

Investeringsfonde

Markedsudvikling 2019-2020

Indholdsfortegnelse

1. Sammenfatning	3
2. Aktører og fonde på markedet	5
2.1. Udviklingen i antallet af danske investeringsfonde	5
2.2. Udviklingen i antallet af forvaltere	7
3. Formue og allokering på tværs af aktivklasser	11
3.2. Voksende formue i investeringsforeninger og kapitalforeninger	15
3.3. Store fald i markedsværdi i februar og marts 2020 som følge af COVID-19.....	16
4. Omkostninger i investeringsforeninger (UCITS).....	19
4.1. Stigninger i de samlede årlige omkostninger.....	19
5. Risiko og risikopfattelse i investeringsforeninger.....	24
6. Bilag.....	34

1. Sammenfatning

Danske investeringsfonde havde et godt år med store afkast i 2019. Det gennemsnitlige årlige afkast for aktiefonde var på 3,24 pct. og for obligationsfonde 0,81 pct. Januar og dele af februar 2020 fulgte de gode takter fra 2019, men fra midten af februar til slutningen af marts led markederne nogle alvorlige tab, primært som følge af COVID-19-krisen. Markederne rettede sig dog igen, og ved udgangen af 2020 gav flere fonde et positivt absolut afkast.

Voksende formue i investeringsfonde

De seneste ni år er formuen i danske investeringsfonde vokset med 97 pct. fra 1.370 til 2.698 mia. kr. I 2019 og 2020 voksede formuen med ca. 529 mia. kr. svarende til 24,4 pct. Investeringsfonde er fortsat danskernes foretrukne investeringsprodukt til opsparing af frie midler. Tendensen afspejler sig også i, at udbuddet af investeringsfonde indenfor alle investeringsstrategier er steget. Ultimo 2020 var der over 1.777 danske fonde på markedet.

Nettoindstrømning fra detailinvestorer

Den positive formueudvikling i 2019 og 2020 var både drevet af markedsudviklingen i form af en positiv værdiudvikling i de underliggende aktiver og af nye indskud fra investorerne. Samlet strømmede der i 2019 til ultimo 2020 netto godt 34 mia. kr. ekstra ind i fondene, hvoraf 17 mia. kr. kom fra detailinvestorer.

Den højeste nettoindstrømning fra detailinvestorer skete i de blandede fonde, som har en kombination af aktier og obligationer i porteføljen. Samtidig investerer detailinvestorerne også mere i globale aktiefonde. Samlet blev der dog indløst 10,9 mia. kr. i disse globale aktiefonde i løbet af 2019 og 2020. Detailinvestorer skød netto knap 5 mia. kr. ind i denne fondstype, mens forsikring og pensionsbranchen indløste for 30 mia. kr.

Detailinvestorerer investerer i alternative investeringsfonde

Væksten i investeringer i AIF'er fortsætter, og antallet af denne fondstype er mere end fordoblet fra 308 i 2017 til 633 i 2020. Af disse markedsføres 76 til detailinvestorer. En stor del af de øvrige fonde markedsføres til semi-professionelle investorer, som er detailinvestorer med en investering på over 750.000 kr. Regelsættet for AIF'er har udgangspunktet i, at investorerne er kategoriseret som professionelle eller godkendte modparter, og private investorer bør derfor udvise særlig agtpågivenhed. Semi-professionelle investorer skal være opmærksomme på, at mange forvaltere slet ikke er under tilsyn, og investor kan derfor ikke gå ud fra, at Finanstilsynet fører tilsyn med ledelse og styring, værdiansættelse, forvaltning og andre væsentlige funktioner. Detailinvestorer skal være opmærksomme på, at forvalteren ingen forpligtelser har til at sikre, at en fond er egnet til en investor, og at investoren forstår produktets kompleksitet og risici.

Omkostninger

Omkostningerne i investeringsforeninger (UCITS) med provisioner er samlet set steget en smule fra 2018 til 2020. Stigningen er drevet af udviklingen i de blandede fonde. For aktiefonde er den formuevægtede omkostningsprocent faldet fra 1,54 pct. til 1,52 pct., mens

omkostningsprocenten for obligationsfonde er forholdsvis uændret fra 0,78 pct. i 2018 og 0,79 pct. i 2020.

Der er en markant stigning i omkostningerne i de blandede fonde. Den formuevægtede omkostningsprocent er for denne kategori vokset fra 1,00 pct. til 1,11 pct. fra 2018 til 2020. Udviklingen i retning af højere omkostninger er den modsatte af, hvad man umiddelbart måtte forvente i lyset af restriktioner på provisioner med krav om modsvarende kvalitetsforbedrende service, øget konkurrence fra udenlandske fonde, flere passive fonde og stordriftsfordele. Foreningernes bestyrelser har et særligt ansvar i relation til at arbejde for, at omkostningerne nedbringes, bl.a. ved at opgaver konkurrenceudsættes.

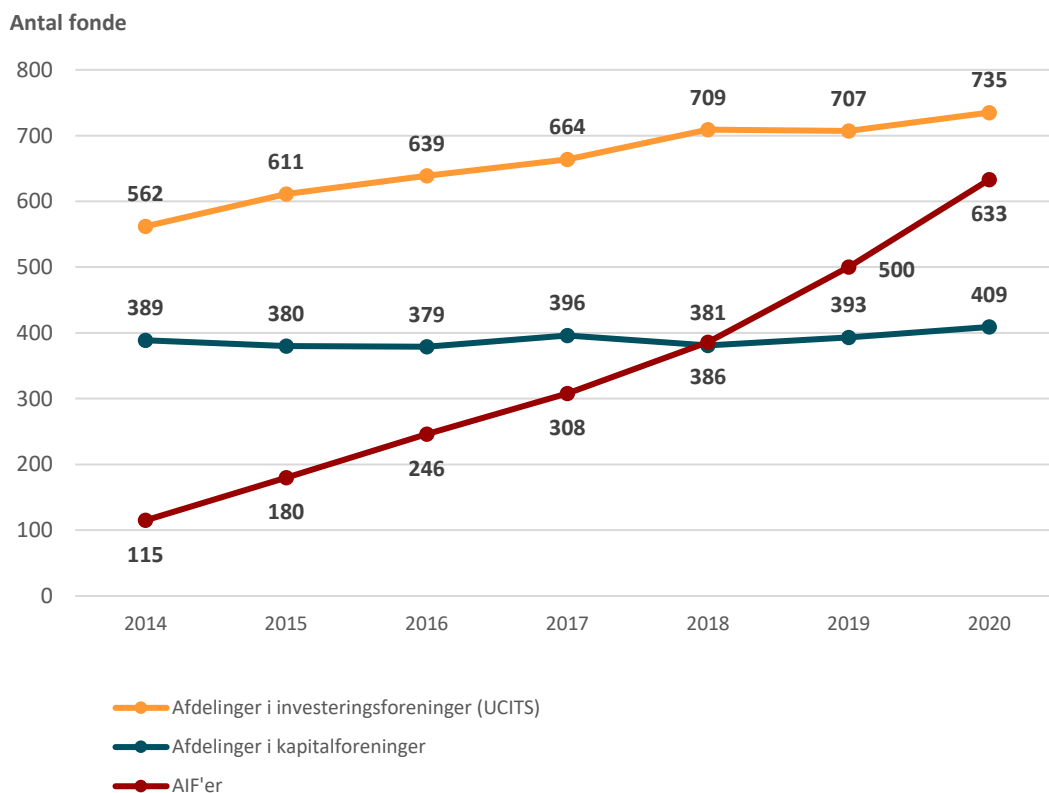
2. Aktører og fonde på markedet

2.1. Udviklingen i antallet af danske investeringsfonde

Antallet af danske investeringsfonde har været støt stigende siden 2014, jf. figur 1. Ultimo 2017 var der samlet 1.365 danske investeringsfonde på tværs af alle fondstyper, og ultimo 2020 var dette tal vokset til 1.777, svarende til en stigning på 30 pct. på tre år.

Fondene i hhv. investeringsforeninger (UCITS¹) og kapitalforeninger investerer hovedsageligt i aktier og obligationer, mens de alternative investeringsfonde (AIF'er) investerer indenfor en række alternative aktivklasser, såsom ejendomme, private equity, vindmøller, solceller mv. Boks 1 skitserer forskellene yderligere.

Figur 1: Voksene antal danske fonde, 2014-2020



Note: Alternative investeringsfonde (AIF'er) inkluderer fonde under forvaltere med hhv. tilladelse og registrering.

Kilde: Finanstilsynet.

Som figur 1 viser, er særligt udviklingen i antallet af AIF'er markant. Antallet af denne fondstype er mere end fordoblet fra 305 i 2017 til 633 i 2020. Af disse har 76 en

¹ UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) betegner fonde, der overholder en række EU-krav med henblik på investorbeskyttelse og hovedsageligt er målrettet detailinvestorer.

markedsføringstilladelse til detailinvestorer. Omvendt er antallet af afdelinger under hhv. UCITS og kapitalforeninger fra 2017 til i dag vokset med hhv. 10,7 pct. og 3 pct.

Der er store reguleringsmæssige forskelle på tværs af fondstyperne angivet i figur 1. AIF'erne og til en vis grad kapitalforeningerne er betydeligt mindre reguleret end UCITS-fonde, der er underlagt krav til spredning af aktiver og begrænsninger for brugen af gearing. De kan derfor skabe eksponering mod meget snævre dele af markedet, som kan geares efter ønske. Den markante udvikling i AIF'er kan hænge sammen med, at der er større fleksibilitet, færre krav og et lavere niveau for investorbeskyttelse, jf. nedenfor. Udviklingen på området følges derfor tæt med særlig fokus på AIF'er med markedsføringstilladelse til detailinvestorer. En medvirkende årsag til væksten for denne typer fonde kan dog også være, at lovgivningen vedrørende forvaltere af AIF'er (FAIF'er) er relativt ny. Der er således fortsat enkelte nye aktører med igangværende aktiviteter, der registreres eller får tilladelse til at oprette AIF'er.

De enkelte fonde kan enten henvende sig bredt til investorer eller til en specifik investorkreds. Det kan eksempelvis være danske og udenlandske private investorer, enten formuende investorer eller detailinvestorer, institutionelle investorer, erhvervsvirksomheder eller boligorganisationer.

Andelen af danske detailinvestorers formue i AIF'er er stadig lille med en formueandel på knap 5 pct. De primære investorer i AIF'erne er såkaldt semi-professionelle investorer (privatpersoner med investeringer over 100.000 euro) og institutionelle investorer. Blandt de institutionelle investorer indgår også pensionselskaberne, som forvalter danskernes pensionsopsparing.

Som udgangspunkt er reguleringen afstemt efter, at markedet for AIF'er er for professionelle aktører. Mindre forvaltere behøver ikke en tilladelse, men kan nøjes med en registrering. Større forvaltere skal have tilladelse af Finanstilsyn og er under tilsyn.

Det er i Danmark besluttet, at såvel registrerede forvaltere og forvaltere med tilladelse også kan udbyde AIF'er til semi-professionelle investorer. Da registrerede forvaltere ikke er under tilsyn, betyder det, at det er overladt til forvalterne selv at sikre passende governance i relation til semi-professionelle investorer, eksempelvis indenfor væsentlige og teknisk vanskelige områder som risikostyring, likviditetsstyring, værdiansættelse mv. Investorer i disse fonde har derfor behov for at udvise særlig agtpågivenhed og kan ikke basere sig på, at Finanstilsynet fører tilsyn med, om procedurer og metoder er korrekte.

