

Fondsmæglerselskaber

Markedsudvikling 2014

Indholdsfortegnelse

1. Sammenfatning	3
2. Hovedtendenser i fondsmæglerselskabernes årsregnskaber og kapitalforhold	4
3. Holdbare forretningsmodeller	17
4. Om statistikken	22
5. Appendiks	23
Tabel 1. Fondsmæglerselskabernes årsregnskaber, 2010-2014	4
Tabel 2. Fondsmæglerselskabernes samlede formue under forvaltning fordelt efter type af tilladelse, 2013-2014.	8
Tabel 3. Fondsmæglerselskabernes samlede formue under investeringsrådgivning fordelt efter type af tilladelse, 2013-2014.	9
Tabel 4. Fondsmæglerselskabernes solvensprocent og risikovægtede aktiver, 2010-2014 ..	10
Tabel 5. Spredning i fondsmæglernes solvensprocent, 2014	10
Tabel 6. Udvikling i overdækningen for alle fondsmæglerselskaber, 2013-2014	13
Tabel 7. Fondsmæglerselskabernes indtjening pr. omkostningskrone, 2010-2014	14
Tabel 8. Fondsmæglerselskabernes udbytteudbetalinger i mio. kr., 2010-2014.	15
Tabel 9. Antal måneder fondsmæglerselskaber kan klare sig uden indtjening med nuværende omkostningsniveau, 2013-2014.	15
Tabel 10. Antal år efter tilladelse fondsmæglerselskaber opnår positivt resultat.	18
Tabel 11. Fondsmæglernes antal af ansatte og personaleomkostninger, 2013-2014.	19
Figur 1. Netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter efter type af tilladelse (stor/lille) og finansielt instrument, 2008-2014	6
Figur 2. Gennemsnitligt resultat efter skat sammenlignet med personaleomkostninger pr. medarbejder, 2014.	19
Figur 3.: Fondsmæglerselskabernes ændring i netto gebyr og provisionsindtægter og personaleomkostninger pr. ansat, 1998-2014.	20
Figur 4. Fondsmæglerselskabernes personaleomkostninger pr. medarbejder, 2011-2014.	21
Boks 1. Tilladelse til at drive fondsmæglervirksomhed	7
Boks 2. Kapitalkrav	11
Figur A1. Antal børs-og fondsmæglerselskaber, 1987-2014	23
Figur A2. Fondsmæglerselskaber med tilladelse, ultimo 2014.	24

Markedsudviklingen i 2014 for fondsmæglerselskaber

1. Sammenfatning

Fondsmæglerselskaberne fik et bedre årsresultat i 2014 end året før. Fondsmæglerselskaberne realiserede et samlet årsresultat før skat på 1.048 mio. kr. i 2014 mod 827 mio. kr. året før, hvilket svarer til en stigning på 26,6 pct. Fremgangen i nettoindtjeningen skyldes dog primært et ekstraordinært resultat fra aktiviteter under afvikling i et enkelt fondsmæglerselskab. Fondsmæglerselskabernes underliggende kerneindtjening er fortsat drevet af netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter primært fra værdipapirhandel, porteføljepleje og investeringsrådgivning mv. – og er den altafgørende indtægtskilde for fondsmæglerselskaberne også efter årsregnskaberne 2014.

Selskabernes samlede kapital under forvaltning var 415 mia. kr. ved udgangen af 2014 mod 683 mia. kr. ved udgangen af 2013. Hertil kommer kapital for 128 mia. kr. som fondsmæglerselskaberne yder investeringsrådgivning for, som er steget fra 96 mia. kr. i 2013.

Samlet set er fondsmæglerselskabernes solvensprocent faldet, hvilket i hovedsagen skyldes ophør af selskaber med høj solvensprocent og ny regulering af kapital og solvensopgørelse (CRD IV/CRR). Ser man på selskabernes forretningsmæssige sårbarhed målt som det antal måneder selskaberne gennemsnitligt kan operere uden indtjening på nuværende omkostningsniveau før kapitaloverdækningen er væk, ligger denne ved udgangen af 2014 stort set uændret på 10 måneder. Der er dog fortsat en betydelig spredning og enkelte fondsmæglerselskaber har en større sårbarhed.

Fondsmæglerselskabernes indtjening og robustheden af denne er et vigtigt element for Finanstilsynet i vurderingen af forretningsmodellens holdbarhed, og vil fortsat være et af fokusområderne i Finanstilsynets tilsyn med fondsmæglerselskaberne.

2. Hovedtendenser i fondsmæglerselskabernes årsregnskaber og kapitalforhold

Fondsmæglerselskaberne kom samlet set ud af 2014 med et nettoresultat på 1.047 mio. kr. mod 827 mio. kr. i 2013. Det svarer til en stigning på 26,6 pct., jf. tabel 1.

Stigningen i nettoresultatet afspejler særligt en positiv resultatfremgang i *resultat af aktivitet under afvikling* på 265 mio. kr. Fremgangen dækker over et enkelt fondsmæglerselskabs salg af sin majoritetsandel i et andet fondsmæglerselskab i juni 2014.

Tabel 1. Fondsmæglerselskabernes årsregnskaber, 2010-2014

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	Vækst p.a.	
	44 selskaber	43 selskaber	41 selskaber	43 selskaber	41 selskaber	2010-2014	2013-2014
RESULTATPOSTER (uddrag)						--- pct. ---	
Nettorenteindtægter, aktieudbytte m.v.	25	29	20	20	18	-6,5	-7,0
Kurtager, gebyrer og provisionsindtægter, netto	1.765	1.661	1.856	2.099	1.967	2,9	-6,3
Kursreguleringer	15	-6	17	24	37	38,3	57,5
Andre driftsindtægter	124	11	10	17	4	-24,2	-74,6
Udgifter til personale og administration	1.356	1.317	1.318	1.314	1.234	-2,2	-6,1
Afskrivninger og andre driftsudgifter	23	22	19	17	16	-7,9	-5,8
Resultat af aktiviteter under afvikling	0	0	0	2	265	*	15570,3
Resultat før skat	561	355	566	827	1.048	21,7	26,7
Skat	144	103	139	207	189	7,7	-8,5
Årets resultat	416	252	426	620	859	26,6	38,5
BALANCEPOSTER (uddrag)							
AKTIVER							
Tilgodehavender hos kreditinstitutter	953	914	1.065	1.041	1.162	5,5	11,6
Andre tilgodehavender	56	52	42	61	15	-18,3	-75,3
Obligationer m.v.	814	810	1.010	1.099	596	-6,7	-45,8
Aktier m.v.	117	103	40	77	95	-4,7	23,1
Andre aktiver	215	189	294	302	420	23,9	39,2
PASSIVER							
Gæld til kreditinstitutter	20	2	5	7	14	-7,8	97,4
Anden gæld	5	4	23	4	19	74,8	338,4
Andre passiver	514	523	728	657	661	7,1	0,5
Egenkapital	1.453	1.444	1.559	1.922	1.613	2,8	-16,1
Balance	2.288	2.194	2.553	2.731	2.411	1,3	-11,7
Garantier m.v.	30	38	35	32	24	-4,8	-24,4
Andre forpligtelser	2	0	0	0	1	-8,3	422,6

Opgørelsen er baseret på indberetninger fra de fondsmæglerselskaber, som eksisterede i de enkelte år.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Fondsmæglerselskabernes *netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter* er faldet med 132 mio. kr. til 1.967 mio. kr. i 2014, hvilket svarer til et fald på 6,3 procent. Faldet skal ses i lyset af, at et større selskab¹ efter en fusion udgår i opgørelsen af fondsmæglerselskaber-

¹ PFA kapitalforvaltning, fondsmæglerselskab A/S blev fusioneret med PFA Asset Management A/S med regnskabsmæssig virkning pr. 1. januar 2014. Det fortsættende selskab er et investeringsforvaltningsselskab, og indgår ikke i statistikken her.

nes årsregnskaber for 2014, jf. tabel 1. Selskabet havde ved udgangen af 2013 en markedsandel på 11,7 procent målt på *kurtager, gebyrer og provisionsindtægter, netto*.

