

Fondsmæglerselskaber

# Markedsudvikling 2012

1.	Konklusioner .....	3
	Boks 1. Beskrivelse af tilladelsen til at drive fondsmæglervirksomhed .....	5
2.	Hovedtendenserne i fondsmæglerselskabernes årsregnskaber og kapitalforhold .....	6
	Tabel 1. Fondsmæglerselskabernes årsregnskaber, 2008-2012. ....	6
	Figur 1. Netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter efter type af tilladelse (stor/lille) og finansielt instrument, 2008-2012. ....	7
	Tabel 2. Fondsmæglerselskabernes samlede formue under forvaltning fordelt efter type af tilladelse, 2011-2012. ....	8
	Boks 2. Beskrivelse af kapitalkravene ved at drive fondsmæglervirksomhed .....	9
	Tabel 3. Fondsmæglerselskabernes solvensprocent og risikovægtede aktiver, 2008-2012. ....	10
	Tabel 4. Udvikling i overdækningen for alle fondsmæglerselskaber, 2011-2012 .....	10
	Tabel 5. Fondsmæglerselskabernes udbytte udbetalinger i mio. kr., 2008-2012. ....	11
	Tabel 6. Indtjening pr. omkostningskrone fordelt efter tilladelse, 2008-2012. ....	12
3.	Risici .....	12
	Tabel 7. Antal måneder fondsmæglerselskaber kan klare sig uden indtjening med nuværende omkostningsniveau, 2011-2012. ....	15
	Tabel 8. Fondsmæglerselskabers udvikling i grænseoverskridende tjenesteydelser 2008- 2012. ....	18
4.	Om statistikken .....	20
5.	Appendiks .....	21
	Figur A1. Antal børss- og fondsmæglerselskaber, 1987-2012. ....	21
	Figur A2. Fondsmæglerselskaber med tilladelse, ultimo 2012. ....	22

# Markedsudviklingen i 2012 for fondsmæglerselskaber

## 1. Konklusioner

Fondsmæglerselskaberne tjente 558 mio. kr. (før skat) i 2012 mod 355 mio. kr. året før, hvilket svarer til en stigning på 57 pct. Samtidig er udgifter til personale og administration faldet fra 1.317 mio. kr. i 2011 til 1.246 mio. kr. i 2012 svarende til et fald på 5,4 pct.

Der var ved udgangen af 2012 41 fondsmæglerselskaber<sup>1</sup>, hvoraf fem selskaber stod for 68 pct. af det samlede resultat. Størstedelen af fondsmæglerselskaberne har fortsat en forretningsmodel, der baserer sig på traditionel kapitalforvaltning. Konkurrencen om disse kunder er stigende blandt fondsmæglerselskaberne, som på dette område også konkurrerer med pengeinstitutter.

Finanstilsynet har konstateret, at fondsmæglerselskaber gennem de seneste år i stigende omfang har anmodet om notificering i andre EU/EØS-lande til at udføre grænseoverskridende tjenesteydelser i henhold til § 39, i lov om finansiel virksomhed. I 2008 var der kun 2 selskaber, som anmodede om notificering i andre EU/EØS-lande, men ved udgangen af 2012 var antallet steget til i alt 8 fondsmæglerselskaber.

Mens den stigende specialisering og den øgede produktudvikling på den ene side er positiv for holdbarheden af fondsmæglerselskabernes forretningsmodeller, medfører specialiseringen på den anden side, at markedsændringer kan øge risikoen for kundeafgang og dermed manglende indtjening. Det er derfor vigtigt, at fondsmæglerselskaberne afsætter kapital til at dække sådanne fremtidige risici.

---

<sup>1</sup> Et fondsmæglerselskab har forskudt regnskabsår, og er som følge deraf ikke inkluderet i artiklen.

Hovedkonklusionerne for fondsmæglerselskaberne i 2012 er følgende:

- Årets resultat er 421 mia. kr., 67 pct. større end sidste år.
- Formuen under forvaltning (AuM) er steget med 28 pct., og er på det højeste niveau hidtil.
- Solvensprocenten er faldet fra 123 pct. i 2011 til 48 pct. i 2012. Det skyldes primært, at selskaber med stor tilladelse pr. 1. januar 2012 skal medregne operationelle risici ved opgørelse af risikovægtede poster, hvorfor sektorens risikovægtede poster er steget med over 150 pct. siden forrige år.
- Indtjening pr. omkostningskrone er steget fra 1,27 til 1,44 kr.
- Der er et fald i udlodning af udbytte på trods af stigningen i resultatet.

*Se kapitel 4 for generelle bemærkninger om statistikken bag analyseartiklen, herunder om datagrundlaget.*

Det bemærkes, at markedsudviklingsartiklen er revideret i forhold til en tidligere offentliggjort version, hvilket indebærer en ændring i AuM. I den tidligere version fremgik det, at AuM for selskaber med stor tilladelse udgjorde 107 mia. kr., og at samlet AuM var steget med 13 pct. Ændringen skyldes en fejl i datagrundlaget i den tidligere version.

## Boks 1. Beskrivelse af tilladelsen 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 diskretionær porteføljepleje i forbindelse med værdipapirer og andre finansielle instrumenter. Derudover må fondsmæglerselskaber tilbyde nærmere afgrænsede serviceydelser, som ikke i sig selv kræver en tilladelse som finansiell virksomhed.