Det er endvidere i Danmark besluttet, at AIF'er kan markedsføres til almindelige detailinvestorer, blot en forvalter med tilladelse opfylder få supplerende krav hovedsageligt vedrørende beskrivelsen af fonden. Med en tilladelse til markedsføring til detailinvestorer, er der ingen krav til størrelsen af investors investering. Investorer i disse fonde har derfor behov for at udvise særlig agtpågivenhed. Således påhviler der i modsætning til banker ingen pligter for en forvalter med hensyn til at sikre, at udbuddet af de ofte komplekse AIF'er sker betryggende for detailinvestorer, eksempelvis i forhold til at vurdere, hvilke investorer produktet er egnet til og i forhold til at sikre, at investoren forstår produktets kompleksitet og risici.

Liv og pensionsselskaberne investerer også pensionsmidler og dermed privates midler i AIF'er med komplicerede produkter. Liv og pensionsselskaberne er imidlertid professionelle aktører og har kompetencerne til at vurdere kompleksiteten og risiciene i disse AIF'er, hvorfor der ikke er den samme bekymring her som ved semi-professionelles og detailinvestorers investeringer.

Boks 1: Reguleringsmæssige forskelle på tværs af investeringsfonde

	Investeringsforeninger (UCITS)	Kapitalforeninger	Alternativer (AIF'er)
Primær investortype	Detailinvestorer	Institutionelle investorer / detailinvestorer med tilladelse hertil	Institutionelle investorer / Semi-professionelle investorer / detailinvestorer med tilladelse hertil
Regulering	Lov om investeringsforeninger m.v.	Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.	Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.
Aktiver	Aktier og obligationer, med mulighed for at placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier	Aktier og obligationer, men ikke underlagt krav til spredning og gearing* som UCITS	Hedge, ejendomme, private equity, vindmøller, solceller, råvarer, lån og andre aktivtyper

Note: *Gearing er en samlet betegnelse for investeringsfondens mulighed for at forøge deres eksponering ved brug af enten låneoptagelse (finansiel gearing) eller i form af derivater (syntetisk gearing).

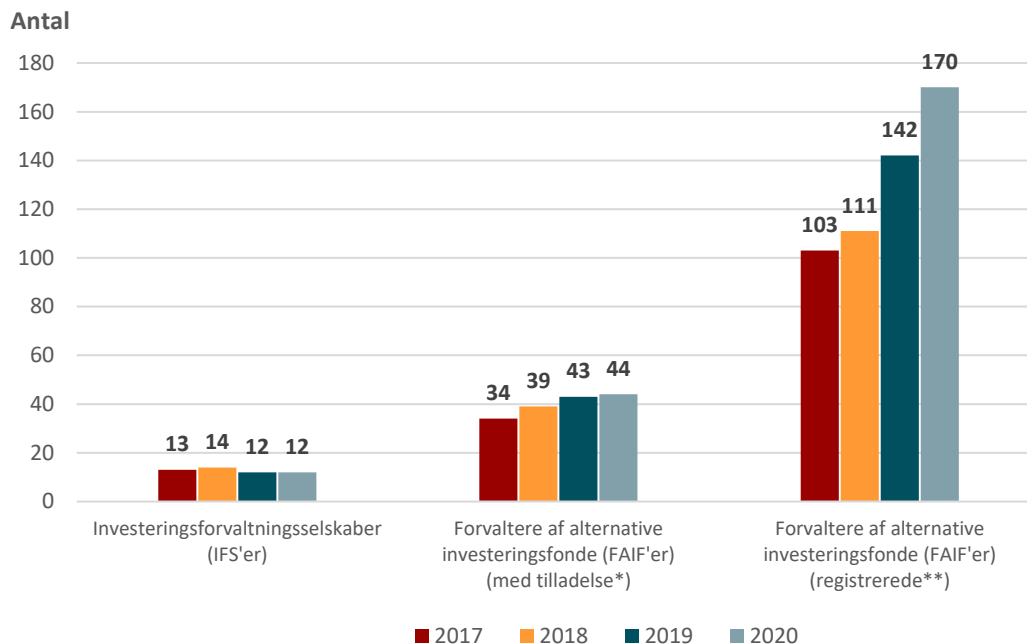
Kilde: Finanstilsynet.

2.2. Udviklingen i antallet af forvaltere

En investeringsfond forvaltes af en forvalter, som bl.a. er ansvarlig for administration og forvaltning af fondens underliggende portefølje. Figur 2A viser antallet af danske forvaltere, fordelt på type.

Investeringsforvaltningsselskaber (IFS'er) administrerer fonde under investeringsforeninger (UCITS), men kan også have en tilladelse til at forvalte kapitalforeninger og AIF'er. Forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF'er) forvalter AIF'er, og afhængig af bl.a. omfanget af de forvaltede aktiver, og om fonden markedsføres overfor detailinvestorer, skal en FAIF enten registreres eller have en tilladelse.

Figur 2A: Antal danske forvaltere, 2017-2020



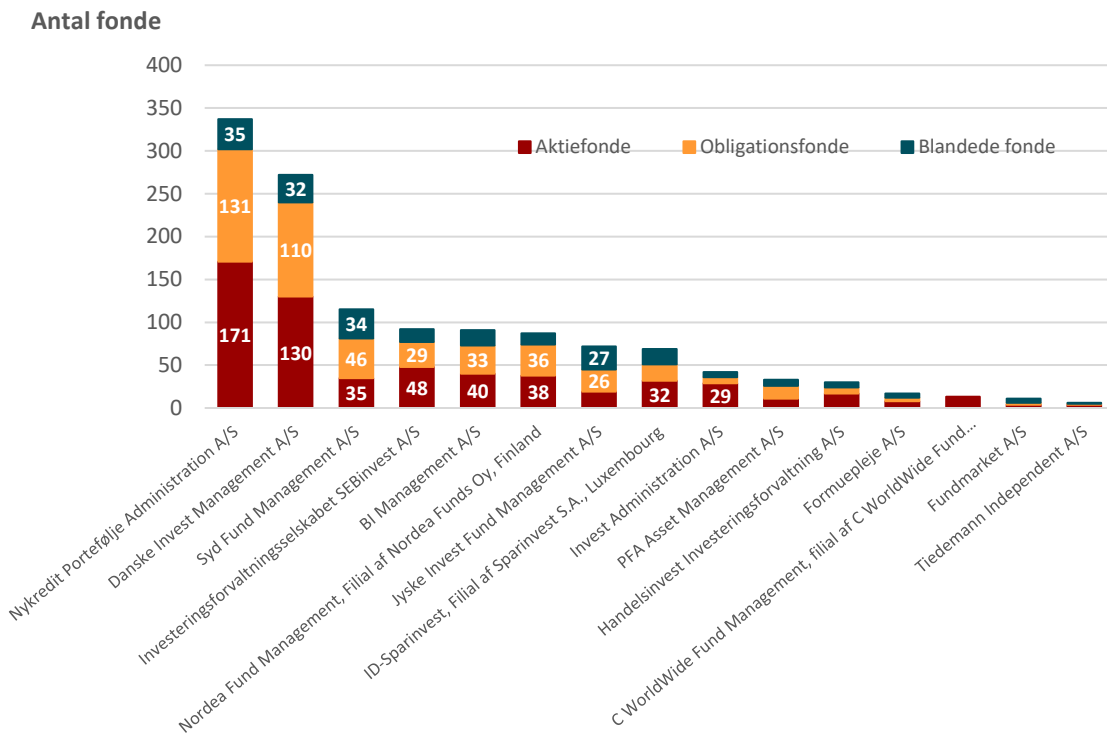
Note: Forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF'er) opdeles i hhv. forvaltere med en tilladelse og registrerede forvaltere.
 * Generelt skal en FAIF have en tilladelse hos Finanstilsynet, hvis den forvalter en samlet formue ("Asset under Management", AuM) på *over* 100 mio. euro i de alternative investeringsfonde (AIF'er) og/eller markedsfører andele i AIF'erne til detailinvestorer (defineret som investorer, der investerer for et beløb *mindre* end 100.000 euro).
 ** Registrerede FAIF'er er ikke omfattet af forpligtelsen til at søge om tilladelse og er dermed ikke underlagt tilsyn af Finanstilsynet, bortset fra § 5, 9, 10, 161 og 190-192 i FAIF-loven.
 Antallet af FAIF'er inkluderer også selvforvaltende AIF'er og EuVECA fonde.

Kilde: Finanstilsynet.

Antallet af IFS'er på det danske marked har været relativt konstant over de seneste år, jf. figur 2A. De fleste større IFS'er indgår som en del af en kreditinstitutkoncern. Et enkelt IFS er ejet af en sammenslutning af pengeinstitutter.

Antallet af forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF'er) er vokset støt de senere år. I særdeleshed er antallet af registrerede FAIF'er steget betydeligt – med 65 pct. på tre år. Særligt er en række nye aktører kommet til indenfor ejendomme og private equity. De registrerede FAIF'er er typisk mindre, og en del henvender sig til semi-professionelle investorer (privatpersoner med en investering på over 100.000 euro i den enkelte AIF). Registrerede FAIF'er er ikke omfattet af pligten til at søge om tilladelse og er ikke under tilsyn.

Figur 2B: Antal afdelinger i investeringsforeninger (UCITS) og kapitalforeninger fordelt på danske IFS'er og filialer af udenlandske investeringselskaber, 2020



Kilde: Finanstilsynet.

IFS'erne varierer betydeligt i størrelse, uanset om størrelsen opgøres efter værdierne i fondene under forvaltning, eller som i figur 2B efter antal fonde under forvaltning. Dog skiller et enkelt IFS sig ud i det mønster, idet PFA Asset Management A/S er tredjestørst målt på værdien af fondene, men blot 10. størst målt på antal fonde. PFA Asset Management har færre og større fonde end de andre store IFS'er.

Aktiefonde fylder halvdelen af fondsudbuddet hos et typisk IFS, mens den anden halvdel udgøres af obligationsfonde og blandede fonde. Jyske Invest Fund Management og PFA Asset Management har en relativt stor andel af blandede fonde sammenlignet med de øvrige aktører.

2.3. Flere udenlandske fonde notificeres i Danmark

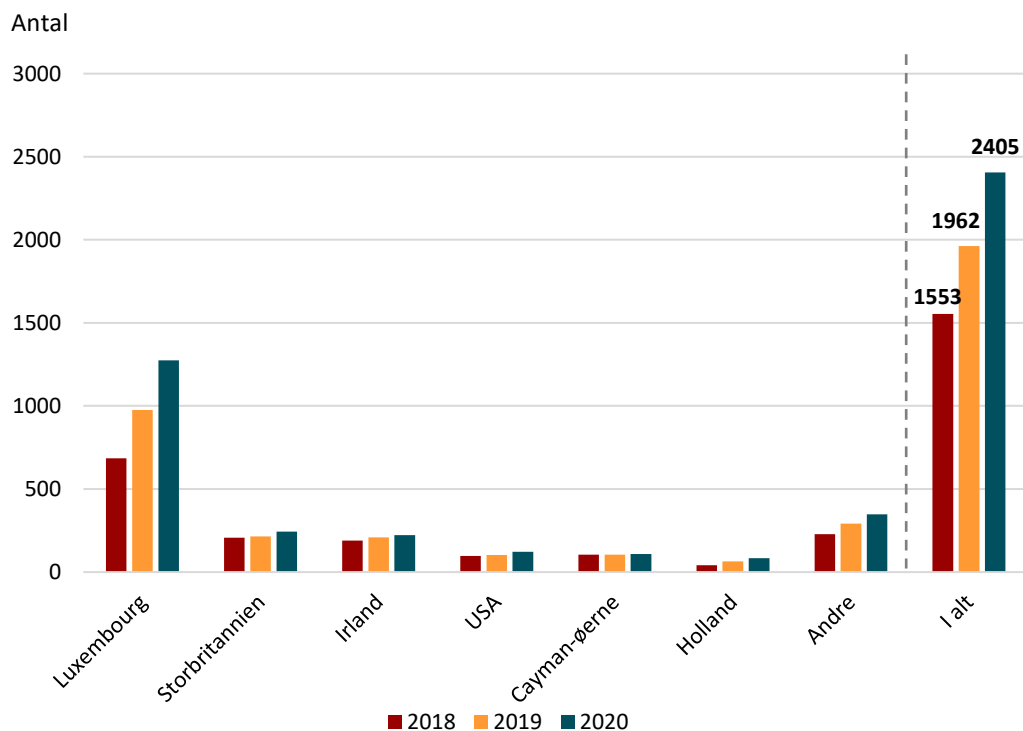
I de senere år er der kommet markant flere udenlandske aktører ind på det danske investeringsmarked. Europæisk lovgivning tillader, at udenlandske investeringsfonde kan markedsføre sig over for professionelle investorer i Danmark, hvis de notificerer sig hos Finanstilsynet. Den overordnede tilsynspligt ligger hos tilsynsmyndigheden i forvalterens hjemland, men Finanstilsynet fører bl.a. tilsyn med god skik-reglerne, som omhandler selve distributionen og salget af de udenlandske fonde til danske investorer.