Ydermere har fondsmæglerselskaberne i 2014 samlet set reduceret deres *udgifter til personale og administration*, som er faldet med 157 mio. kr. til 1.157 mio. kr., svarende til et fald på 12 pct. Igen skal faldet ses i lyset af det enkelte større selskab der udgår², idet selskabet i perioden 2011-2013 årligt har bidraget med over 140 mio. kr. i *udgifter til personale og administration*.

Kursreguleringer på fondsmæglerselskabernes egenbeholdning har bidraget positivt til nettoresultatet med 37 mio. kr. i 2014, hvilket svarer til en stigning på 57,6 procent i forhold til året før.

Nettorenteindtægter, aktieudbytte m.v. og andre driftsindtægter samt *afskrivninger* bidrager modsat negativt til det samlede nettoresultat i 2014, om end i mindre størrelsesorden.

Kurtager, gebyrer og provisionsindtægter

Fondsmæglerselskabernes kerneindtjening, jf. indtægtsposten *netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter*, stammer hovedsageligt fra skønsmæssig porteføljepleje og investeringsrådgivning mv. baseret på aktier og obligationer samt afledte finansielle instrumenter med aktier og obligationer som underliggende instrumenter, jf. boks 1.

Indtægter fra investeringsservice³ med aktieprodukter udgjorde 1.277 mio. kr., mens indtægter fra investeringsservice med obligationsprodukter udgjorde 666 mio. kr., tilsammen svarende til i alt 98,8 pct. af den samlede indtjening på *kurtager, gebyrer og provisionsindtægter netto*. Den resterende indtjening stammer fra investeringsservice med valuta og råvarer samt afledte finansielle instrumenter baseret på valuta og råvarer.

Siden 2008 har fondsmæglerselskaber med lille tilladelse⁴ oplevet stigende indtjening fra tjenesteydelser med aktier. Som det følger af figur 1, er indtjeningen fra tjenesteydelser med obligationer derimod faldet betydeligt fra 677 mio. kr. i 2013 til 486 mio. kr. i 2014 for fondsmæglerselskaber med lille tilladelse. Det kraftige fald skal dog også her ses i lyset af, at et større fondsmæglerselskab udgår af statistikken for regnskabsperioden for 2014. Så-

² Jf. fodnote 1 indgår det fortsættende selskab ikke i statistikken her.

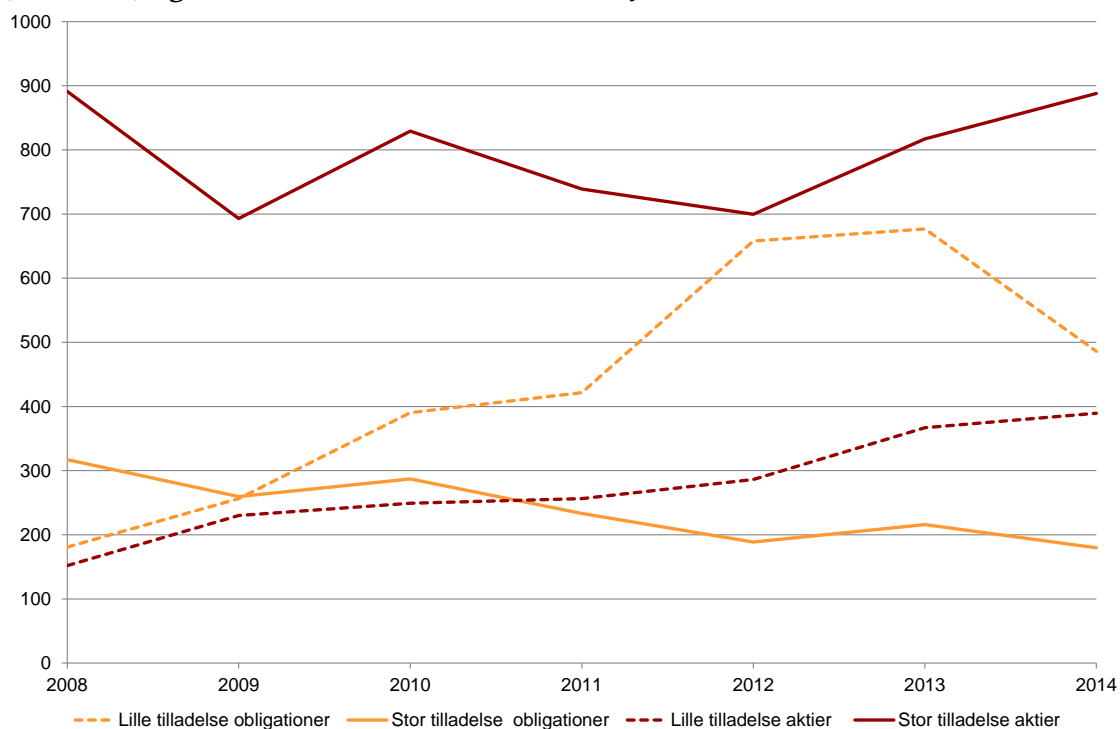
³ Investeringsservice dækker over diskretionær porteføljepleje, investeringsrådgivning, ordreførelse, og øvrige tjenesteydelser omfattet af bilag 4 til lov om finansiel virksomhed.

⁴ Se yderligere om stor og lille tilladelse i boks 1.

fremt der korrigeres herfor, har fondsmæglerselskaber med lille tilladelse samlet set oplevet en svag stigning i indtjeningen på obligationer.

Indtjeningen fra aktier i fondsmæglerselskaber med stor tilladelse er fortsat med at stige i 2014 til 888 mio. kr., hvilket svarer til 2008-niveauet på 890 mio. kr. Derimod har fondsmæglerselskaberne med stor tilladelse oplevet et svagt fald på i indtjeningen på obligationer i 2014.

Figur 1. Netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter efter type af tilladelse (stor/lille) og finansielt instrument, 2008-2014



Anm.: Anvendelse af derivater hvor råvarer og valuta er det underliggende instrument, er årsag til differencen mellem samlede netto kurtager i tabel 1 og samlede netto kurtager for obligationer og aktier i figur 1.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Boks 1. Tilladelse til at drive fondsmæglervirksomhed

Et fondsmæglerselskab er et selskab, der alene har tilladelse som værdipapirhandler. Fondsmæglerselskabernes serviceydelser (investeringservice) omfatter bl.a. ordremodtagelse- og formidling, ordreudførelse, investeringsrådgivning og skønsmæssig porteføljepleje i forbindelse med værdipapirer og andre finansielle instrumenter som nævnt i bilag 5, til lov om finansiell virksomhed. De investeringservices, som fondsmæglerselskaber må udføre, er oplistet i bilag 4 til lov om finansiell virksomhed.