Et fondsmæglerselskab kan grundlæggende have to former for tilladelse. Den ene tilladelse – den ”lille tilladelse” – omfatter bl.a. modtagelse, formidling og udførelse af ordrer med finansielle instrumenter, porteføljepleje samt investeringsrådgivning. Den anden tilladelse – den ”store tilladelse” – kan udover de allerede nævnte serviceydelser omfatte forretninger for egen regning samt opbevaring og forvaltning af finansielle instrumenter for investorers regning. En tilladelse til forretninger for egen regning indebærer dels, at selskabet må være modpart i handler dels, at selskabet må investere aktivt for selskabets egne midler. Selskaber med lille tilladelse må ikke investere aktivt for egne midler, men må kun placere sin basiskapital passivt i bestemte aktiver og uden spekulative formål.

Minimumskapitalkravet til et fondsmæglerselskab med lille tilladelse er 0,3 mio. euro, mens minimumskapitalkravet til et fondsmæglerselskab med den store tilladelse er 1 mio. euro. Det højere kapitalkrav til selskaber med den ”store tilladelse” skal imødekomme de større risici, som selskaberne kan have i forbindelse med deres placering af egne midler, eller når de er modpart i en handel.

Fondsmæglerselskabernes kunder er typisk formuende private og professionelle investorer eller investeringsforeninger.

## 2. Hovedtendenserne i fondsmæglerselskabernes årsregnskaber og kapitalforhold

Fondsmæglerselskaberne kom samlet set ud af 2012 med et nettoresultat, der er det bedste siden 2007, hvor årets resultat var 854 mio. kr. Overskuddet før skat steg fra 355 mio. kr. i 2011 til 558 mio. kr. i 2012. Det svarer til en stigning på 57 pct., jf. tabel 1.

**Tabel 1. Fondsmæglerselskabernes årsregnskaber, 2008-2012.**

Mio. kr.	2008	2009	2010	2011	2012	Vækst p.a.	
	45 selskaber	46 selskaber	44 selskaber	43 selskaber	40 selskaber	2008-2012	2011-2012
						--- pct. ---	
<b>RESULTATPOSTER (uddrag)</b>							
Nettorenteindtægter, aktieudbytte m.v.	52	35	25	29	20	-15,2	-28,9
Kurtager, gebyrer og provisionsindtægter, netto	1.543	1.441	1.765	1.661	1.774	3,7	6,8
Kursreguleringer	-12	8	15	-6	17	*	*
Andre driftsindtægter	121	141	124	11	10	-22,9	-11,1
Udgifter til personale og administration	1.115	1.123	1.356	1.317	1.246	2,9	-5,4
Afskrivninger og andre driftsudgifter	34	35	23	22	17	-12,4	-19,9
Resultat før skat	554	468	561	355	558	0,2	57,0
Skat	151	126	144	103	137	-2,2	32,5
Årets resultat	403	342	416	252	421	1,1	67,1
<b>BALANCEPOSTER (uddrag)</b>							
<b>AKTIVER</b>							
Tilgodehavender hos kreditinstitutter	1.217	1.310	953	914	1.024	-4,0	12,0
Andre tilgodehavender	24	49	56	52	31	8,3	-39,7
Obligationer m.v.	473	555	814	810	1.010	28,4	24,7
Aktier m.v.	103	90	117	103	40	-15,2	-61,0
Andre aktiver	201	543	215	189	293	11,4	55,2
<b>PASSIVER</b>							
Gæld til kreditinstitutter	115	95	20	2	5	-23,8	132,1
Anden gæld	1	1	5	4	23	451,3	475,6
Andre passiver	543	987	514	523	715	7,9	36,8
Egenkapital	1.258	1.270	1.453	1.444	1.517	5,2	5,0
Balance	2.161	2.655	2.288	2.194	2.497	3,9	13,8
Garantier m.v.	15	18	30	38	31	27,4	-18,4
Andre forpligtelser	2	1	2	0	0	-21,6	-24,1

Anm.: \* referer til at beregningen ikke kan lade sig gøre.

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

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

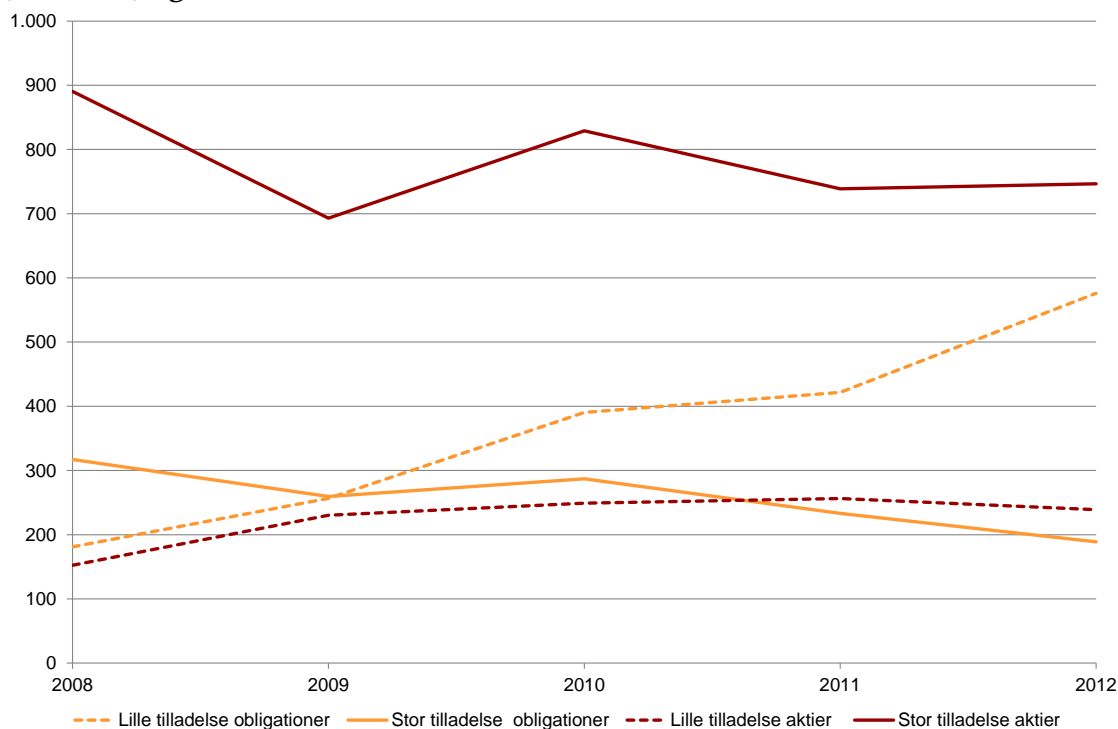
Styrkelsen af nettoresultatet afspejler, at kurtager, gebyrer og provisionsindtægter (netto) er steget samtidig med, at udgifter til personale og administration er faldet. Netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter udgjorde 1,77 mia. kr. i 2012 mod 1,66 mia. kr. året før, hvilket svarer til en stigning på 6,8 pct. Udgifter til personale og administration udgjorde 1,25 mia. kr. i 2012 mod 1,31 mia. kr. i 2011, svarende til et fald på 5,4 pct.