Antallet af udenlandske AIF'er med markedsføringsnotifikation i Danmark er vokset med 55 pct. fra ultimo 2018 til 2020, jf. figur 3. Dermed har 2.405 udenlandske fonde nu mulighed for at markedsføre sig overfor danske investorer.

Markedsføring til danske detailinvestorer vil kræve en særskilt tilladelse fra Finanstilsynet. Dette medfører en række yderligere krav². Detailinvestorer defineres som investorer, der investerer for et beløb mindre end EUR 100.000.

Særligt AIF'er fra Luxembourg (53 pct.) dominerer markedet, men fonde fra hhv. Storbritannien (10 pct.), Irland (9 pct.), USA (5 pct.) og Cayman-øerne (5 pct.) fylder også en del, jf. figur 3. Den geografiske placering i Irland og på Cayman-øerne for specielt hedge og private equity fonde skyldes bl.a. en mindre restriktiv regulering og skattemæssige fordele.

Figur 3: Alternative investeringsfonde (AIF'er) fra EU og tredjelande, som har mulighed for markedsføring i Danmark, 2018-2020



Note: Figuren angiver antallet af alternative investeringsfonde fra udlandet, som har markedsføringsnotifikation i Danmark. Notifikationen betyder, at fonden har mulighed for at markedsføre andele overfor danske investorer. Dette er dog ikke nødvendigvis ensbetydende med, at danske investorer har investeret i fonden.

Kilde: Finanstilsynet.

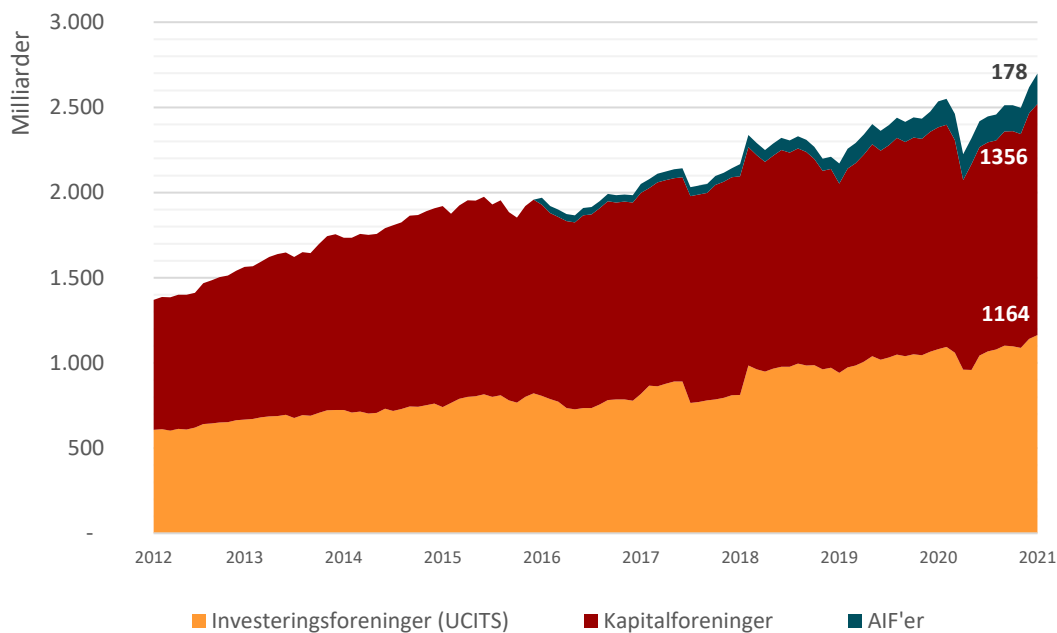
² Bekendtgørelse om tilladelse til forvaltere af alternative investeringsfonde til markedsføring til detailinvestorer fastsætter de bestemmelser, der skal være opfyldt for, at Finanstilsynet kan give en tilladelse til danske FAIF'er og EU-FAIF'er til markedsføring af en konkret AIF til detailinvestorer. For at FAIF'er fra et 3. land kan få tilladelse til markedsføring til detailinvestorer, skal betingelserne i § 5a i FAIF-loven endvidere være opfyldt.

3. Formue og allokering på tværs af aktivklasser

3.1. Udviklingen i formuen i danske investeringsfonde

Figur 4 viser formueudviklingen i danske UCITS, kapitalforeninger og AIF'er fra 2012 til 2020. Den samlede formue er vokset markant med næsten en fordobling i perioden.

Figur 4: Formuen i danske investeringsfonde, 2012-2020



Note: Formuen (angivet i mia. kr.) dækker over investorernes indskudte midler i investeringsfondene.

*Fonde under kategorien "Alternativer" blev underlagt tilsyn i 2014 som følge af implementeringen af FAIF-direktivet. Datahistorikken for denne fondstype er derfor kortere end for afdelinger under investeringsforeninger og kapitalforeninger.

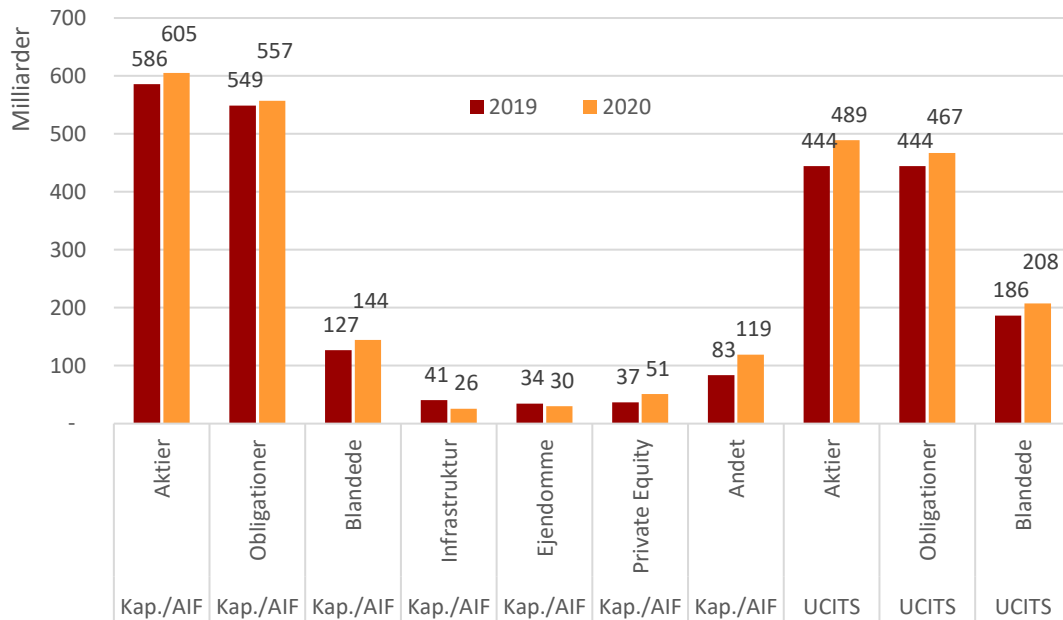
Kilde: Finanstilsynet.

Ved udgangen af 2020 udgjorde formuen i danske investeringsfonde godt 2.698 mia. kr., jf. figur 4. Til sammenligning har danske pengeinstitutter en værdi af aktiver på balancen på 3.779 mia. kr. (tal fra halvårsrapporterne for første halvår 2020).

Med en formue på 2.446 mia. ultimo første halvår 2020, svarende til 65 pct. af pengeinstitutternes balance, fylder investeringsfonde en del i det danske finansielle system. Det kan bl.a. have en betydning for opbygningen af potentielle systemiske risici. Da andre finansielle aktører, herunder banker og pensionskasser, i vid udstrækning ejer de samme aktivtyper som fondene, kan et stød til investeringsmarkedet i form af f.eks. faldende markedspriser og et eventuelt efterfølgende indløsningspres i højere grad end tidligere forplante sig til det øvrige finansielle system i Danmark.

Formuen i investeringsforeninger (UCITS) var ultimo 2020 på 1.164 mia. kr., svarende til 43 pct. af formuen på det danske fondsmarked. Formuen i kapitalforeninger var på 1.356 mia. kr. (50 pct. af det danske fondsmarked), mens formuen i AIF'er var på 178 mia. kr. (7 pct. det danske fondsmarked).

Figur 5A: Formuestørrelse i forskellige fondstyper og investeringsstrategier, 2019-2020



Note: Formuen (angivet i mia. kr.) dækker over investorernes indskudte midler i investeringsfondene og er dermed et passiv på fondenes balance.

Kilde: Finanstilsynet.

Hovedparten af fondene har investeringsmandater, der ligger indenfor enten aktier eller obligationer, mens en mindre andel af fondene har blandede mandater, jf. figur 5A.

Over de seneste år er formuen i blandede fonde vokset betydeligt. Ultimo 2020 var formuen i blandede UCITS-fonde på 208 mia. kr. I blandede fonde består investeringsforvaltningsopgaven af simpel og relativ statisk allokering mellem hovedaktiviteter (ofte gennem investering i aktive UCITS-fonde eller passive ETF'er). En delmængde af de blandede fonde udgøres af funds-of-funds³. Funds-of-funds benyttes i stigende grad ved løsninger baseret på eksempelvis traditionel investeringsrådgivning eller robotrådgivning.

Den stigende formue i blandede fonde, herunder i funds-of-funds kan have sin forklaring i flere forhold.

For det første er funds-of-funds typisk provisionsbærende fonde. Derfor kan det delvise provisionsforbud ved porteføljeplejeordninger, som trådte i kraft 3. januar 2018, have medvirket til et skifte fra porteføljeplejeløsninger til investeringsrådgivningsløsninger eller digitale løsninger baseret på blandede fonde.

³ Fund-of-funds er en særlig type fond, hvor investeringsstrategien baserer sig på, at fondens investeringsforvalter investerer i andre fonde (typisk aktie- og obligationsfonde) i stedet for at investere direkte i eksempelvis enkeltaktier og enkeltobligationer.