Hidtil har fondsmæglerselskaber været opdelt i to former for tilladelse, den ”store” tilladelse og den ”lille” tilladelse.

Den ”lille” tilladelse omfatter bl.a. modtagelse, formidling og udførelse af ordrer med finansielle instrumenter, porteføljepleje samt investeringsrådgivning, mens den ”store” tilladelse udover de allerede nævnte serviceydelser omfatter forretninger for egen regning samt opbevaring og forvaltning af finansielle instrumenter for investorers regning. Ydermere omfatter den ”store” tilladelse serviceydelser nævnt i bilag 4, afsnit A, nr. 6 og 8 samt afsnit B, nr. 2.

Som følge af CRD IV implementering samt ikrafttrædelsen af CRR blev visse fondsmæglerselskaber imidlertid defineret som fondsmæglerselskaber I, jf. § 5, stk. 1, nr. 32, i lov om finansiell virksomhed.

Af § 5, stk. 1, nr. 32, i lov om finansiell virksomhed fremgår det, at et fondsmæglerselskab, som har tilladelse til at udøve én eller flere af de i bilag 4, afsnit A, nr. 3 og 6-9, nævnte aktiviteter, eller opbevarer kunders midler eller værdipapirer, defineres som et *fondsmæglerselskab I*.

Fondsmæglerselskaber som har en stor tilladelse vil som oftest være omfattet af definitionen af fondsmæglerselskab I, jf. § 5, stk. 1, nr. 32, i lov om finansiell virksomhed. Endvidere vil fondsmæglerselskaber med en lille tilladelse, men som opbevarer kunders midler eller værdipapirer ligeledes være omfattet af definitionen af fondsmæglerselskab I.

Ultimo 2014 er i alt 8 ud af 41 fondsmæglerselskaber omfattet af definitionen af fondsmæglerselskab I, heraf har alle 8 ”stor” tilladelse.

Kapital under forvaltning

Indtjeningen i fondsmæglerselskaber, der tilbyder skønsmæssig porteføljepleje⁵, afhænger af størrelsen af kapital under forvaltning (AuM – Asset under Management), af udviklingen på de markeder, hvor kapitalen er investeret samt af selskabernes honorarstruktur for skønsmæssig porteføljepleje.

Ved udgangen af 2014 havde 34 fondsmæglerselskaber tilladelse til at udføre skønsmæssig porteføljepleje. Disse selskaber havde et samlet AuM på 415 mia. kr. mod 683 mia. kr. i 2013, hvilket var 39,2 pct. lavere end året før, jf. tabel 2. Igen skal faldet ses i lyset af, at et større fondsmæglerselskab, som tidligere nævnt, ikke længere har status som fondsmæglerselskab, og dermed ikke indgår i tallene for 2014. Korrigeret herfor har fondsmæglerselskaberne i 2014 samlet set oplevet et stigende AuM. Det pågældende selskab havde en markedsandel af den samlede AuM på 45,9 procent ultimo 2013.

Tabel 2. Fondsmæglerselskabernes samlede formue under forvaltning fordelt efter type af tilladelse, 2013-2014.

Type af tilladelse	Antal selskaber		AuM (mia. kr.)		Andel (pct.)	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Stor	8	8	203	212	29,7	51,2
Lille	35	33	480	202	70,3	48,8
I alt	43	41	683	415	100	100

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

De otte fondsmæglerselskaber med stor tilladelse forvaltede ultimo 2014 212 mia. kr., hvilket svarer til halvdelen af den samlede formue. Til sammenligning forvaltede de samme otte fondsmæglerselskaber med stor tilladelse i 2013 lige knap en tredjedel af den samlede formue (203 mia. kr.).

Kapital under investeringsrådgivning

Udover skønsmæssig porteføljepleje yder en række fondsmæglerselskaber også investeringsrådgivning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5, til lov om finansiel virksomhed. I disse selskaber er størrelsen af AuM alene ikke nødvendigvis tilstrækkelig til at vurdere, om selskabets forretningsmodel er holdbar. Finanstilsynet vurderer derfor også, i hvilket omfang et selskab har indtægter fra investeringsrådgivning, samt hvor stor en formue der rådgives om.

⁵ Forvaltning af investors midler på et skønsmæssigt individuelt grundlag i overensstemmelse med de mandater, som investor har givet.

Formuen, som selskabet yder investeringsrådgivning for, bliver også kaldt Assets under Advise (AuA). Som det følger af tabel 3, er niveauet for formuen, der ydes investeringsrådgivning for (AuA) væsentligt lavere end formuen under forvaltning (AuM). I 2014 var den samlede AuA 128 mia. kr. og udgjorde derfor en tredjedel af den samlede AuM på 415 mia. kr. i 2014. Det samlede AuA er dog steget fra 96 mia. kr. i 2013 til 128 mia. kr. i 2014, hvilket svarer til en stigning på 33 procent.

Tabel 3. Fondsmæglerselskabernes samlede formue under investeringsrådgivning fordelt efter type af tilladelse, 2013-2014.

Type af tilladelse	Antal selskaber		AuA (mia. kr.)		Andel (pct.)	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Stor	8	8	26	53	27,1	41,2
Lille	35	33	70	75	72,9	58,8
I alt	43	41	96	128	100	100

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Det er særligt selskaber med stor tilladelse, der har oplevet en positiv udvikling i AuA. Formuen under rådgivning er steget med 103,8 procent til 53 mia. kr. i 2014. Fondsmæglerselskaber med stor tilladelse står for 41,2 procent af den samlede AuA, mod en andel på 27,1 procent i 2013.

Solvens

Fondsmæglerselskabernes kapitalkrav skal udmåles i forhold til deres risikopåtagning, og selskabernes væsentligste risici består typisk af indtjeningsrisici knyttet til selskabernes underliggende forretningsmodel. Dette omfatter manglende indtjening som følge af dårligere konkurrenceevne, strategiske risici som følge af faldende efterspørgsel efter selskabernes konkrete produkter og omdømmerisici (tab af kunder) mv. Den operationelle risiko er i hovedsagen tab som følge af større fejl i håndteringen af kundernes formuer.

Fondsmæglerselskabernes solvensprocent faldt under ét fra 44,1 procent pr. ultimo 2013 til 25,1 procent pr. ultimo 2014, jf. tabel 4, der viser et vægtet gennemsnit for selskaberne under ét. Faldet i fondsmæglerselskabernes solvensprocent kan henføres til udviklingen i både kapitalgrundlaget og den totale risikoeksponering. Kapitalgrundlaget faldt fra 1.458 mio. kr. i 2013 til 1.093 mio. kr. i 2014, svarende til et fald på 25 procent.

Den totale risikoeksponering (målt ved de risikovægtede aktiver) er samtidig steget med 31,8 procent til 4.352 mio. kr. for de selskaber, der har drevet fondsmæglervirksomhed i 2014. Tilsammen har det bevirket et fald i solvensprocenten for fondsmæglerselskaberne i 2014.

Det bemærkelsesværdige fald i kapitalgrundlaget skyldes, at enkelte af de fondsmæglerselskaber, der i 2013 bidrog betydeligt til det samlede kapitalgrundlag i 2014, har anmodet om inddragelse af fondsmæglertilladelse.