Dertil bidrog kursreguleringer positivt til nettoresultatet med 17 mio. kr. i 2012. I modsætning hertil var der samlet set et på 6 mio. kr. som følge af kursreguleringer i 2011. Afskrivninger og andre udgifter faldt knap 20 pct. i 2012 til 17 mio. kr., hvilket har haft en svag positiv indvirkning på nettoresultatet.

Fondsmæglerselskabernes indtjening, jf. indtægtsposten *netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter*, stammer hovedsageligt fra diskretionær porteføljepleje og investeringsrådgivning m.v. (investeringservice, jf. boks 1) vedrørende aktier og obligationer samt afledte finansielle instrumenter vedrørende aktier og obligationer. Indtægter fra investeringservice med aktieprodukter udgjorde 985 mio. kr., mens indtægter fra investeringservice med obligationsprodukter udgjorde 815 mio. kr. tilsammen, svarende til i alt 98,8 pct. af den samlede indtjening. Den resterende indtjening stammer fra investeringservice med valuta og råvarer samt afledte finansielle instrumenter vedrørende valuta og råvarer.

Siden 2008 har fondsmæglerselskaber med stor tilladelse oplevet faldende indtjening på aktier, der i 2012 var på niveau med 2011, og en svagt stigende indtjening på obligationer, jf. figur 1. Samtidig har fondsmæglerselskaber med lille tilladelse oplevet en svag stigning i indtjeningen fra aktier, og en markant stigning i indtjeningen fra obligationer.

**Figur 1. Netto kurtager, gebyrer og provisionsindtægter efter type af tilladelse (stor/lille) og finansielt instrument, 2008-2012.**



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

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

### *Kapital under forvaltning*

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

**Tabel 2. Fondsmæglerselskabernes samlede formue under forvaltning fordelt efter type af tilladelse, 2011-2012.**

Type af tilladelse	Antal selskaber		AuM (mia. kr.)		Andel (pct.)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Stor	10	7	157	166	30,5	25,2
Lille	33	33	358	493	69,6	74,8
I alt	43	40	515	660	100	100

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Ved udgangen af 2012 havde 35 fondsmæglerselskaber tilladelse til at udføre skønsmæssig porteføljepleje. Disse selskaber havde et samlet AuM på 660 mia. kr, hvilket var 28 pct. højere end året før, jf. tabel 2. De 7 fondsmæglerselskaber med stor tilladelse forvaltede 166 mia. kr. i 2012 mod 157 mia. kr. i 2011, hvilket svarer til 25,2 procent af den samlede formue. Dermed er der i 2012 sket et skift i fordelingen af formuen efter typen af selskabets tilladelse, hvilket både skyldes tilladelsesændringer, og bevægelser i formuen på tværs af selskaber.

Det er Finanstilsynets vurdering, at udviklingen er et tegn på god efterspørgsel efter fondsmæglernes ydelser, og at kursudviklingen i 2012 har påvirket det samlede AuM positivt.

Med stigende indtjening og AuM i 2012 samt faldende omkostningerne kan Finanstilsynet konstatere, at fondsmæglerselskabernes robusthed som branche er blevet styrket ovenpå tilbageslaget fra finanskrisen og uroen på de internationale finansielle markeder. Der er dog 18 fondsmæglerselskaber, som frivilligt har anmodet om inddragelse af tilladelse siden primo 2008 til ultimo 2012. Ingen af disse er dog gået konkurs eller i betalingsstandsning.



## Boks 2. Beskrivelse af kapitalkravene ved at drive fondsmæglervirksomhed

I lov om finansiel virksomhed er der krav om, at fondsmæglerselskab skal have en vis kapital afsat til at dække eventuelle tab. Denne kapital kaldes basiskapital og skal sammenholdes med de risici, som selskabet står overfor (risikovægtede aktiver). Der er fastsat en række bestemmelser, der regulerer, hvordan selskaberne skal opgøre de risikovægtede aktiver. Når basiskapitalen sættes i forhold til de risikovægtede aktiver fremkommer fondsmæglerselskabernes solvensprocent.

Kravet til basiskapitalens størrelse for fondsmæglerselskaber skal som minimum udgøre det største af nedenstående kapitalkrav. Derudover kan Finanstilsynet fastsætte et højere solvenskrav.