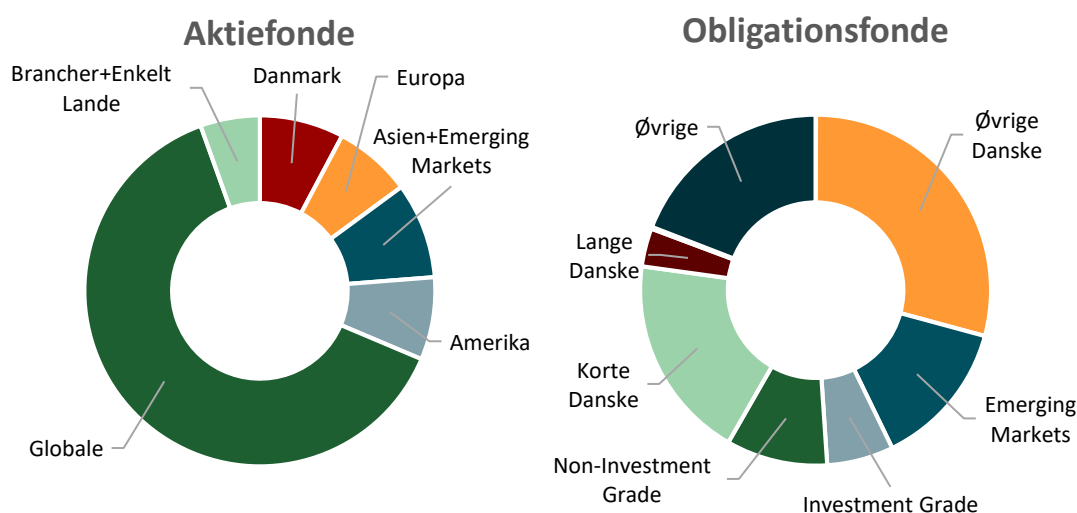
For det andet anvendes en række fund-of-funds i stigende grad i digitale investeringsværktøjer. Sådanne værktøjer har været i vækst, hvilket formentlig bl.a. kan tilskrives et ønske om at nå ud til yngre målgrupper og samtidig sænke produktionsomkostningen i investeringsprocessen.

For det tredje er der de senere år set en tendens til, at investeringsforeninger i stigende grad etablerer særskilte blandede fonde med en "fund-of-funds" struktur. I flere tilfælde er der tale om fonde, som er målrettede et specifikt pengeinstituts kunder, og hvor investeringsforvaltningen outsources til dette pengeinstitut. En sådan struktur rummer en række iboende interessekonflikter.

For det fjerde kan der være store operationelle fordele. Ved at samle det løbende forvaltningsarbejde med kundernes depoter i blandede fonde, hvor ny allokering (omlægning), reinvestering, corporate actions mv. kan ske i blokke frem for via store mængder af enkelttransaktioner, vil der være potentiale for stordriftsfordele på investeringsforvaltningen, hvorved denne vil kunne blive billigere, ligesom den operationelle risiko vil kunne mindskes. Stigende omkostninger i de blandede fonde, herunder fonde med fund-of-funds struktur tyder dog på, at stordriftsfordele på investeringsforvaltningen ikke kommer investorerne til gode.

På trods af udviklingen i blandede fonde fylder aktie- og obligationsfonde fortsat størstedelen af markedet. Figur 5B viser fordelingen af formue på tværs af de forskellige typer indenfor hhv. aktie- og obligationskategorien.

Figur 5B: Formueandele i forskellige underkategorier i aktier og obligationer på hele markedet (UCITS + kapitalforeninger) ultimo 2020



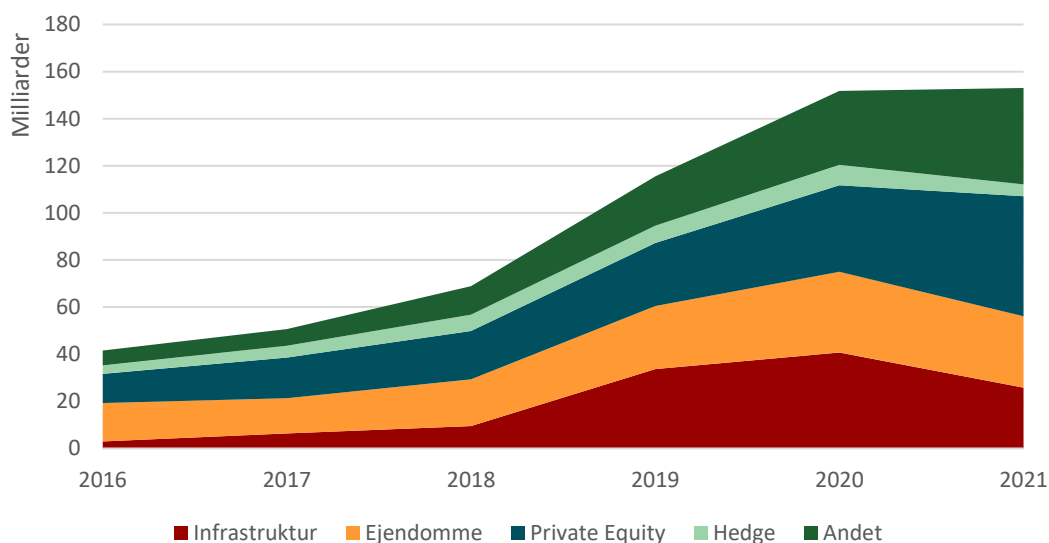
Kilde: Finanstilsynet.

Figuren viser, at størstedelen (63 pct. – 688 mia. kr.) af formuen i aktiefonde falder under kategorien globale aktier. Formuen i obligationsfonde består primært af forskellige stats-,

reakredit- og virksomhedsobligationer. Ultimo 2020 var formuen i danske virksomhedsobligationsfonde på 157 mia. kr. fordelt på hhv. godt 62 mia. kr. i Investment Grade-segmentet og knap 95 mia. kr. i Non-Investment Grade-segmentet.

De lave renter og faldende risikopræmier, som har præget markederne i en årrække, har øget incitamentet til, at fonde og investorer i stigende grad søger over i mere risikable og komplekse aktivtyper i jagten på attraktive afkast til investorerne. Denne tendens er særligt tydelig i det alternative fondsmarked. Af den samlede formue i AIF'er er størstedelen placeret i infrastruktur-, ejendoms-, og private equity-fonde, jf. figur 5C.

Figur 5C: Formueudviklingen indenfor de alternative aktivklasser i AIF'er, 2016-2020



Kilde: Finanstilsynet.

Det alternative fondsunivers er karakteriseret ved store forskelle på tværs af fondstyper. Ofte er de unoterede og derfor mindre likvide, hvilket gør investeringerne mindre gennemsigtige. Dette påvirker også værdiansættelsen af de underliggende aktiver, som bliver langt mere subjektiv og usikker, end det eksempelvis er tilfældet for børsnoterede aktier, der har en daglig prisfastsættelse. Der er også store forskelle i brugen af gearing. Den simpleste form for gearing er ved optagelse af gæld (finansiel gearing), hvilket eksempelvis kan bruges i ejendomsfonde, når der optages realkreditbelåning. Derudover kan en fond geare sig ved brug af derivater (syntetisk gearing), hvilket kan øge den potentielle indtjening, men samtidig medføre en øget risiko. Brugen af derivater er dog ikke altid et mål for risiko, da derivater kan benyttes til flere formål. Opnås gearingen ved brug af derivater, hvis eneste formål er afdækning af eksempelvis valuta- eller renterisiko, er anvendelsen ikke et udtryk for øget risiko – tværtimod.

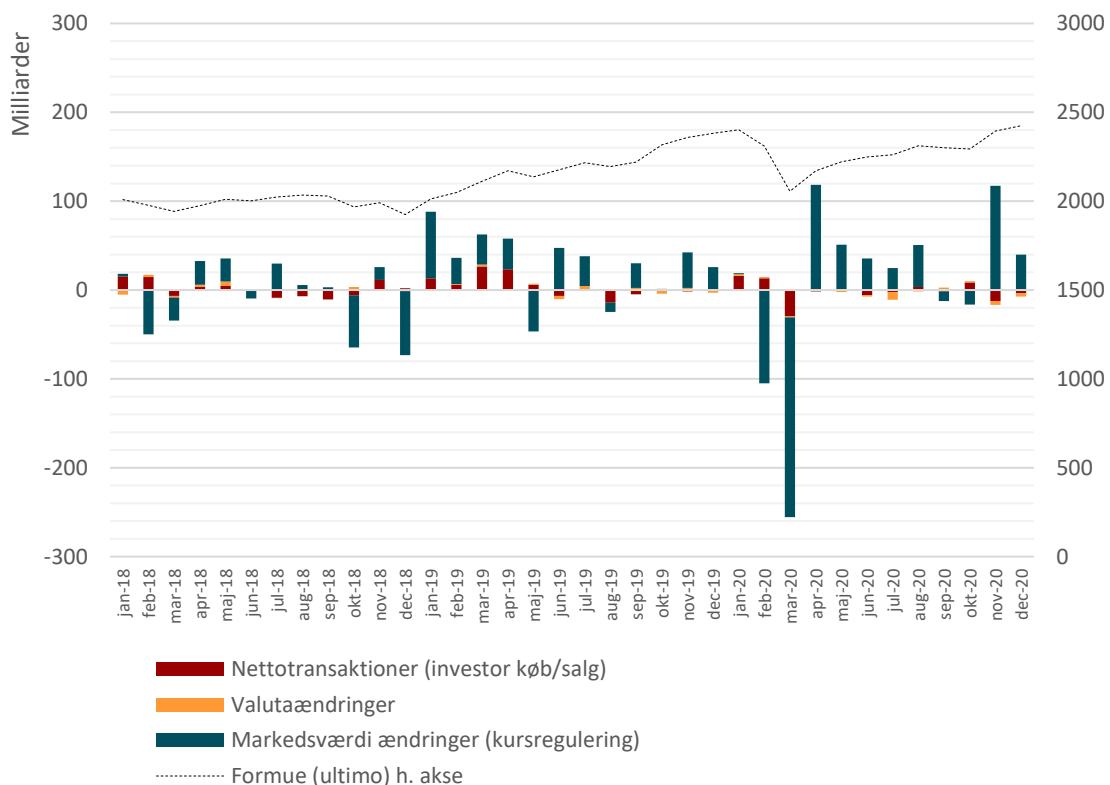
Detailinvestorers andel af formuen investeret i kapitalforeninger og AIF'er var uændret på knap 5 pct. fra januar 2018 til ultimo 2020. Det samlede investerede beløb voksede fra 47 mia. kr. primo 2018 til 70 mia. kr. ultimo 2020. Flere kapitalforeninger og AIF'er får løbende

tilladelse til markedsføring overfor detailinvestorer, og den samlede formue i disse er steget i takt med resten af fondsmarkedet.

3.2. Voksende formue i investeringsforeninger og kapitalforeninger

Formuen i UCITS og kapitalforeninger voksede gennem 2019 og 2020 med hhv. 222 mia. kr. (24 pct.) og 246 mia. kr. (22 pct.). Dette dækker dog over store udsving undervejs drevet af især markedsværdiændringer, jf. figur 6A.

Figur 6A: Bevægelser i formuen i UCITS og kapitalforeninger, 2018-2020



Kilde: Finanstilsynet.

Figuren viser, at en væsentlig nettoindstrømning af nye midler fra investorerne fandt sted i 2019 og 2020. I 2019 og 2020 strømmede samlet godt 34 mia. kr. ekstra ind i fondene, hvoraf godt 17 mia. kom fra detailinvestorer.

Særligt var der en høj nettoindstrømning i begyndelsen af 2019, idet der fra januar til og med maj netto blev investeret 74 mia. kr. i investeringsfonde. Disse nye midler kom efter et massivt fald i aktivpriserne i december 2018. Det samlede værditab på 72 mia. kr. i denne måned svarede til 3,6 pct. af den samlede formue.