Tabel 4. Fondsmæglerselskabernes solvensprocent og risikovægtede aktiver, 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Kapitalgrundlag (mio. kr.)	1.290	1.323	1.328	1.458	1.093
Totale risikovægtede aktiver (mio. l)	1.152	1.074	2.862	3.302	4.353
Solvensprocent (pct.)	112,0	123,1	46,4	44,1	25,1

Anm.: Fondsmæglerselskabernes solvensprocent er et vægtet gennemsnit af de individuelle solvensprocenter, hvor vægtingen er baseret på de risikovægtede aktiver. Bemærk at solvensprocentniveauet i den observerede periode første gang skifter i 2012, hvilket skyldes bortfald af en overgangsordning i CRD III (49/2006/EF). Se også Markedsudviklingsartiklen for fondsmæglerselskaber 2012.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Korrigeres der for de ophørte fondsmæglerselskaber, er det i høj grad stigningen i den totale risikoeksponering, der forårsager faldet i solvensprocenten. Stigningen skyldes den nye regulering af kapital og solvensopgørelse (CRD IV/CRR), som har medført en ændring i metoden til opgørelse af den totale risikoeksponering for fondsmæglerselskaber⁶.

Endelig kommer, at fondsmæglerselskaberne samlet set i 2014 har udloddet et højere udbytte, hvorfor bidraget til sektorens samlede konsolidering gennem nettoindtjening er begrænset, jf. afsnit om udbytte.

Bag gennemsnitstallene kan der observeres en betydelig spredning i fondsmæglerselskabernes solvensprocent, jf. tabel 5, der viser både spredningsværdier samt vægtet gennemsnit.

Tabel 5. Spredning i fondsmæglernes solvensprocent, 2014

Fraktiler					Gennemsnitlig (Vægtet)
10%	25%	Median	75%	90%	
15,3%	19,5%	27,7%	32,8%	53,3%	25,1%

10 pct. af selskaberne har en solvensprocent under 15,3, hvor 10 pct. af selskaberne har en solvensprocent på over 53,3. Der er dog fondsmæglerselskaber med betydeligt højere solvensprocenter. De høje solvensprocenter for fondsmæglerselskaber – i forhold til pengeinstitutter, der er underkastet den samme lovgivning - betyder, at selskaberne har relativt

⁶ Hvor fondsmæglerselskaber før ikrafttrædelsen af CRR beregnede den totale risikoeksponering (tidligere benævnt de risikovægtede aktiver) som summen af markeds-, kredit- og evt. de operationelle risici, bliver hovedparten af fondsmæglerselskabernes totale risikoeksponering i dag beregnet som den største værdi af enten selskabets markeds- og kreditrisici eller selskabets omkostningskrav multipliceret med 12,5. For mange fondsmæglerselskaber vil det være sidstnævnte beregningsmetode, som de bliver omfattet af.

meget kapital i forhold til deres risici, der som nævnt overfor i hovedsagen er knyttet til indtjening. Fondsmæglerselskabernes virksomhed består primært i porteføljepleje, rådgivning og andre tjenesteydelser for kunder. Selskaberne påtager sig derfor ikke egentlige kreditrisici, bortset fra tilgodehavende honorarer, indeståender i pengeinstitutter m.v. Samtidig påtager selskaberne sig kun i begrænset omfang markedsrisici ved at handle for egen regning og fra egne beholdninger. Det er endvidere kun en mindre del af fondsmæglerselskaberne, som har tilladelse til handel for egen regning (ultimo 2014 var det 8 ud af 41 selskaber).

Boks 2. Kapitalkrav

Med vedtagelsen af CRR-forordningen fastsættes regler om kapitalkrav til visse fondsmæglerselskaber i forordningen, hvormed en række EU-krav til fondsmæglerselskabernes kapital finder direkte anvendelse. Disse regler omfatter samme krav til kapitalgrundlag som hidtil. Fondsmæglerselskaber, der alene har tilladelse til at modtage og formidle ordrer for investors regning og/eller til at udøve investeringsrådgivning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 1 og 5, til lov om finansiel virksomhed, og som ikke opbevarer midler eller værdipapirer, der tilhører deres kunder, og som ikke på noget tidspunkt kan komme i gældsforhold til deres kunder, er ikke omfattet af kravene i CRR.

Disse fondsmæglerselskaber er imidlertid i henhold til § 125 i lov om finansiel virksomhed omfattet af de samme krav til kapitalgrundlaget på nær kravet om mindst at have et kapitalgrundlag på 8 pct. af den samlede risikoeksponering. Nedenfor gennemgås de enkelte kapitalkrav.

Minimumskapitalkrav:

For de fondsmæglerselskaber som ønsker at blive medlem af et reguleret marked, en værdipapircentral eller en clearingscentral eller som ønsker at udføre en eller flere af de i bilag 4, afsnit A, nr. 3, 6, 8 og 9, og afsnit B, nr. 2, til lov om finansiel virksomhed nævnte tjenesteydelser vil minimumskapitalkravet på 1 mio. euro stadig være gældende.

For andre fondsmæglerselskaber skal kapitalgrundlaget mindst udgøre 0,3 mio. euro.

8 procent kravet:

Hovedparten af fondsmæglerselskaberne er direkte omfattet af kravet i CRR om mindst at have et kapitalgrundlag på 8 pct. af den samlede risikoeksponering. Dog er fondsmæglerselskaber, som alene har tilladelse til at modtage og formidle ordrer for investors regning og/eller til at udøve investeringsrådgivning, og som ikke opbevarer midler eller værdipapirer, der tilhører deres kunder, og som ikke på noget tidspunkt kan komme i gældsforhold til deres kunder, ikke omfattet af 8 pct. kravet i CRR.

Omkostningskravet:

Hovedparten af de danske fondsmæglerselskaber er direkte omfattet af et krav i CRR om at have et kapitalgrundlag på mindst en fjerdedel af foregående års faste omkostninger. For de fondsmæglerselskaber, som ikke er omfattet af kravet i henhold til CRR, finder et tilsvarende omkostningskrav anvendelse, jf. § 125, stk. 3, i lov om finansiel virksomhed, hvormed kravet finder anvendelse for samtlige fondsmæglerselskaber.

Opgørelse af det tilstrækkelige kapitalgrundlag:

Krav til opgørelse af det tilstrækkelige kapitalgrundlag er stadig gældende for samtlige fondsmæglerselskaber, hvormed kapitalgrundlaget skal have en størrelse, som anses for passende til at dække arten og omfanget af de risici, som selskaberne har eller vil kunne blive eksponeret for. Fondsmæglerselskaber skal derfor stadig afsætte kapital til de risici, der følger af deres forretningsmodeller, jf. § 125, stk. 1 og 4, i lov om finansiel virksomhed.

Overdækning

Fondsmæglerselskabernes kapitalmæssige overdækning er påvirket af udviklingen i både den faktiske kapital og kapitalkravet. Den faktiske kapital (solvensen) er faldet og risikoeksponeringerne, der påvirker kapitalkravet⁷, er steget. Den gennemsnitlige overdækning i forhold til kapitalkravet er faldet med 5,7 procentpoint fra 2013 til 137,2 pct. i 2014, jf. tabel 6. Generelt set er fondsmæglerselskabernes overdækning i forhold til kapitalkravet dog fortsat højt.