- Minimumskapitalkravet, jf. også boks 1, på enten 0,3 mio. euro (lille tilladelse) eller 1 mio. euro (stor tilladelse),
- 8 pct. af selskabets risikovægtede poster (solvenskravet),
- 25 pct. af selskabets forrige års faste omkostninger, og
- selskabets egen opgørelse af en tilstrækkelig basiskapital

Det individuelle solvensbehov er det højeste af ovenstående krav i procent af de risikovægtede poster. Den kapital, som selskabet har til rådighed udover kapitalkravet, kaldes overdækning. Jo mere overdækning et selskab har, jo mere modstandsdygtigt er selskabet, alt andet lige, overfor fremtidige tab.

### *Solvens og overdækning*

Solvensprocenten for fondsmæglerselskaberne under ét faldt fra 123 pct. ultimo 2011 til 48 pct. ultimo 2012, jf. tabel 3. Det skyldes, at de risikovægtede poster er steget med over 150 pct., mens basiskapitalen stort set er uændret. Hovedårsagen til stigningen i de risikovægtede poster er, at de syv selskaber med stor tilladelse fra den 1. januar 2012 skulle medregne operationelle risici ved opgørelse af de risikovægtede poster.

**Tabel 3. Fondsmæglerselskabernes solvensprocent og risikovægtede aktiver, 2008-2012.**

	2008	2009	2010	2011	2012
Basiskapital (mio. kr.)	994	1.071	1.290	1.323	1.291
Risikovægtede aktiver (mio. kr.)	879	812	1.152	1.074	2.685
Solvensprocent (pct.)	113	132	112	123	48

Anm.: Fondsmæglerselskabernes solvensprocent er et vægtet gennemsnit, som er vægtet efter de risikovægtede aktiver.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

I 2012 steg den gennemsnitlige overdækning målt i kr. fra 16,6 mio. til 18,1 mio., jf. tabel 4. Samtidig er den gennemsnitlige overdækning ift. kapitalkravet målt i procent faldet med knap 30 procentpoint siden sidste år til 128,8 pct., hvilket bl.a. forklares af inklusion af operationelle risici i de risikovægtede poster, jf. ovenfor. Generelt set er fondsmæglerselskabernes overdækning i forhold til kapitalkravet fortsat høj.

Gennemsnittet dækker over en stor variation mellem selskaberne, omend spændet er blevet indsnævret i 2012. Således har de fem virksomheder med den laveste overdækning i 2012 en gennemsnitlig overdækning på 15,1 pct., hvilket er en stigning på godt 8 procentpoint i forhold til året før. Omvendt har de 5 virksomheder med den højeste overdækning i 2012 stadig en gennemsnitlig overdækning, der er større end 3 gange deres gennemsnitlige kapitalkrav.

**Tabel 4. Udvikling i overdækningen for alle fondsmæglerselskaber, 2011-2012**

	2011	2012
Gennemsnitlig overdækning (mio. kr.)	16,6	18,1
Gennemsnitlig overdækning i forhold til kapitalkravet i (pct.)	154,5	128,8
De 5 virksomheder med den laveste overdækning (pct.)	6,8	15,1
De 5 virksomheder med den højeste overdækning (pct.)	690,8	341,8
Gennemsnitlig kapitalkrav (mio. kr.)	14,1	14,3

Anm.: Overdækningen beregnes som basiskapital fratrukket kapitalkravet divideret med risikovægtede aktiver. Ovenstående procentsatser er overdækning i forhold til kapitalkravet i procent. 3 fondsmæglerselskaber, der blev stiftet i 2011, er ikke medtaget i tabellen.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

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, jf. afsnit 3. Typisk vælger fondsmæglerselskaber med høje driftsomkostninger at hensætte mere kapital til overdækningen og vice versa.

### *Udbytte*

Udbytteudbetalinger til ejerne spiller en stor rolle for størrelsen af fondsmæglerselskabernes overdækning, fordi den udbetalte kapital ikke længere vil indgå i selskabets basiskapital, samt at en stor andel af overskuddet typisk udloddes. Fondsmæglerselskaberne udbetalte i 2012 udbytte i størrelsesordenen af 141 mio. kr. mod 254 mio. kr. i 2011, hvilket svarer til et fald på 44,6 pct., jf. tabel 5, på trods af, at indtjeningen steg. Reduktionen i udbyttebetalingen bidrager positivt på basiskapitalen, men effekten på solvensprocenten modvirkes af stigningen i de risikovægtede poster, jf. overfor.

**Tabel 5. Fondsmæglerselskabernes udbytte udbetalinger i mio. kr., 2008-2012.**

Mio. kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Udbytte udbetalinger	546	375	235	254	141
Resultat før skat	554	468	561	355	558

Anm.: Afhængig af udbyttepolitikken kan resultatet før skat udloddes på forskellige tidspunkter.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

### *Indtjening pr. omkostningskrone*

Fondsmæglerselskabernes indtjening pr. omkostningskrone (dvs. antallet af tjente kroner for hver krone, der bruges) havde en stigning på 14 pct. i forhold til året før, fra 1,27 kr. til 1,44 kr., jf. tabel 6. Udviklingen skyldes en stigning i indtjeningen fra 1.694 mio. kr. i 2011 til 1.821 mio. kr. i 2012, svarende til en stigning på 7,5 pct., kombineret med, at omkostningerne er faldet fra 1.339 mio. kr. til 1.263 mio. kr., svarende til et fald på 5,6 pct.