3.3. Store fald i markedsværdi i februar og marts 2020 som følge af COVID-19

Faldet i aktivværdien var dog langt større i februar og marts 2020, bl.a. som følge af udbruddet af COVID-19-krisen. Værdierne af de underliggende aktiver faldt dermed i februar og marts 2020 med hhv. 105 mia. kr. og 225 mia. kr., svarende til hhv. 4,4 og 9,7 pct. af formuen. Dette værditab er markant, både absolut og relativt til historiske bevægelser.

UCITS-fonde har generelt pligt til at imødekomme indløsninger fra investorerne på daglig basis, hvilket medfører likviditetsrisiko. Denne likviditetsrisiko kan materialisere sig, hvis investorerne – af den ene eller anden grund – ønsker at indløse deres andele på et tidspunkt, som er u hensigtsmæssig for fonden. Kursfald på markederne og deraf følgende negative afkast kan få investorerne til at indløse, f.eks. i forsøget på at minimere fremtidige tab. Dette kan udløse en negativ prisspiral med et stort salgspres, som ikke kan absorberes af markedet, hvilket igen kan resultere i yderligere indløsninger fra investorerne.

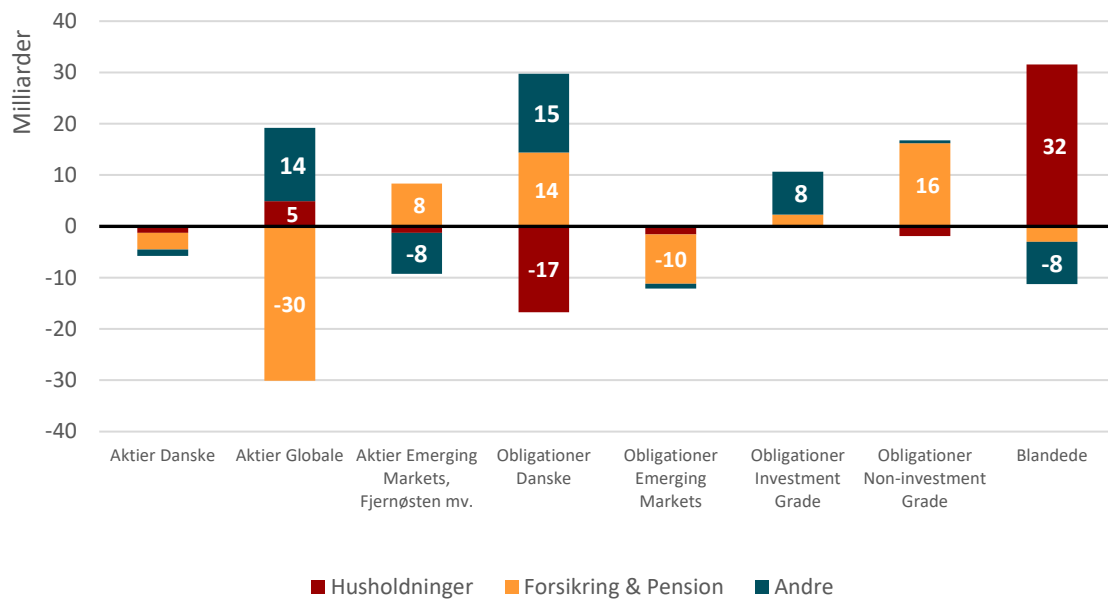
I normale perioder vil fonden ikke have problemer med at håndtere indløsninger, men under mere stressede markedsbetingelser, såsom COVID-19-krisen, kan situationen være anderledes. Historisk viser erfaringer, at detailinvestorer generelt er stabile og tænker langsigtet. Det indikerer, at investorerne normalt har tillid til, at likviditeten i fondene er til stede. Oplever investorerne andet, er der risiko for, at tilliden daler, og at de derfor trækker midler ud og dermed forstærker et likviditetspres. Forsvinder tilliden, kan det føre til, at investorerne generelt ændrer adfærd og bliver mindre stabile og langsigtede.

Faldene i aktivpriserne, som illustreret i figur 6A, koblet med en generel usikkerhed omkring fremtiden, medførte, at investorerne samlet set indløste for 31 mia. kr. i løbet af marts og april 2020. Indløsningerne svarede dog kun til 1,53 pct. af den samlede formue, hvilket ikke er markant set i et historisk perspektiv. Det dækker over betydeligt større bevægelser i bestemte investeringsstrategier.

Blandt aktiefonde skete den største udstrømning i marts 2020 i kategorien Europæiske Aktier, hvor fondene i gennemsnit havde en nettoudstrømning på 3,7 pct. af formuen. Indenfor obligationer skete den største udstrømning i kategorien Udenlandske Indeksobligationer med en gennemsnitlig nettoudstrømning på 7,3 pct. af formuen, mens der i fonde indenfor hhv. korte og lange danske obligationer var nettoudstrømning på hhv. 4,9 pct. og 3,5 pct. af formuen. Modsat var der en indstrømning i nogle kategorier i denne periode. Den største indstrømning skete i kategorierne Aktier Klima & Miljø og Aktier Nordiske, som har oplevet en gennemsnitsindstrømning på hhv. 12,4 pct. og 5,1 pct.

Tilsvarende dækkede den samlede nettoindstrømning i hele perioden 2019 og 2020 på 34 mia. kr. over større skift mellem investeringsstrategier. Figur 6B viser de samlede nettotransaktioner fra primo 2019 til ultimo 2020 i de mest normale investeringsstrategier fordelt på investortyper.

Figur 6B: Ind- og udstrømning i danske UCITS og kapitalforeninger fordelt på kategori og investortype, 2019-2020



Note: Nettoindstrømning er angivet ved totale nettotransaktioner, dvs. værdien af totale emissioner fratrukket værdien af totale indløsninger.

Kilde: Finanstilsynet.

Den højeste nettoindstrømning skete i de blandede fonde, som har en kombination af aktier og obligationer i porteføljen. Samlet set blev der investeret 20,3 mia. kr. ekstra i disse fonde i løbet af perioden. Husholdningerne skød knap 31,6 mia. kr. ind i denne fondstype, mens forsikring og pension indløste for mere end 3 mia. kr.

Der var også en stor forskel i kategorien Aktier Globale, hvor husholdningerne investerede for yderligere knapt 5 mia. kr., mens forsikring og pensionsbranchen indløste for 30,1 mia. kr.

Forsikring og pension investerede yderligere midler i Aktier Emerging Markets og Aktier Fjernøsten for samlet set 8,3 mia. kr. og i Obligationer Non-Investment Grade på 16,2 mia. kr.

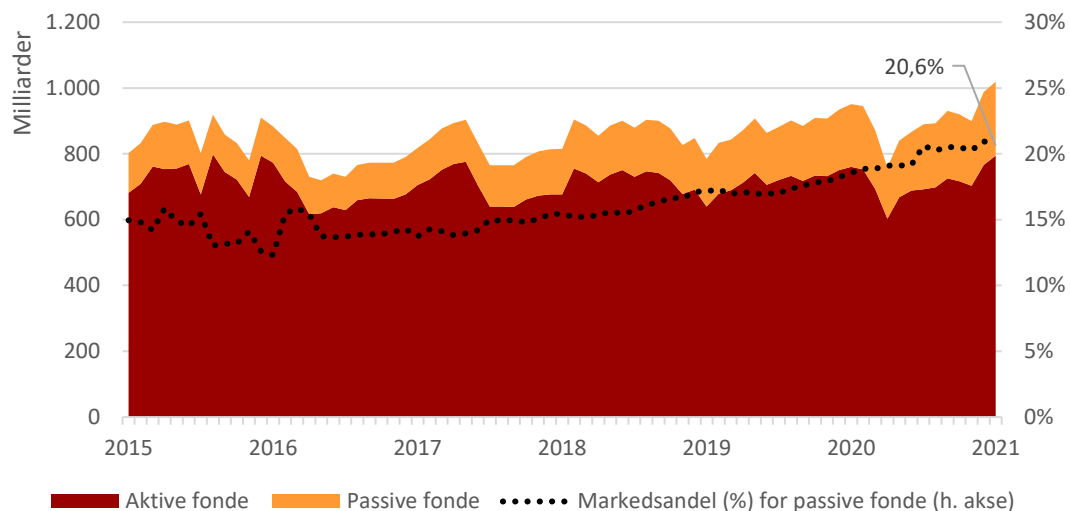
3.4. Voksende formueandel i passive aktiefonde

Formålet med passive investeringsfonde er at følge et givent markedsindeks passivt og dermed ikke foretage aktive porteføljevalg. Dette resulterer i lavere årlige omkostninger for investorerne relativt til en investering i en aktiv fond, jf. boks 2.

Udbredelsen af passive fonde er vokset markant i udlandet, og i USA udgør de passive fonde over 50 pct. af markedet.

Figur 7 viser, at passive fondes markedsandel blandt aktiefonde voksede fra knap 15 pct. af formuen i begyndelsen af 2015 til 20,6 pct. ultimo 2020⁴. På trods af denne stigning er de passive fondes markedsandel blandt investeringsforeninger og kapitalforeninger fortsat væsentligt lavere end i udlandet. For obligationsafdelinger og blandede afdelinger er næsten hele formuen placeret i de aktivt forvaltede afdelinger.

Figur 7: Markedsandel for passive aktiefonde



Note: Markedsandel for passive aktiefonde er beregnet på baggrund af formue.

Kilde: Finanstilsynet

Boks 2: Passive fonde vs. aktive fonde

Formålet med passive fonde er at replikere (tracke) et givent markedsindeks (benchmark). Dette resulterer i lavere årlige omkostninger for investorerne relativt til en investering i en aktiv fond, som aktivt udvælger de enkeltaktier på markedet, som fonden ønsker at opnå en eksponering overfor. De fleste studier viser, at det kun er få aktive fonde, der kan generere et bedre afkast efter omkostninger end sammenlignelige passive fonde, og det er endnu mere sjældent over flere år.

At replikere et markedsindeks betyder, at fonden har en en-til-en-eksponering mod hele det underliggende indeks. En akties vægt i indekset og dermed porteføljen bestemmes af markedsværdien. Dette indebærer, at aktien med den højeste markedsværdi i indekset (f.eks. Novo Nordisk i det danske C25-indeks) vil fylde relativt mest i fondens portefølje. Følger den passive fond det amerikanske aktiemarked, vil det resultere i en markant eksponering mod teknologi, idet de fem virksomheder Apple, Microsoft, Amazon, Facebook og Google fylder ca. 23 pct. af S&P 500. Investorer bør være opmærksomme på denne potentielle eksponering mod en given sektor inden en investering i en passiv fond.

⁴ Opgørelsen omfatter ikke ETF'er (Exchange traded funds), hvor størstedelen betragtes som værende passive, idet disse fonde er underlagt tilsyn af udenlandske tilsynsmyndigheder.

4. Omkostninger i investeringsforeninger (UCITS)

4.1. Stigninger i de samlede årlige omkostninger

De årlige omkostninger, der er forbundet med at investere i de enkelte investeringsfonde, er et væsentligt sammenligningsværktøj på lige fod med informationer omkring afkast, risiko mv. for en investor, som overvejer at investere i en fond.

Omkostningsprocenten er et mål for prisen på investeringsforeningernes produkter og svarer til den omkostningsprocent, der fremgår af Central Investorinformation (CI). CI er et kort informationsark på to sider, som bl.a. kan findes på forvalterens hjemmeside, der indeholder de vigtigste informationer om fonden, såsom dens investeringspolitik, mål, omkostninger samt risiko- og afkastprofil. Dokumentet er målrettet detailinvestorerne og er lovpligtigt for alle UCITS-fonde. I UCITS-fonde kan den samlede omkostningsprocent opdeles i tre kategorier: Omkostninger til administration, omkostninger til investeringsforvaltning og omkostninger til formidling (omtalt som tredjepartsbetalinger i MiFID II-regi), jf. boks 3.