Gennemsnittet dækker over en stor variation mellem selskaberne. Således har de fem virksomheder med den laveste overdækning i 2014 en gennemsnitlig overdækning på 19,6

⁷ Kapitalkravet kan udmåles i forhold til både risikoeksponeringen og omkostningerne, se også boks 2.

pct., hvilket er en stigning på 1,4 procentpoint i forhold til året før. Omvendt har de 5 selskaber med den højeste overdækning i 2014 stadig en gennemsnitlig overdækning, der er større end 3 gange deres gennemsnitlige kapitalkrav.

Tabel 6. Udvikling i overdækningen for alle fondsmæglerselskaber, 2013-2014

	2013	2014
Gennemsnitlig overdækning i forhold til kapitalkravet i (pct.)	142,9	137,2
De 5 selskaber med den laveste overdækning (pct.)	18,2	19,6
De 5 selskaber med den højeste overdækning (pct.)	499,7	427,0
Gennemsnitlig kapitalkrav (mio. kr.)	14,4	13,6

Anm.: Overdækningen beregnes som basiskapital fratrukket kapitalkravet divideret med risikovægtede aktiver. Ovenstående procentsatser er overdækningen i forhold til kapitalkravet i procent.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Når man ikke kan koble faldet i det gennemsnitlige kapitalkrav for fondsmæglerselskaber i tabel 6 med stigningen i den totale risikoeksponering i tabel 4, skyldes det, at der er forskel på hvilket kapitalkrav, der er bindende for de enkelte selskaber. For visse fondsmæglerselskaber vil omkostningskravet være bindende, hvorimod solvensbehovet, der udmåles i forhold til den totale risikoeksponering vil være bindende for andre selskaber⁸. Læs mere om kapitalkrav i boks 2. Det er imidlertid ikke kun størrelsen af overdækningen, der har betydning for selskabernes modstandsdygtighed overfor faldende indtjeningsevne. Også driftsomkostningerne vil have en stor betydning for, hvor hurtigt overdækningen mindskes, hvis indtjeningen udebliver. Typisk er fondsmæglerselskaber med høje driftsomkostninger nødt til at operere med en større overdækning for at mindske deres forretningsmæssige sårbarhed og vice versa.

Generelt har fondsmæglerselskaberne en høj overdækning, men der er stor forskel på, hvor lang tid de enkelte selskaber kan klare sig uden indtjening, og hvilken betydning det har for det enkelte selskabs forretningsmodel. Derfor foretager Finanstilsynet i denne sammenhæng en konkret vurdering for hvert selskab.

Indtjening pr. omkostningskrone

Fondsmæglernes indtjening pr. omkostningskrone (dvs. indtægter i forhold til omkostninger⁹) er 1,63 i 2014, og er stort set uændret i forhold til året før, jf. tabel 7. Udviklingen dækker over et fald i indtjeningen fra 2.156 mio. kr. i 2013 til 2.033 i 2014, kombineret med at omkostningerne er faldet fra 1.331 mio. kr. til 1.250 mio. kr.

⁸ For flere fondsmæglerselskaber er der sket en reduktion i de omkostninger, der påvirker udmålingen af kapitalkravet, og såfremt omkostningskravet er det bindende krav kan det reducere kapitalkravet fra 2013 til 2014, jf. tabel 4.

⁹ I tallet indgår på indtægtstiden: Netto rente og gebyr indtægter, kursreguleringer, andre driftsindtægter og resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomheder. På udgiftssiden indgår udgifter til personale og administration, af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver, andre driftsudgifter og nedskrivninger på udlån og tilgodehavender mv.

Selskabernes indtjening pr. omkostningskrone er uændret for begge tilladelsestyper, jf. tabel 7. Indtjeningen er fortsat højest for selskaber med stor tilladelse. Faldet i komponenterne indtjening og omkostninger for selskaber med lille tilladelse skyldes i høj grad, at et større selskab fra 2014 ikke længere har status som fondsmæglerselskab. Faldet i de to komponenter har dog ikke ændret den samlede indtjening pr. omkostningskrone for selskaber med lille tilladelse, som er uændret i forhold til 2013 på 1,53.

Tabel 7. Fondsmæglerselskabernes indtjening pr. omkostningskrone, 2010-2014

		2010	2011	2012	2013	2014
Alle fondsmæglerselskaber						
<i>Alle:</i>	Indtjening (mio. kr.)	1.940	1.694	1.903	2.156	2.033
	Omkostning (mio. kr.)	1.379	1.339	1.338	1.331	1.250
	<i>Indtjening pr. omkostningskrone</i>	1,41	1,27	1,42	1,62	1,63
Fondsmæglerselskaber med stor tilladelse						
<i>Stor:</i>	Indtjening (mio. kr.)	1.282	990	927	1.080	1.122
	Omkostning (mio. kr.)	951	839	614	628	653
	<i>Indtjening pr. omkostningskrone</i>	1,35	1,18	1,51	1,72	1,72
Fondsmæglerselskaber med lille tilladelse						
<i>Lille:</i>	Indtjening (mio. kr.)	658	704	976	1.076	911
	Omkostning (mio. kr.)	429	500	723	703	597
	<i>Indtjening pr. omkostningskrone</i>	1,54	1,41	1,35	1,53	1,53

Anm.: Fondsmæglerselskabernes indtjening pr. omkostningskrone er et vægtet gennemsnit som er vægtet efter omkostninger.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Udbytte

Udbytteudbetalinger til ejerne spiller en væsentlig rolle for udviklingen i fondsmæglerselskabernes overdækning, når den udbetalte kapital udgår af det enkelte selskabs kapitalgrundlag. Fondsmæglerselskaberne udbetalte i 2014 udbytte på 891 mio. kr. mod 362 mio. kr. i 2013 jf. tabel 8, hvilket svarer til en stigning på 146,1 procent. Den kraftige stigning i udbyttebetalinger skyldes i hovedsagen, at et selskab samlet har udloddet udbytte på godt 400 mio. kr. i løbet af 2014.

Som det fremgår af tabel 8 konsoliderer fondsmæglerselskaberne sig over tid, idet resultaterne (før skat) er højere end den udbetalte udbytte. At den gennemsnitlige solvensprocent falder fra 2013 til 2014 skyldes som nævnt ovenfor, at fondsmæglerselskabernes totale risikoeksponering er steget, primært som følge af en ny beregningsmetode i CRR.

Tabel 8. Fondsmæglerselskabernes udbytteudbetalinger i mio. kr., 2010-2014.

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014
Udbytte udbetalinger	235	254	146	362	891
Resultat før skat	561	355	566	827	1.048

Anm.: Afhængig af udbyttepolitikken kan resultatet før skat udloddes på forskellige tidspunkter.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Omkostninger

For fondsmæglerselskaber med lav eller svingende indtjening samt selskaber med lav solvensmæssig overdækning fokuserer Finanstilsynet bl.a. på omkostningsstyringen i vurderingen af om forretningsmodellen er holdbar.

Antallet af måneder, fondsmæglerselskaberne gennemsnitligt kan klare sig uden indtjening med et uændret omkostningsniveau, er faldet fra 10,1 måneder i 2013 til 9,8 måneder i 2014, jf. tabel 9. Samtidig er der fortsat stor forskel på fondsmæglernes robusthed såfremt indtjeningen forsvinder.