**Table 6. Indtjening pr. omkostningskrone fordelt efter tilladelse, 2008-2012.**

	2008	2009	2010	2011	2012
Alle fondsmæglerselskaber					
Indtjening (mio. kr.)	1.704	1.625	1.940	1.694	1.821
Omkostning (mio. kr.)	1.150	1.158	1.379	1.339	1.263
<i>Indtjening pr. omkostningskrone</i>	1,48	1,40	1,41	1,27	1,44
Fondsmæglerselskaber med stor tilladelse					
Indtjening (mio. kr.)	1.334	1.118	1.282	990	927
Omkostning (mio. kr.)	839	833	951	839	614
<i>Indtjening pr. omkostningskrone</i>	1,59	1,34	1,35	1,18	1,51
Fondsmæglerselskaber med lille tilladelse					
Indtjening (mio. kr.)	369	508	658	704	895
Omkostning (mio. kr.)	311	325	429	500	649
<i>Indtjening pr. omkostningskrone</i>	1,19	1,56	1,54	1,41	1,38

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

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Den generelle tendens i årene 2008-2012 er, at fondsmæglerselskaber med lille tilladelse har øget deres omkostninger, i takt med at indtjeningen er steget. I samme periode er indtjeningen blandt selskaber med stor tilladelse faldet, samtidig med at omkostningerne også er reduceret. Således steg indtjening pr. omkostningskrone i 2012 for selskaber med stor tilladelse markant, mens et mindre fald gjorde sig gældende for selskaber med lille tilladelse.

Større fondsmæglerselskaber vil typisk have større driftsomkostninger, herunder særligt lønomkostninger. Omkostningerne for mindre selskaber vil alt andet lige være mere variable, ligesom at sagsgangene er kortere, og det er Finanstilsynets erfaring, at disse som oftest hurtigere kan tilpasse omkostningerne til en faldende indtjening.

### 3. Risici

Fondsmæglerselskaberne må ikke yde udlån, og har derfor typisk ikke de store kreditrisici. Desuden er de fondsmæglerselskaber, som ikke har tilladelse til at handle for egen regning, underlagt visse begrænsninger med hensyn til placering af selskabets midler. Derfor vil de væsentligste risici for fondsmæglerselskaber fortsat ofte være de operatio-

nelle risici samt risici knyttet til forretningsmodellen bl.a. risiko for manglende indtjening og omdømmerisici.

### *Indtjeningsgrundlag*

Indtjeningsvejen er et af de vigtigste fokusområder i Finanstilsynets vurdering af holdbarheden i fondsmæglerselskabers forretningsmodeller.

Fondsmæglerselskaber, som har en forretningsmodel, der baseres på skønsmæssig porteføljepleje, er afhængige af at have en vis mængde kapital under forvaltning (AuM), før der kan være tale om en holdbar forretningsmodel. Dette skyldes, at der i praksis er omkostninger, som skal afholdes helt eller delvist uanset mængden af kapital under forvaltning.

Mængden af kapital under forvaltning, der skal til, før forretningsmodellen er holdbar, varierer fra selskab til selskab, idet det især afhænger af selskabets omkostninger. Omkostningerne afhænger igen af en række forhold, herunder især lønninger og husleje. Lønningerne afhænger dels af lønniveauet, men de afhænger også en del af selskabernes forretningsmodel. Nogle fondsmæglerselskaber tilbyder flere services end andre, og disse vil alt andet lige også have højere omkostninger.

Jo færre kunder, et selskab har, des mere er selskabet afhængig af enkeltkunder. Nogle selskaber har relativt få men til gengæld store kunder, mens andre har en del kunder, der hver for sig ikke er store i forhold til den samlede AuM.

Indtjeningsgrundlaget samt kundesammensætningen er derfor vigtige parametre ved Finanstilsynets overvejelse af, om forretningsmodellen er holdbar.

Faldende AuM kan enten indikere, at selskabet mister kunder, eller at værdien af kundernes formue under forvaltning mindskes. Et fald i værdien af AuM kan enten skyldes selskabets manglende evne til at investere kundernes midler hensigtsmæssigt eller være en konsekvens af kursfald på de finansielle markeder generelt.

Opgørelsen af AuM omfatter i dette tilfælde udelukkende den samlede formue for kunder, hvor der udføres skønsmæssig porteføljepleje. Den omfatter således ikke formue fra

kunder, hvortil der ydes investeringsrådgivning, og hvor kunden eller fondsmæglerselskabet selv foretager handlerne efterfølgende.

En række fondsmæglerselskaber udfører ikke kun skønmæssig porteføljepleje som primær aktivitet, men også investeringsrådgivning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5, til lov om finansiel virksomhed. I sådanne tilfælde vil størrelsen på AuM alene ikke afspejle, om selskabets forretningsmodel er holdbar. Ved vurderingen af forretningsmodellens holdbarhed vil Finanstilsynet derfor også vurdere, i hvilket omfang selskabet har indtægter fra investeringsrådgivning, samt hvor stor en formue, selskabet rådgiver om.

Indtjeningen vurderes f.eks. ved gennemgang af selskabernes stress-tests, som indikerer hvor meget indtjeningen skal falde, før selskabets overskud er væk og der dermed tæres på den kapitalmæssige overdækning.

#### *Omkostninger*

Omkostningerne og styringen af disse er ligeledes vigtige parametre, som Finanstilsynet lægger vægt på ved vurdering af, om indtjeningsevnen er robust og forretningsmodellen holdbar.

Antallet af måneder, fondsmæglerselskaberne kan klare sig uden indtjening er faldet fra 10,4 i 2011 til 8,3 måneder i 2012. Som det fremgår af tabel 7 er der stor forskel på fondsmæglernes robusthed såfremt indtjeningen forsvinder. Faldet i gennemsnittet skyldes primært et fald blandt de 10 mest robuste selskaber, som oplevede en markant stigning i risikovægtede aktiver i 2012, jf. afsnit 2.