Boks 3: Omkostninger på afdelings- og andelsklasseniveau i UCITS

De samlede fondsomkostninger i hver enkelt afdeling eller andelsklasse svarer til den samlede omkostningsprocent, som er angivet i Central Investorinformation (CI).

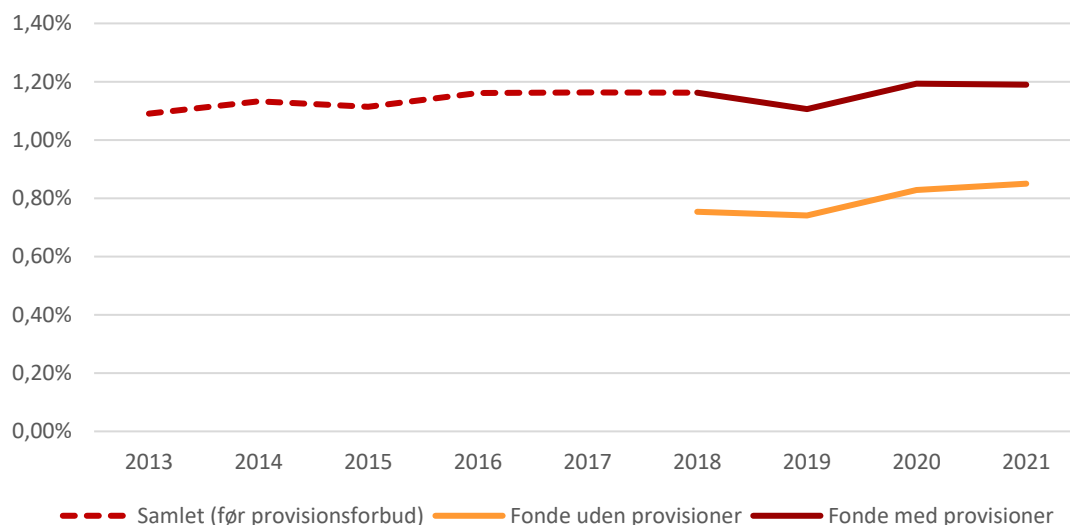
De samlede fondsomkostninger bliver i denne undersøgelse opdelt i tre hovedkategorier:

- **Administration:** Denne post dækker bl.a. over betaling for varetagelse af den daglige ledelse og øvrige administrative omkostninger til bl.a. bestyrelse, direktion, revision, fondsbørs, ejerbog, gebyr til depotselskab mv.
- **Investeringsforvaltning:** Denne post dækker over betaling for portefølje- og investeringsforvaltning i afdelingen eller andelsklassen.
- **Formidling (tredjepartsbetalinger i MiFID II-regi):** Denne post dækker over betalinger for distribution, markedsføring og formidling.

Da kapitalforeninger og fonde med alternativer (AIF'er) primært har institutionelle investorer, vil omkostningssammensætningen for disse fonde være anderledes.

Danmark indførte pr. 1. juli 2017 i Bekendtgørelsen om tredjepartsbetalinger mv. et delvist provisionsforbud på investeringsområdet, der trådte i kraft d. 3. januar 2018. Forbuddet betyder, at distributører af investeringsfonde ikke må modtage og beholde provisionsbetalinger fra investeringsfondene, når de har fuldmagt til at investere på kundens vegne, dvs. i forbindelse med skønsmæssig porteføljepleje og puljeordninger. Som følge af provisionsforbuddet er det danske fondsmarked blevet opdelt i fonde henholdsvis med og uden provisioner. Sidstnævnte er udelukkende tilgængelige via distributørernes porteføljeplejeordninger og puljer. Disse strukturelle ændringer betyder, at der skelnes imellem omkostningsprocenter i provisionsfrie (clean) fonde og i fonde med provisioner.

Figur 8A: Omkostningsprocenten i UCITS-fonde hhv. med og uden provisioner.



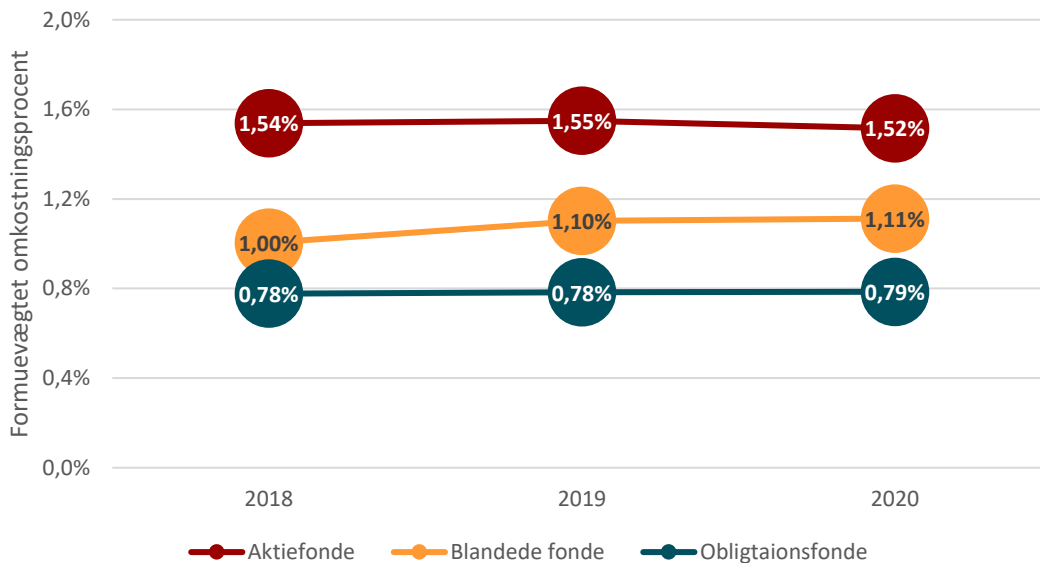
Note: Tallene inkluderer danske UCITS-fonde, der har indberettet omkostningsprocenten.

Kilde: Finanstilsynet

Figur 8A viser den gennemsnitlige omkostningsprocent i UCITS-fonde (investeringsforeninger) på tværs af alle afdelinger/andelsklasser hhv. med og uden provision. Udviklingen i omkostningsprocenten siden provisionsforbuddets ikrafttrædelse i 2017 har været ensartet for de to fondstyper. Fra 2018 til 2019 er omkostningsprocenten for fonde uden provisioner (orange kurve) relativt stabil, med et lille fald på 0,01 procentpoint. Med et fald på 0,05 procentpoint for fonde med provisioner (rød kurve) er dette fald mere markant. Modsat er omkostningsprocenten steget for begge fondstyper fra primo 2019 til ultimo 2020. Fonde uden provisioner er i denne periode steget med 0,11 procentpoint og fonde med provisioner 0,08. Derved er forskellen i omkostningsprocenten mellem de to fondstyper mindsket fra primo 2018 til ultimo 2020.

Der er store forskelle i den årlige omkostningsprocent på tværs af fondstyper. Dette afsnit fokuserer udelukkende på fonde med provisioner.

Figur 8B: Omkostningsprocenten (formuevægtet) i UCITS-fonde med provisioner, 2018-2020



Note: Tallene inkluderer danske UCITS-fonde, der har indberettet omkostningsprocenten og er beregnet som et vægtet gennemsnit baseret på den gennemsnitlige formue på årsbasis.

Kilde: Finanstilsynet.

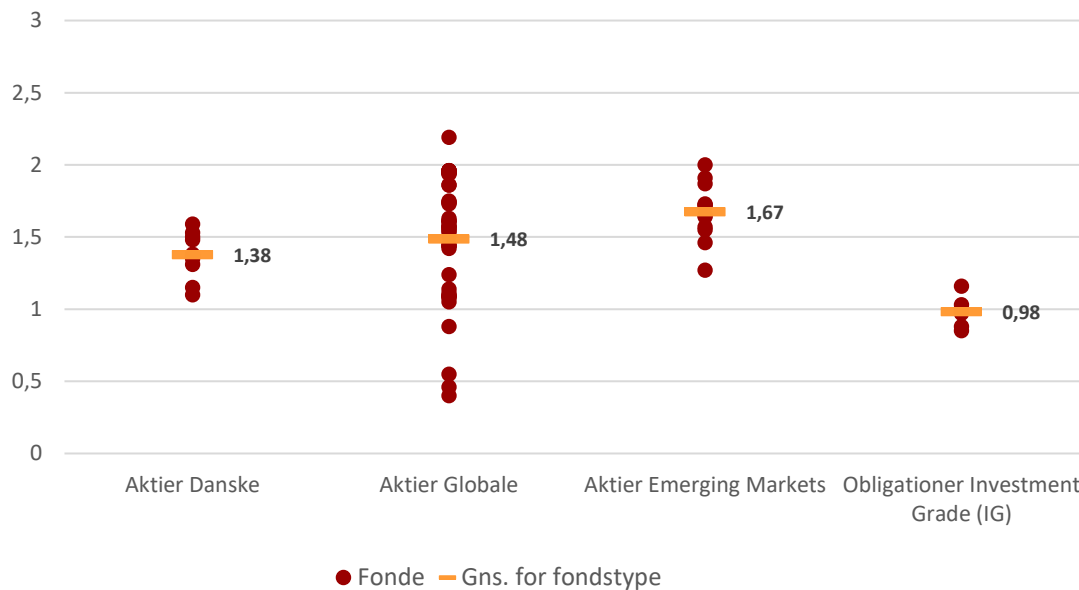
Figur 8B viser, at omkostningerne i aktiefonde og obligationsfonde er stort set uændret, mens de er steget i blandede fonde. Obligaionsfonde er generelt billigere end aktiefonde med en gennemsnitlig formuevægtet omkostningsprocent i 2020 på 0,79 pct. mod 1,52 pct. for aktiefonde.

Udviklingen er særlig markant i de blandede fonde. Et nærmere blik på omkostningsudviklingen i de 53 fonde, som indgår i kategorien, viser, at det er forøgede omkostninger i de enkelte fonde, som driver udviklingen. Dermed er det ikke en formuerokering mod relativt dyrere fonde, der driver udviklingen i den formuevægtede omkostningsprocent.

4.2. Varierende omkostningsniveau indenfor investeringskategorierne

Figur 8C viser spredningen i omkostningsniveauerne på tværs af fondene indenfor udvalgte kategorier, hhv. Aktier Danske, Aktier Globale, Aktier Emerging Markets og Obligationer Investment Grade (IG). Den gennemsnitlige årlige omkostningsprocent i en aktiefond med globale aktier er på 1,48 pct., og for aktier i Emerging Markets er den 1,67 pct., mens den i en aktiefond med danske aktier er på 1,38 pct.

Figur 8C: Fordeling af omkostningsprocent, fordelt på fondstyper, 2020



Note: Tallene inkluderer danske UCITS-fonde, der har indberettet omkostningsprocenten.