Ultimo 2014 kunne de 10 mest robuste fondsmæglerselskaber operere gennemsnitligt i 31,1 måneder uden indtjening før overdækningen er væk, mens gennemsnittet ultimo 2013 var på 29,9 måneder. Gennemsnittet for de 10 mindst robuste selskaber er 1,6 måneder, og er uændret fra 2013 til 2014. Disse selskabers overdækning vil således kun række i gennemsnitligt 1,6 måneder, hvis deres indtjening helt forsvinder og under antagelse af, at selskaberne ikke reducerer omkostningerne.

Finanstilsynet har i tilsynet med fondsmæglerselskaberne særligt fokus på de fondsmæglerselskaber med lav overdækning og følger udviklingen nøje i de kvartalsvise indberetninger. Det gælder især, de selskaber, som ikke er i stand til at generere et positivt resultat. Fondsmæglerselskaber med meget lav overdækning vil desuden som regel skulle indberette ekstraordinært hver måned. Nogle fondsmæglerselskaber vælger hvert år at udlodde hele årets resultat, og disse selskaber vil dermed aldrig øge overdækningen, medmindre deres risikoeksponering falder.

Tabel 9. Antal måneder fondsmæglerselskaber kan klare sig uden indtjening med nuværende omkostningsniveau, 2013-2014.

	2013	2014
Gennemsnitligt antal måneder før overdækning er væk uden indtjening	10,1	9,8
Gennemsnitligt for de 10 selskaber med færrest antal måneder	1,6	1,6
Gennemsnitligt for de 10 selskaber med flest antal måneder	29,9	31,1

Anm.: Beregningerne foretages under antagelse af, at fondsmæglerselskaberne ikke justerer på størrelsen af driftsomkostningerne i hele den periode, hvor der tæres på overdækningen.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

3. Holdbare forretningsmodeller

Indtjening

Forud for, at Finanstilsynet giver et fondsmæglerselskab en tilladelse til at drive virksomhed som fondsmæglerselskab, vurderer Finanstilsynet holdbarheden af den påtænkte forretningsmodel. Dette omfatter blandt andet en vurdering af, om forretningsmodellen kan skabe indtjening og af, om selskabet har det forventede kundegrundlag. Afhængig af vurderingen er selskabets indtjening efterfølgende et fokusområde i det løbende tilsyn og ved Finanstilsynets risikovurdering af selskaberne.

Konkurrencen blandt fondsmæglerselskaber samt andre værdipapirhandlere, herunder især de største pengeinstitutter, er stor. På dette konkurrenceprægede marked skal de nye fondsmæglerselskaber, udover at skabe et kundegrundlag, oprette systemer og organisationer, som kan håndtere den daglige drift, herunder kravene til værdipapirhandlere. Derfor kan opstartsomkostningerne ofte være betydelige, mens indtjeningen kan være lav de første driftsår.

Til trods for den store konkurrence og de i forhold til selskabernes størrelse betydelige omkostninger, budgetterer de fleste fondsmæglerselskaber med at skabe et positivt resultat i første driftsår. Som det fremgår af tabel 10 nedenfor, lykkedes det for 46,3 pct. af de nye fondsmæglerselskaber at få positivt resultat i det første driftsår og hele 65,8 pct. opnår positivt resultat indenfor de to første driftsår. Opgørelserne viser de 34 selskaber som fik tilladelse efter 1997¹⁰ og eksisterer i dag. De viser, at hovedparten af de eksisterende selskaber er kommet godt fra start. Grunden herfor er ofte, at stifterne som regel har udbredt erfaring fra den finansielle sektor, samt et bredt netværk i sektoren. Dette betyder imidlertid ikke, at disse fondsmæglerselskaber ikke kan få negativt resultat senere.

Det skal endvidere bemærkes, at tidspunktet for hvornår tilladelsen blev givet, også spiller en rolle for, hvor hurtigt selskaberne opnår positivt resultat. Af analysen fremgår, at 6 ud af 10 selskaber, som fik tilladelse inden finanskrisens start i 2008, har haft positivt resultat i det første driftsår, og kun ét selskab har haft negativt resultat i mere end to driftsår. For selskaber, der fik tilladelse under eller efter finanskrisen (i 2008 eller senere) er dette tal faldet, da det kun var 5 ud af 10 selskaber, som fik positivt resultat i det første driftsår, samt 5 selskaber har haft negativt resultat i mere end to driftsår.

¹⁰ De foreliggende data strækker sig tilbage til 1997, hvorfor de selskaber der eksisterede inden dette årstal og også eksisterer i dag, ikke er medtaget i opgørelsen.

Af de to selskaber der ikke har fået positivt resultat efter skat endnu, har det ene selskab kun eksisteret i ca. 1 år.

Tabel 10. Antal år efter tilladelse fondsmæglerselskaber opnår positivt resultat.

	Antal selskaber	Pct.
Positivt resultat i 1. driftsår	19	46,3
Positivt resultat i 2. driftsår	8	19,5
Positivt resultat i 3. driftsår	2	4,9
Positivt resultat i 4. driftsår	2	4,9
Positivt resultat i 5. driftsår	1	2,4
Ikke positivt resultat	2	4,9
Opstart inden 1997	7	17,1
I alt	41	100

Anm.: Tabellen omfatter 34 af de 41 eksisterende selskaber, hvor tilladelse er givet i tidsrummet fra og med 1998 til og med 2014.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Som nævnt ovenfor tyder opgørelserne på, at der i tider med finansiell uro er lidt flere selskaber, der klarer sig dårligt. Visse fondsmæglerselskaber vælger i en sådan situation at anmode Finanstilsynet om at få inddraget tilladelsen. Det kan hertil bemærkes, at ingen af fondsmæglerne, der har fået tilladelse efter 2008 har anmodet Finanstilsynet om at få inddraget tilladelsen grundet konkurs. Der kan endvidere være andre grunde end negative resultater til, at fondsmæglerselskaber ønsker at få inddraget tilladelsen. Ofte skyldes det f.eks., at selskabet bliver fusioneret ind i en anden finansiell virksomhed.

Antal ansatte og personaleomkostninger

Der har været en stigning i antallet af ansatte i fondsmæglerselskaberne fra 2013 til 2014 på ca. 8 pct. Personaleomkostningerne er imidlertid steget 12,6 pct. i perioden, hvilket betyder, at de nye medarbejdere marginalt set har været dyrere end eksisterende medarbejdere, og/eller at de eksisterende medarbejdere har fået en højere aflønning. Tallene tyder desuden på, at de fleste fondsmæglerselskaber er kommet godt ud af finanskrisen, idet de 41 fondsmæglerselskaber, som havde tilladelse ultimo 2014, gennemsnitligt havde flere ansatte, end de 43 fondsmæglerselskaber, som havde tilladelse ultimo 2013. Fondsmæglerselskaber er omfattet af aflønningsreglerne i lov om finansiell virksomhed. Det betyder, at bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlige indflydelse på fondsmæglerselskabets risikoprofil, er begrænset for så vidt angår variabel aflønning. Sådanne personers variable løndele må eksempelvis højst udgøre 50 pct. af honoraret og den faste løn inklusive pension.

Det er Finanstilsynets erfaring, at forholdsvis mange ansatte i fondsmæglerselskaberne modtager en del af deres aflønning som variabel løn. Det gælder således i høj grad portefølje managers, som modtager en del af deres aflønning som eksempelvis en procentsats af det opnåede afkast for kunderne eller af selskabets resultat. I andre tilfælde udbetales et diskretionært beløb fastsat af ledelsen på baggrund af de enkelte ansattes indsats i løbet af året.