**Tabel 7. Antal måneder fondsmæglerselskaber kan klare sig uden indtjening med nuværende omkostningsniveau, 2011-2012.**

	2011	2012
Gennemsnitligt antal måneder før overdækning er væk uden indtjening	10,4	8,3
Gennemsnitligt for de 10 virksomheder med færrest antal måneder	1,0	1,6
Gennemsnitligt for de 10 virksomheder med flest antal måneder	31,0	20,9

Anm.: Beregningerne foretages under antagelse af, at fondsmæglerselskaberne ikke justerer på størrelsen af driftsomkostningerne i hele den periode, hvor der tæres på overdækningen. Tre fondsmæglerselskaber, hvoraf et blev stiftet ultimo 2011, er ikke medtaget i tabellen.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

De 10 virksomheder med færrest antal måneder før overdækningen er væk har til gengæld haft en mindre fremgang. Ultimo 2011 var gennemsnittet således på 1 måned for de 10 mindst robuste fondsmæglerselskaber, mens gennemsnittet i ultimo 2012 var på 1,6 måneder.

Faldet på to måneder i gennemsnitligt antal måneder før overdækning er væk uden indtjening, tyder dog ikke på en generel reduktion af robustheden, jf. tabel 7. Som tidligere nævnt skyldes faldet primært en stigning i de risikovægtede poster i 2012.

Ved tilsynet med selskaber, der har en ringe eller ustabil indtjening, samt med selskaber med forholdsvis lav overdækning vil Finanstilsynet også have fokus på omkostningsstyring ved vurdering af om forretningsmodellen er holdbar.

### *Nye momsregler*

Finanstilsynet har forstået ud fra SKAT's Styresignal af 19. december 2012, at private investorer, som har indgået en aftale med fondsmæglerselskaber om udførelse af skønsmaessig porteføljevaltning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 4, til lov om finansiel virksomhed, skal fra den 1. juli 2013 betale moms for den pågældende ydelse<sup>2</sup>.

Hidtil har aktiviteten været momsfritaget under den danske momslovgivning. Ændring af SKAT's praksis skyldes EU-domstolens afgørelse i Deutsche Bank AG sagen af 19. juli 2012.

<sup>2</sup> Moms af porteføljevaltning – EU-domstolens dom i sag C-44/11, Deutsche Bank - Praksisændring – Genoptagelse – Styresignal af 19. december 2012. <https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oID=2089734>

Sagen vedrørte Deutsche Bank AG, der udførte diskretionær porteføljevaltning til sine kunder. Ydelsen bestod af to elementer, dels analyse og overvågning af kunders formue, dels køb og salg af værdipapirer for kunders regning.

Analyse og overvågning af kunders formue er en momspligtig ydelse, mens køb og salg af værdipapirer er momsfritaget. EU-Domstolen fastslog i den konkrete sag, at de pågældende ydelser momsmæssigt var uadskillelige. Desuden var det ikke muligt at anse den ene ydelse som hovedydelsen, mens den anden som bi-ydelse. Derfor har EU-Domstolen fastslået, at der er tale om en samlet ydelse, som skal være momspligtig.

Ændringen i momsreglerne vil medføre en ekstraomkostning for investorer, der får deres formue forvaltet af et fondsmæglerselskab eller værdipapirhandler. Denne ændring kan have som konsekvens, at kunderne selv køber investeringsforeningsbeviser i stedet for at have en aftale om individuel skønmæssig porteføljepleje eller efterspørger investeringsrådgivning i stedet for skønmæssig porteføljepleje.

Nogle fondsmæglerselskaber kan i forskelligt omfang være nødsaget til at reducere priserne for at kompensere for prisstigningerne som følge af momsen.

Fondsmæglerselskaber, som har tilladelse til at udføre skønmæssig porteføljepleje, bør derfor overveje, hvorvidt selskabets forretningsmodel fortsat vil være holdbar efter de nye momsreglers ikrafttrædelse.

#### *Konkurrenceevne*

Fondsmæglerselskaber opererer stadig på et forholdvis smalt forretningsområde, sammenlignet med banker, idet selskaberne er begrænset til kun at udføre de aktiviteter, der er oplyst i bilag 4 til lov om finansiel virksomhed.

Pengeinstitutterne er og har været fondsmæglerselskabers største konkurrenter. Efter ikrafttrædelsen af momsreglerne kan det som nævnt tænkes, at investorer i højere grad vælger selv at købe investeringsforeningsbeviser i stedet for at indgå aftale om skønmæssig porteføljepleje med f.eks. et fondsmæglerselskab, da de nye momsregler ikke gælder for skønmæssige porteføljepleje ydet til investeringsforeninger. I givet fald vil det medføre et fald i det samlede AuM. På den anden side er der en mulighed for at fonds-



mæglerselskaberne kan yde investeringsrådgivning til disse investeringsforeninger, og derved helt eller delvis imødekomme reduktion i AuM.

### *Internationalisering*

Fondsmæglerselskaber kan benytte sig af EU-rettens fribevægeligheds regler til at udføre grænseoverskridende tjenesteydelser, jf. boks 3.

### **Boks 3. Regler for grænseoverskridende tjenesteydelse**

Fondsmæglerselskaber, som ønsker at udøve grænseoverskridende tjenesteydelser i henhold til § 39 i lov om finansiel virksomhed, i et EU/EØS-land, skal give Finanstilsynet meddelelse herom. Endvidere skal fondsmæglerselskabet sørge for at oplyse følgende:

- Hvilke lande selskabet ønsker at udføre grænseoverskridende tjenesteydelser i.
- Hvilke aktiviteter selskabet ønsker at udføre samt hvilke finansielle instrumenter, selskabet vil udføre aktiviteter med, jf. bilag 1 til MiFID-direktivet.