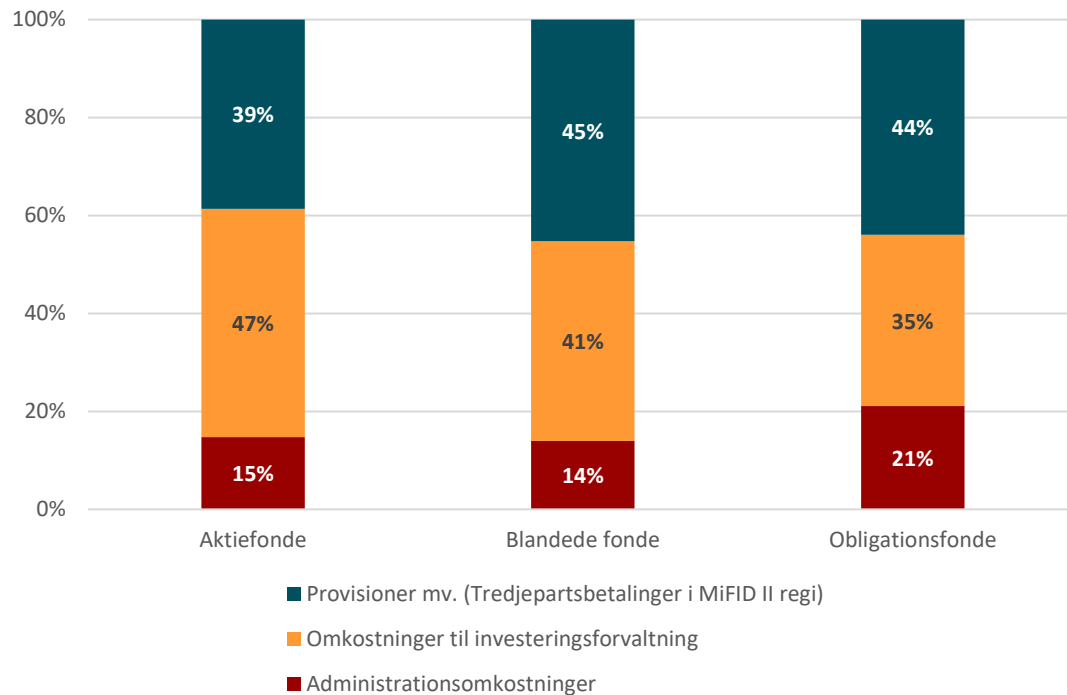
Kilde: Finanstilsynet.

Der er store forskelle i den årlige omkostningsprocent indenfor alle de udvalgte kategorier, mest markant for Aktier Globale. De store forskelle i omkostningsprocenten på tværs af fonde i samme kategori sammenholdt med omkostningernes betydning for det samlede afkast understreger, at investorerne skal være særligt opmærksomme på omkostningerne ved valg af investeringsfond.

4.3. Provisioner er den største enkeltpost i den årlige omkostningsprocent

De årlige omkostninger kan fordeles på tre overordnede omkostningskategorier, jf. boks 3. Fordelingen på de tre omkostningskategorier på tværs af fondstyper ses i figur 8D.

Figur 8D: Omkostningselementer i UCITS-fonde med provisioner, 2020



Note: Tallene inkluderer danske UCITS-fonde, der har indberettet omkostningsprocenten. Denne er et vægtet gennemsnit baseret på den gennemsnitlige formue på årsbasis.

Kilde: Finanstilsynet.

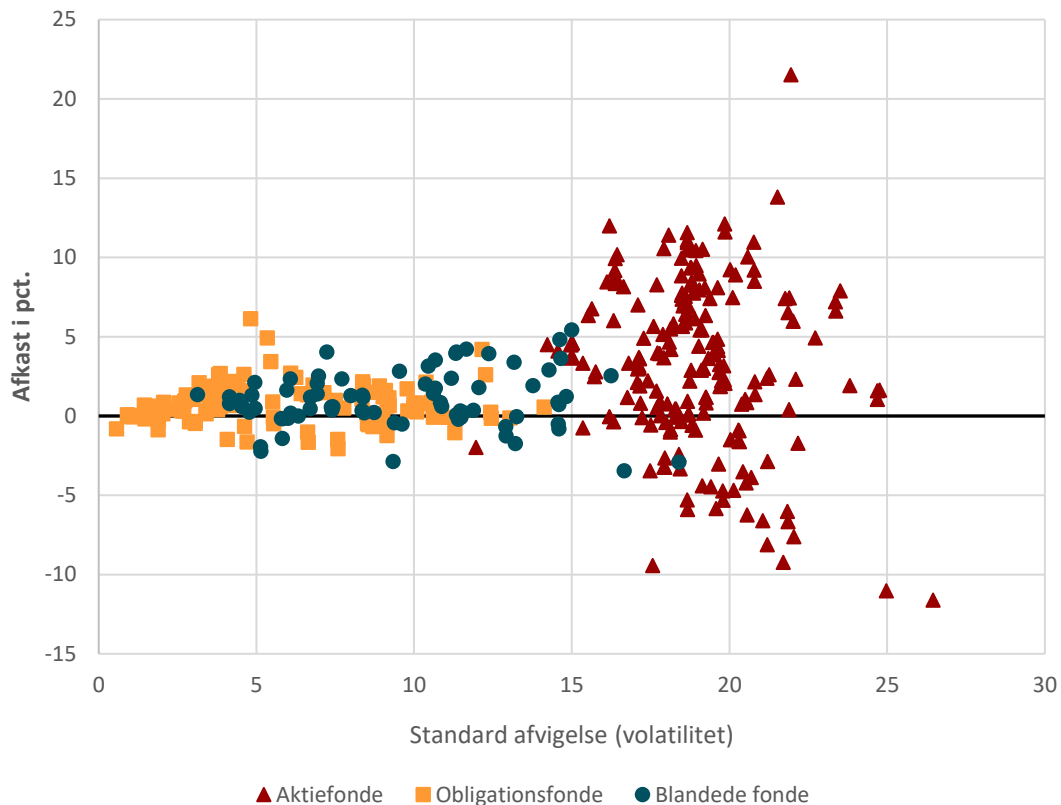
Omkostninger til administration fylder en relativt lille del af de samlede omkostninger. Disse omkostninger har karakter af faste omkostninger og omfatter blandt andet omkostninger til aflønning af bestyrelse og revision samt omkostninger til generalforsamlingsafholdelse.

De øvrige omkostninger, omkostningerne forbundet med hhv. investeringsforvaltning (forvaltning af porteføljen mv.) og provisioner, herunder formidlingsprovisioner til pengeinstitutterne for at distribuere og formidle fonden til kunder, udgør 80-85 pct. af de samlede omkostninger. Det indikerer, at der kan være betydelige gevinster for investorerne ved, at investeringsforeningen undgår unødige omkostninger. Investeringsforeningernes bestyrelser kan eksempelvis mindske provisionsbetalinger eller genforhandle aftalen med eller udskifte en porteføljeforvalter. Investeringsforvaltningens bestyrelse (og dets investeringsforvaltningsselskab) skal varetage investorernes interesse, herunder undgå unødige omkostninger.

5. Risiko og risikopfattelse i investeringsforeninger

Investeringsfondes afkast skal altid ses i lyset af den risiko, som investeringen er forbundet med.

Figur 9A: Sammenhæng mellem afkast og volatilitet i forskellige fondstyper, fordelt på kategori, 2018:1-2020:6



Note: Hvert punkt repræsenterer én fond.

X-aksen viser standardafvigelsen (et mål for volatilitet) i de ugentlige afkast i perioden fra januar 2018 til juni 2020.

Y-aksen viser det samlede afkast i perioden fra januar 2018 til juni 2020.

Kilde: Finanstilsynet og Morningstar Direct.

Der er typisk en sammenhæng mellem afkast og risiko eller volatilitet, hvilket figur 9A til dels indikerer. Standardafvigelsen i figur 9A er et udtryk for volatiliteten, dvs. hvor meget det ugentlige afkast varierer over tid. Aktiefonde er generelt mere volatile end obligationsfonde, men omvendt er afkastet også højere for nogle af aktiefondene.

De lave renter på obligationer har givet investorerne incitament til at søge mod mere risikable investeringer i aktiefondene med håb om større afkast. Figuren viser samtidig, at et markant større merafkast kan være svært at finde.

Mange danskere opfatter investeringsforeningsbeviser som en nem måde at opnå risikospredning i deres investeringer, da man derved får spredt sin investering på mange værdipapirer. I slutningen af 2020 havde danske husholdninger en formue på 501 mia. kr. i danske investeringsforeninger (UCITS). Det svarer til knap 85.000 kr. pr. dansker. Det er vigtigt, at husholdningerne har gode forudsætninger for at forstå, hvilken risiko de løber ved disse investeringer.

Husholdningerne kan bruge den såkaldte risikoindikator til at vurdere risikoen. Hensigten med risikoindikatoren er at give den almindelige investor en intuitiv og nem indikator for en investeringsfonds risiko. Indikatoren fremgår af dokumentet Central Investorinformation (CI). Den går fra 1 (meget lav risiko) til 7 (meget høj risiko) og opgøres ud fra, hvor meget fondens afkast har svinget fra uge til uge de seneste fem år, se uddybende forklaring i boks 1 i bilag.

Det er dog vigtigt, at investorerne i deres investeringsbeslutninger kun bruger risikoindikatoren som ét input blandt flere til at belyse en fonds risiko. Risikoindikatoren har nogle egenskaber, som investorerne bør være opmærksomme på:

- Risikoindikatoren er bagudskuende, da den beregnes ud fra kursudsvingene for de aktiver, fonden har været investeret i de foregående fem år. Det er ikke nødvendigvis de samme aktiver, som fonden har i sin portefølje i dag. Indikatoren kan dermed i nogle tilfælde være en ringe indikator for fondens aktuelle risiko, hvilket ellers er det relevante, når en investor skal beslutte sig for en given investering her og nu
- En kortere periode med uro indgår kun med lille vægt i beregningen af risikoindikatoren, og det er ligegyldigt for indikatorværdien, om det er sket fornylig eller for næsten fem år siden. Eksempelvis spiller meget urolige markedsforhold som COVID-19 krisen kun begrænset ind på fondenes risikoindikatorer, som for de fleste fonde vil være de samme som før krisen
- Kursudsvingene på aktie- såvel som obligationsmarkedet havde i årene op til COVID-19 krisens start i marts 2020 overordnet set været lavere end normalen siden 2004, hvilket generelt trækker fondenes risikoindikatorer ned. Siden COVID-19 krisen har volatiliteten dog generelt ligget på et højere niveau, men da denne periode kun udgør ca. en tredjedel af risikoindikatorens beregningsperiode, ligger fondenes risikoindikator gennemsnitligt stadig lidt lavere end i 2015, hvor risikoindikatorerne var beregnet på en femårig periode med mere "normale" markedsbevægelser.
- Fonde med samme risikoindikator kan have meget forskellige aktivsammensætninger og dermed have fundamentale risici, som er meget forskellige
- En fonds risikoindikator ændrer sig ofte over tid. Det kan både skyldes en ændring i den reelle risiko, og at den femårige beregningsperiode løbende rykkes og dermed kommer til at indeholde andre markedsbevægelser.

I det følgende redegøres nærmere for risikoindikatorens egenskaber baseret på en analyse af risikoindikatoren i en række danske UCITS-obligationsfonde.⁵ De kvalitative konklusioner er dog også relevante for aktiefonde eller fonde med en blanding af obligationer og aktier. Analysen er baseret på data frem til april 2020. Figur 9B viser dog også perioden efter april 2020, og dermed de længere varende effekter af COVID-19 krisen. Figur 9B indikerer dog ikke, at perioden efter april 2020, har signifikant påvirket risikoindikatorerne..