Tabel 11. Fondsmæglernes antal af ansatte og personaleomkostninger, 2013-2014.

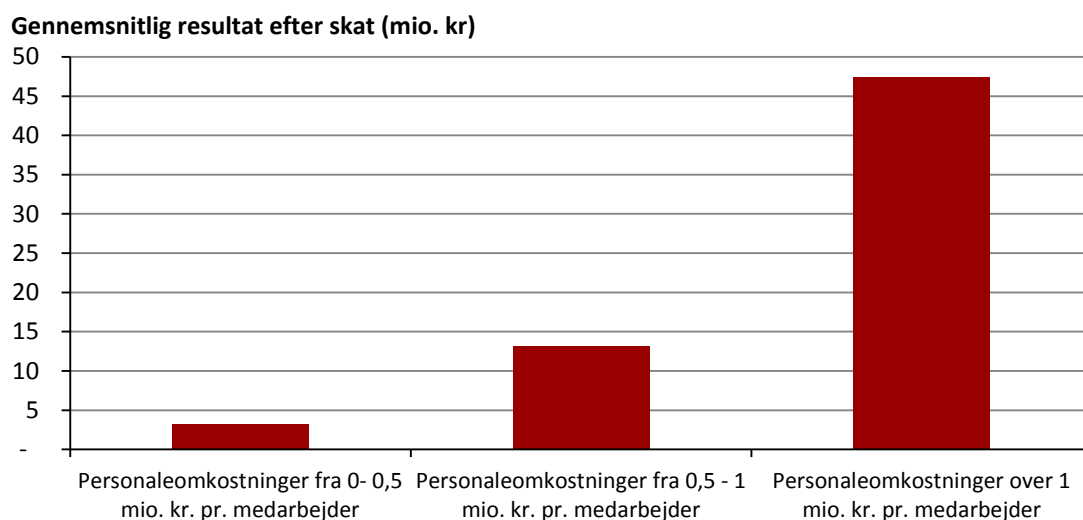
	2013	2014	Ændring (Pct.)
Antal medarbejdere	498	537	7,8
Personaleomkostninger i alt (mio. kr.)	619.763	698107	12,6
Personaleomkostninger pr. ansat (tusinde kr.)	1.245	1300	4,4

Anm.: Tabellen omfatter ikke samtlige ansatte i fondsmæglerselskaber i 2013, men medtager alene ansatte i de fondsmæglerselskaber, som havde tilladelse ultimo 2014.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Det ses ofte, at direktionen og ledende medarbejdere i mindre fondsmæglerselskaber også er aktionærer i selskabet. Sådanne fondsmæglerselskaber har ofte lave personaleomkostninger, i hvert fald i begyndelsen, idet de pågældende medarbejdere vælger ikke at få udbetalt en høj løn eller, at der udtages udbytte ved højere resultater i stedet for lønstigning. Dette kan indebære, at opgørelserne ikke giver et helt præcist billede af sammenhængen mellem selskabets indtjening og aflønning af medarbejderne.

Figur 2. Gennemsnitligt resultat efter skat sammenlignet med personaleomkostninger pr. medarbejder, 2014.



Anm.: Årets resultat efter skat er fratrukket ekstraordinære indtægter i 2014, som et fondsmæglerselskab havde som følge af salget af dets majoritetsandel i et andet fondsmæglerselskab.

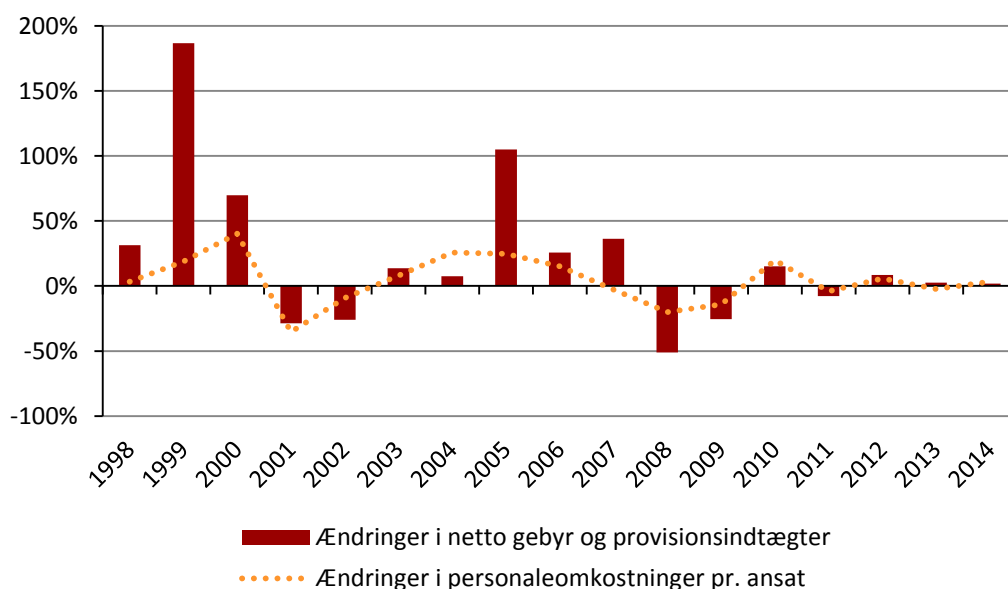
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Som det fremgår af figuren ovenfor, havde fondsmæglerselskaberne med de højeste personaleomkostninger pr. medarbejder (defineret som personaleomkostninger på over 1 mio. kr. pr. medarbejder) i 2014 et markant højere gennemsnitlig resultat efter skat end de øvrige fondsmæglerselskaber. Sådanne fondsmæglerselskaber havde således et gennemsnitligt resultat efter skat på ca. 47 mio. kr.

Fondsmæglerselskaberne med de laveste personaleomkostninger pr. medarbejder (defineret som personaleomkostninger på under 0,5 mio. kr. pr. medarbejder) i 2014 havde et gennemsnitlig resultat efter skat på ca. 3 mio. kr.

Nedenstående figur 3 viser ændringen i årets netto gebyr og provisionsindtægter sammenholdt med ændringen i personaleomkostninger pr. medarbejder. Figuren viser en tydelig tendens til, at personaleomkostningerne øges, når netto gebyr og provisionsindtægter stiger, men personaleomkostningerne svinger ikke lige så meget som netto gebyr- og provisionsindtægterne. Dette bidrager alt andet lige til en mere stabil udvikling i selskabernes økonomi. Sammenhængen skyldes formentlig også en effekt af det forhold, at en del medarbejdere er variabelt aflønnet, hvorfor de pågældende medarbejdere, herunder direktionen, får en højere løn i de år hvor der er en højere indtjening.