Fondsmæglerselskaber skal være opmærksomme på, at der kun kan notificeres de aktiviteter samt instrumenter, som selskabet har tilladelse til at udøve i Danmark.

Dernæst skal selskabet være opmærksomt på, at ikke alle aktiviteter og finansielle instrumenter er omfattet af MiFID og dermed heller ikke omfattet af MiFID-passportet. I sådanne tilfælde kan selskabet kun udføre sådanne aktiviteter eller aktiviteter med sådanne instrumenter efter værtslandets særskilte tilladelse hertil.

Finanstilsynet videresender notifikationen til værtslandet senest 1 måned efter modtagelsen af notifikationen fra selskabet, jf. § 39, stk. 2, i lov om finansiel virksomhed.

Ved ændringer af fondsmæglerselskabers aktiviteter og instrumenter i værtslandet skal disse ligeledes underrettes til Finanstilsynet, hvorefter tilsynet foretager notificering heraf.

I henhold til § 39, i lov om finansiel virksomhed, skal fondsmæglerselskaber anmode om notificering i andre EU/EØS-lande, før selskaberne kan påbegynde grænseoverskridende aktiviteter i de pågældende lande. Antallet af fondsmæglerselskaber, der anmodede om notificering i det pågældende år er vokset fra 2 selskaber i 2008, til 8 selskaber i 2012, samtidig med at mængden af notifikationer ligeledes er vokset fra 2 til 46 notifikationer, jf. tabel 8.

**Tabel 8. Fondsmæglerselskabers udvikling i grænseoverskridende tjenesteydelser 2008-2012.**

	2008	2009	2010	2011	2012
Antal fondsmæglerselskaber i det pågældende år	45	46	44	43	41
Antal fondsmæglerselskaber, som har anmodet om notificering i det pågældende år	2	1	2	5	8
Antal notifikationer sendt til udenlandske tilsynsmyndigheder i det pågældende år	2	2	22	50	46

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

De seneste års udviklingen i antal selskaber der har anmodet om notificering, samt antallet af notifikationer sendt til udenlandske myndigheder, indikerer en øget internationalisering blandt fondsmæglerselskaberne. Stigningen i interessen for at søge indtjeningsmuligheder i andre EU/EØS-lande, kan muligvis skyldes konkurrencevilkårene på det danske marked.

Finanstilsynet har imidlertid ikke tal for, hvor stor en andel af fondsmæglerselskabernes indtægter, som stammer fra at levere grænseoverskridende tjenesteydelser, men baseret på oplysninger fra undersøgelser af selskaberne skønnes den samlede andel endnu at være lav.

#### *Selskabets egen vurdering af risici, herunder bestyrelsen og direktionens vurdering*

Finanstilsynet lægger vægt på, at fondsmæglerselskaberne kan opgøre deres risici og styre disse. Det er Finanstilsynets opfattelse, at fondsmæglerselskaber, som ikke har tilstrækkelig overblik over egne risici og styring heraf, har øget risiko for tab.

Som nævnt tidligere er operationelle risici ofte de vigtigste risici ud over risici forbundet med forretningsmodellen. Det fremgår af § 125, stk. 7, i lov om finansiel virksomhed, at fondsmæglerselskaber skal opgøre deres tilstrækkelige basiskapital. Operationelle risici er et af de forhold, der skal indgå ved vurderingen af den tilstrækkelige basiskapital og solvensbehovet.

Ved operationelle risici forstås risici for tab som følge af u hensigtsmæssige eller mangelfulde interne procedurer, menneskelige fejl og systemmæssige fejl eller som følge af eks-

terne begivenheder, inklusive retlige risici, jf. § 53, stk. 2, i bekendtgørelse om kapitaldækning.

Ved opgørelse af selskabernes solvensbehov lægger Finanstilsynet vægt på, at fondsmæglerselskaberne har forholdt sig til de enkelte risici, samt i hvilket omfang risiciene kan påføre tab for selskaberne.

Der stilles derfor krav til bestyrelsen og direktionens kompetencer til at opgøre risiciene i forbindelse med bestyrelsens fastlæggelse af det individuelle solvensbehov. Selskabets bestyrelse og direktion skal have et overblik over, hvilke risici selskabet har påtaget sig, samt om risiciene ligger inden for den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt. Bestyrelsen skal være involveret i opgørelsen af det individuelle solvensbehov, og bestyrelsen skal forholde sig til selskabets konkrete risici.

Det er Finanstilsynets indtryk, at det beløb, der afsættes til det individuelle solvensbehov herunder til operationelle risici, som altovervejende hovedregel er tilstrækkeligt i forhold til selskabernes risici. Men det er dog samtidig Finanstilsynets vurdering, at bestyrelserne ofte ikke har forholdt sig tilstrækkeligt til selskabernes risici ved opgørelsen af kapitalen. Herved kan der være en risiko for, at bestyrelsen ikke i tide får afsat kapital, hvis forholdene, herunder de operationelle risici, ændrer sig.

#### *Inddragelse af tilladelse*

Udover indtjenings- og solvensmæssige forhold overvåger Finanstilsynet, om fondsmæglerselskaberne overholder kravene i den finansielle lovgivning, som fondsmæglerselskaber skal overholde.

