014.

Kronborg, Morten Tolver og Søren Fiig Jarner (2015). Why you should care about investment costs: A risk adjusted utility approach. 15. januar 2015.

Mikkelsen, Nikolaj Holdt (2012). Baghjul til passive fonde. Morningstar Danmark, 9. maj 2012.

Morningstar (2013). Morningstar: Omkostningsanalyse af fondsomkostninger igennem årtierne - Begrænsede stordriftsfordele til investorerne, Morningstar Danmark, 10. januar 2013.

Morningstar (2011b). Analyse af omkostninger og aktiv/passiv forvaltning i danske investeringsforeninger i europæisk perspektiv: Danske investeringsforeninger generelt billigere end den typiske europæiske fond. Morningstar Danmark, 30. august 2011.

Morningstar (2011a). Analyse af omkostningerne i danske investeringsforeninger: Store variationer i investeringsforeningernes omkostninger. Morningstar Danmark, 4. juli 2011.

Morningstar (2014a). Performanceanalyse af aktivt forvaltede aktiefonde fra hjemlige investeringsforeninger, Udarbejdet for Morgenavisen Jyllands-Posten.

Morningstar (2014b). Danske og nordiske fonde i europæisk perspektiv. Morningstar Danmark, 3. december 2014

Morningstar (2015). Morningstar Rating Analyse - af danske og europæiske investeringsfonde. Morningstar Danmark, 30. juni 2015.

Morningstar (2015b). Morningstar Magazine, February/March, 2015.

Morningstar (2015c). Performance i aktivt forvaltede danske investeringsforeninger - Baseret på investorernes valg. Morningstar Danmark, 28. oktober 2015.

Morningsstar (2015d). 2015 Fee Study: Investors Are Driving Expense Ratios Down.

Mikkelsen Nikolaj Holdt (2015). Investeringsforeningers Performance – det store billede. Indlæg på konferencen "Investeringsforeninger – skaber de værdi?" afholdt af Finansforeningen 28. maj 2015.

Nykredit (2011). Når du investerer. Sune Worm Mortensen, Nykredit.

Penge- og Pensionspanelet (2010a). Penge- og Pensionspanelets barometer.

Penge- og Pensionspanelet. (2010b). Pengeinstituttens anbefalinger af investeringsbeviser og anvendelse af ÅOP.

Petajisto, Antti (2013), Active Share and Mutual Fund Performance, Financial Analysts Journal, Volume 69 Number 4, 2013, CFA Institute.

PwC (2015). Reshaping Retail Fund Distribution - Winning strategies and tactics in a disrupted environment. Juni 2015.

Struwe (2014). Omkostninger ved investeringer i investeringsforeninger, *Finans/Invest*, nr. 6, 2014

Strategic Insight (2011). Fund fees in Europe, yzing invest management fees, distribution fees, and operating expenses. Udarbejdet for European Fund and Asset Management Association (EFAMA). Oktober 2011.