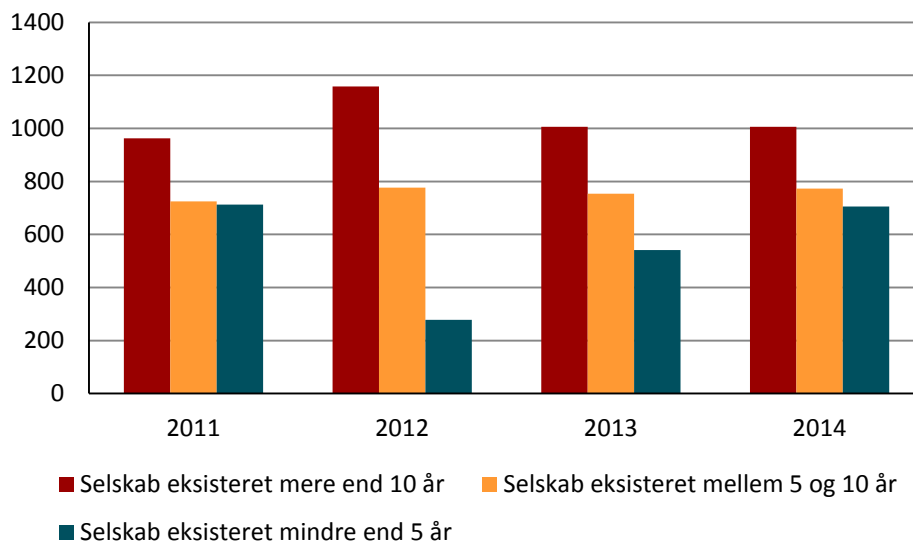
Figur 3.: Fondsmæglerselskabernes ændring i netto gebyr og provisionsindtægter og personaleomkostninger pr. ansat, 1998-2014.



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Endvidere kan Finanstilsynet ud fra data konstatere, at selskaber, der har eksisteret mere end 10 år, i gennemsnit har ca. 50 pct. højere personaleomkostninger pr. ansat end de selskaber der eksisteret mindre end 10 år. Dette underbygger antagelsen om, at selskaber i en opstartsfase i nogle tilfælde begrænser de variable omkostninger via aflønning til medarbejdere, der også er ejere af selskaberne, for at skabe hurtigere positive resultater.

Figur 4. Fondsmæglerselskabernes personaleomkostninger pr. medarbejder, 2011-2014.



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

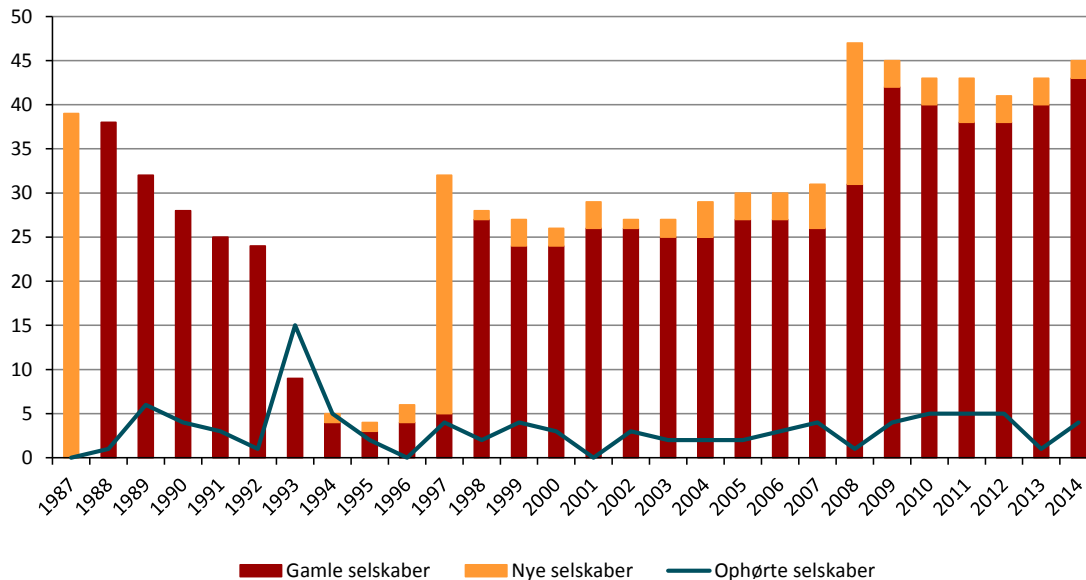
Ovenstående analyse af fondsmæglerselskabernes indtjening og personaleomkostninger viser, at selvom konkurrencen er stor, formår de fleste selskaber at skabe indtjening relativt hurtigt.

4. Om statistikken

Tallene i artiklen er baseret på indberettede årsregnskabsoplysninger for fondsmæglerselskaber. Ultimo 2014 var der i alt 41 fondsmæglerselskaber jf. figur A2.

5. Appendiks

Figur A1. Antal børs- og fondsmæglerselskaber, 1987-2014



Anm.: Udviklingen i antallet af fondsmæglerselskaber/børsmæglerselskaber afspejler ændringer i lovgivningen. Bestemmelserne, som introducerede tilsyn med børsmæglerselskaberne, trådte i kraft d. 1. januar 1987. De hidtidige fondsbørs-vekselererfirmaer skulle omdannes til et bankierfirma og et børsmæglerselskab, der deltog i handel på Københavns Fondsbørs. De følgende år opkøbte og oprettede pengeinstitutterne en række børsmæglerselskaber. I 1993 fik pengeinstitutterne mulighed for selv at drive fondshandel direkte på Københavns Fondsbørs, hvilket førte til en reduktion i antallet af børsmæglerselskaber. I 1996 trådte den anden børsreform i kraft, som udvidede tilsynet til at omfatte virksomhed, der formidler værdipapirhandel.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur A2. Fondsmæglerselskaber med tilladelse, ultimo 2014.

FT_nr	Fondsmæglerselskab	tilladelse
1179	FormueFyn Fondsmæglerselskab A/S	lille
1180	Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	stor
1182	Fondsmæglerselskabet Investering & Tryghed A/S	lille
1184	Fundamental Fondsmæglerselskab A/S	stor
1186	Absalon Capital Fondsmæglerselskab A/S	lille
1189	Habro Fondsmæglerselskab A/S	lille
8152	Formuepleje A/S, Fondsmæglerselskab	lille
8156	BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	stor
8163	Dansk Formue- og Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab	lille
8168	ATP Fondsmæglerselskab A/S	lille
8169	HP Fondsmæglerselskab A/S	stor
8173	Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8174	Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S	stor
8177	Wealth Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8182	Mermaid Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8187	Capital Four Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8190	BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S	lille
8193	Global Evolution Fondsmæglerselskab A/S	lille
8194	StockRate Asset Management A/S, Fondsmæglerselskabet	lille
8196	NEAS Fondsmæglerselskab	lille
8198	ICAP Scandinavia Fondsmæglerselskab	lille
8250	Obton Fondsmæglerselskab A/S	lille
8251	Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	stor
8253	Omni Fondsmæglerselskab A/S	lille
8254	Artha Kapitalforvaltning Fondsmæglerselskab A/S	lille
8255	Accunia Fondsmæglerselskab A/S	stor
8256	Secure Fondsmæglerselskab A/S	lille
8257	Fondsmæglerselskabet InvesteringsRådgivning A/S	lille
8258	Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S	lille
8259	ATRIUM Kapitalforvaltning Fondsmæglerselskab A/S	lille
8302	Direct Hedge Danmark Fondsmæglerselskab A/S	lille
8303	Demetra Fondsmæglerselskab A/S	lille
8304	Unipension Fondsmæglerselskab A/S	lille
8305	NOW: Pensions Investment A/S Fondsmæglerselskab	lille
8307	UCAP Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8308	IWC Investment Partners Fondsmæglerselskab A/S	lille
8309	Miranova Fondsmæglerselskab A/S	lille
8310	CPH Capital Fondsmæglerselskab A/S	lille
8311	PP Capital Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8312	Lind Capital Fondsmæglerselskab A/S	stor
8313	TimInvest Fondsmæglerselskab A/S	lille

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.