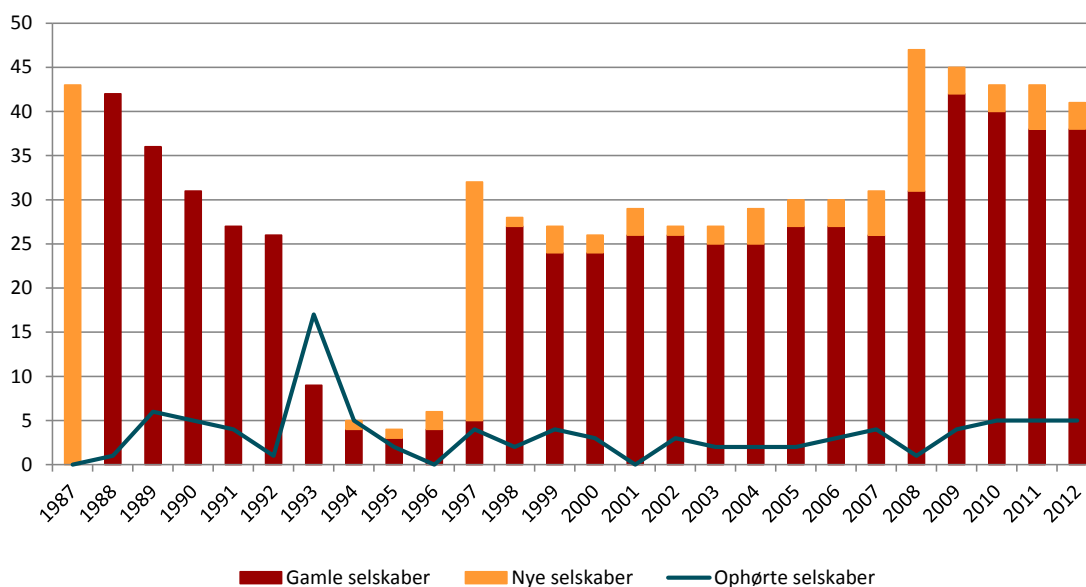
Finanstilsynet har ved udgangen af 2012 og i starten af 2013 inddraget to fondsmæglertiladelser. De pågældende fondsmæglerselskaber har efter Finanstilsynets vurdering foretaget grove overtrædelser af den finansielle lovgivning, herunder overtrædelse af selskabernes tilladelse som fondsmæglerselskab.

#### **4. Om statistikken**

Tallene i denne artikel er baseret på indberettede årsregnskabsoplysninger for fondsmæglerselskaber. Ultimo 2012 var der i alt 41 fondsmæglerselskaber. Antallet af fondsmæglerselskaber, der indberetter til Finanstilsynet og antallet af fondsmæglerselskaber, der har tilladelse til at operere er ikke nødvendigvis det samme. Dette kan dels skyldes, at nogle selskaber ophører i løbet af året, men alligevel indberetter for ultimo året. Dels, at nogle selskaber får tilladelse til at operere i løbet af året, men først indberetter ultimo året efter.

## 5. Appendiks

Figur A1. Antal børs- og fondsmæglerselskaber, 1987-2012.



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-vekslererfirmaer 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 2012.**

<b>FT_nr</b>	<b>Fondsmæglerselskab</b>	<b>tilladelse</b>
8255	Accunia Fondsmæglerselskab A/S	stor
1186	Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S	stor
8254	Artha Kapitalforvaltning Fondsmæglerselskab A/S	lille
8168	ATP Alpha Fondsmæglerselskab A/S	lille
8259	ATRIUM Kapitalforvaltning Fondsmæglerselskab A/S	lille
8156	BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	stor
8190	Bundgaard, Lund & Simoni Capital Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8187	Capital Four Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
1180	Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	stor
8250	COIN Fondsmæglerselskab A/S	lille
8163	Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab	lille
8161	Difko Fondsmæglerselskab A/S	lille
8302	Direct Hedge Danmark Fondsmæglerselskab A/S	lille
8303	Finanshuset Demetra Fondsmæglerselskab A/S	lille
8306	Fondsmæglerselskabet Investering og Kapitalforvaltning A/S	lille
1179	FormueFyn Fondsmæglerselskab A/S	lille
8152	Formuepleje A/S, Fondsmæglerselskab	lille
1184	Fundamental Fondsmæglerselskab A/S	stor
8193	Global Evolution Fondsmæglerselskab A/S	lille
1189	Habro Fondsmæglerselskab A/S	lille
8150	Hauser Securities Fondsmæglerselskab A/S	lille
8169	HP Fondsmæglerselskab A/S	stor
8198	ICAP Scandinavia Fondsmæglerselskab A/S	lille
1182	Fondsmæglerselskabet Investering & Tryghed A/S	lille
8257	Fondsmæglerselskabet InvesteringsRådgivning A/S	lille
8308	IWC Investment Partners Fondsmæglerselskab A/S	lille
8192	Jyske Global Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8174	Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S	stor
8182	Mermaid Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8196	NE Fondsmæglerselskab A/S	lille
8173	Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8305	NOW: Pensions Investment A/S Fondsmæglerselskab	lille
8253	Omni Fondsmæglerselskab A/S	lille
8164	PFA Kapitalforvaltning, Fondsmæglerselskab A/S	lille
8256	Secure Fondsmæglerselskab A/S	lille
8251	Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8194	Fondsmæglerselskabet Stockrate Asset Management A/S	lille
8258	Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S	lille
8307	UCAP Asset Management Fondsmæglerselskab A/S	lille
8304	Unipension Fondsmæglerselskab A/S	lille
8177	Wealth Management Fondsmæglerselskab A/S	lille

Anm.: Dana Invest har ikke tilladelse til at handle for egen regning, men har dog tilladelse til opbevaring og forvaltning af finansielle instrumenter på investors vegne.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.