Boks 4: Risikoindikatoren

Risikoindikatoren opgøres ud fra fondens volatilitet. Volatiliteten beregnes, hvis muligt, på baggrund af udsving i fondens ugentlige afkast over de seneste fem år, som efterfølgende opskales til årsbasis med følgende formel:

$$\text{Volatilitet} = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{f,t} - \bar{r}_f)^2}$$

$r_{f,t}$ er fondens afkast målt over T ikke overlappende perioder af $\frac{1}{m}$ års længde. Hvis der bruges ugentlige afkast er $m = 52$ og $T = 260$. Hvis ugentlige afkast ikke er tilgængelige, benyttes månedlige afkast, hvilket medfører, at $m = 12$ og $T = 60$. \bar{r}_f er gennemsnittet af fondens afkast over T perioder og findes med følgende formel:

$$\bar{r}_f = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{f,t}$$

Baseret på volatilitetsberegningen tildeles fonden en risikoindikatorværdi fra 1 til 7. Værdien 1 angiver lav volatilitet og dermed lav risiko, mens værdien 7 angiver høj volatilitet og dermed høj risiko, jf. tabel 1 nedenfor.

Tabel 1: Risikoindikatorer og tilhørende volatilitet

Risikoindikator	Volatilitetsinterval
1	< 0,5 %
2	0,5 - 2 %
3	2 - 5 %
4	5 - 10 %
5	10 - 15 %
6	15 - 25 %
7	> 25 %

Kilde: Committee of European Securities Regulators

⁵ Datasættet består af 50 danske UCITS-obligationsfonde, hvis formuer tilsammen udgør knap 60 pct. af de omtrent 400 mia. kr., som investorerne (altså ikke blot de danske husholdninger) i alt har placeret i de mere end 200 danske UCITS-obligationsfonde. Datasættet består af et bredt udsnit af obligationsfonde, dog skal en fonds formue under forvaltning i 2019 være mindst 100 mio. kr.

5.1. Mere stabile obligationsmarkeder og faldende risikoindikatorer

Sammenlignet med en længere periode over de seneste 17 år har obligationsmarkederne været relativt stabile det meste af tiden de senere år op til COVID-19. Samtidig var der i samme periode en tendens til fald i obligationsfondenes risikoindikatorer, jf. figur 9B. Det skal ses i lyset af, at risikoindikatoren er en historisk opgørelse af udsvingene i en fonds indre værdi fra uge til uge for de seneste fem år. Lavere markedsvolatilitet i den seneste femårsperiode og dermed generelt små udsving i obligationskurserne giver pr. konstruktion en lavere risikoindikator.

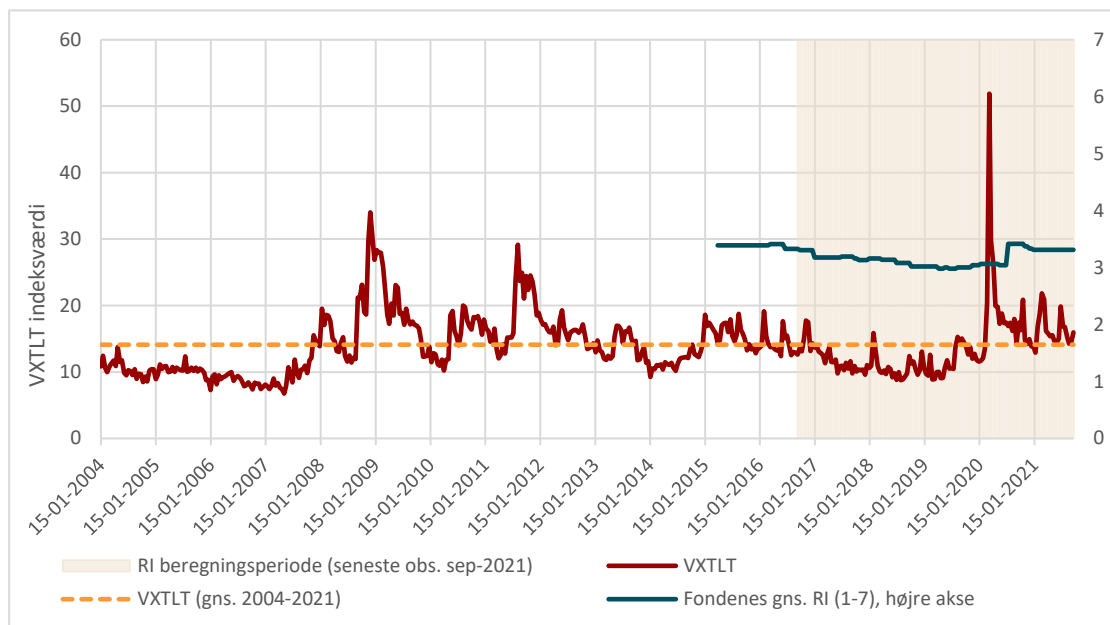
Set over en bred kam var risikoindikatorerne indtil COVID-19's start derfor lavere, end de ville have været efter en femårig periode med mere almindelige (i historisk kontekst) markedsbevægelser.

Figur 9B viser også perioden efter COVID-19 krisen. For de fleste fonde inkluderet i analysen, ca. 70 pct., har den øget markedsuro under og efter COVID-19 dog ikke medført en ændring i risikoindikatoren

Som investor skal man derfor være opmærksom på, at risikoindikatoren er bagudskuende og ikke nødvendigvis er en klar indikator for fondens aktuelle risiko. Det er særligt vigtigt, hvis den aktuelle volatilitet er væsentlig højere end volatiliteten på obligationsmarkederne de seneste fem år. Risikoindikatorerne påvirkes stort set ikke heraf, da en kort periode med markedsuro kun indgår med lille vægt i beregningen. Eksempelvis vil observationerne fra 13 ugers uro kun udgøre 5 pct. af det samlede antal observationer, som risikoindikatoren beregnes ud fra (alle ugerne for de seneste fem år, dvs. $5 \cdot 52$). Desuden indgår en uge med samme vægt i beregningen, uanset om den netop er overstået eller ligger flere år tilbage.

Længere perioder med markedsuro kan dog have en mærkbar effekt på risikoindikatorerne. I starten af marts 2020 forårsagede COVID-19 en kraftig stigning i markedsvolatiliteten, der på sit højeste nåede et højere niveau end under finanskrisen. Siden har volatiliteten ligeledes været højere end niveauet for de forudgående fem år. Den høje volatilitet kunne dog først aflæses på risikoindikatorerne i juli 2020, knap 6 måneder efter starten på COVID-19 krisen, hvor den gennemsnitlige risikoindikator steg til et niveau svarende til niveauet for medio 2016. Trods stigningen i den gennemsnitlige risikoindikator er størstedelen af fondenes risikoindikatorer uændrede som følge af COVID-19 krisen.

Figur 9B: Volatilitet på det amerikanske statsobligationsmarked



Note: "Fondenes gns. RI (1-7)" viser et simpelt gennemsnit af samtlige fondes risikoindikator. VXTLT-indekset udtrykker investorenes forventninger til kursudsvingene (volatiliteten) de næste 30 dage på iShares ETF for amerikanske 20+ årige statsobligationer. Der findes ikke lignende officielle indeks på europæiske obligationer, men det amerikanske obligationsmarked er, ligesom aktiemarkedet, et godt pejlemærke for den globale udvikling, herunder den europæiske.

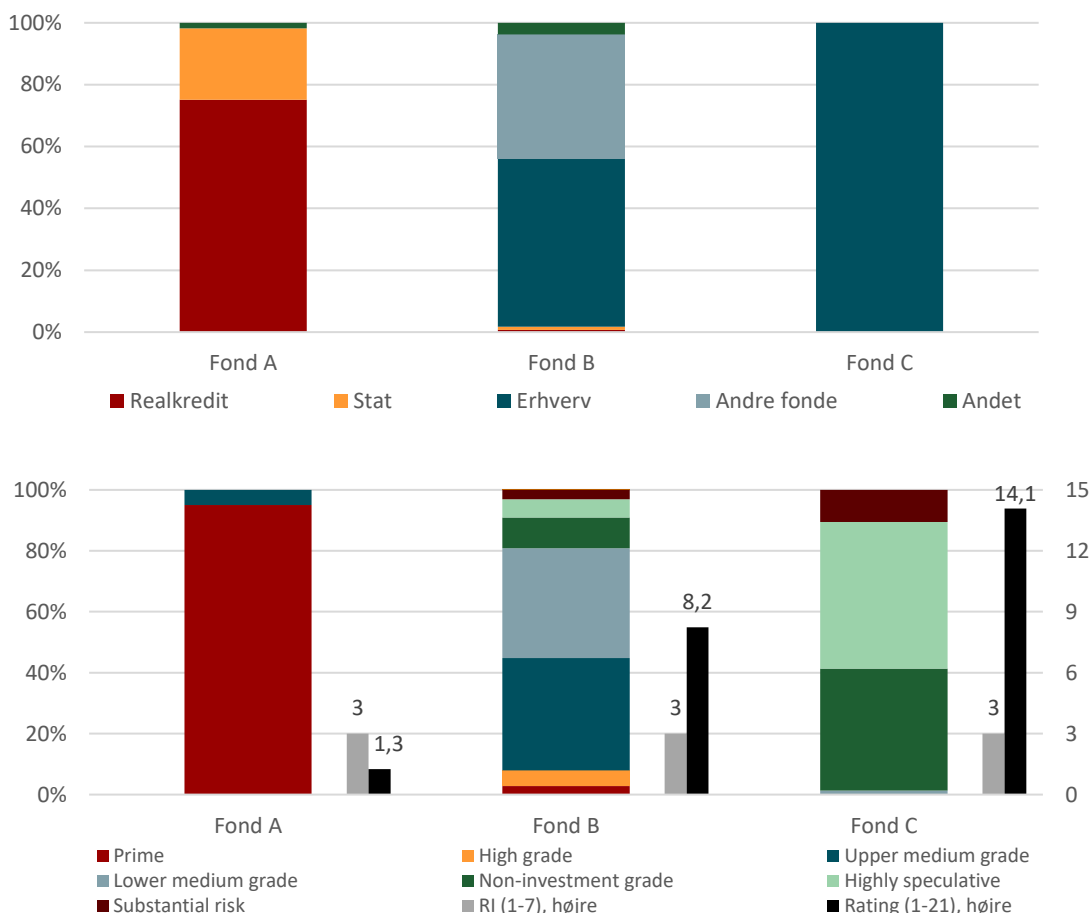
Kilde: Bloomberg og investeringsforeningernes indberetninger til Finanstilsynet.

En anden konsekvens af, at risikoindikatoren er bagudskuende, er, at den kun i begrænset omfang tager højde for, at aktivsammensætningen i en fond kan ændre sig over tid. Indikatoren er beregnet ud fra kursudsvingene i de aktiver, der har været i fonden de seneste fem år. Det er dog ikke nødvendigvis de samme aktiver, som aktuelt er i fonden, og de har i givet fald ingen betydning for fondens aktuelle risici. Typisk er der dog en vis stabilitet i fondenes aktivsammensætning og dermed risiko over tid, da investeringerne skal ske indenfor fondenes investeringsmandat, der sætter nogle rammer for tilladte investeringer i aktivklasser, lande, sektorer, obligationers rating-segmenter mv.

5.2. Fonde med samme risikoindikator kan være meget forskellige

Risikoindikatoren er et simpelt mål for risiko. Det er derfor muligt, at fonde med samme risikoindikator kan bestå af meget forskellige underliggende aktiver og have væsentlig forskellig investeringsmandat, hvilket umiddelbart tilsiger, at fondenes fundamentale risici kan være væsentligt forskellige. Pointen illustreres i figur 9C, hvor øverste række viser aktivfordelingen i tre fonde, der alle i 2019 havde en risikoindikator på 3. Nederste række viser fordelingen af kreditvurderingsbureauernes ratings i 2019 af obligationerne i de samme tre fonde. Disse ratings udtrykker bureauernes vurdering af obligationsudsteders

Figur 9C: Store forskelle i aktivsammensætning for fonde med samme risikoindikator



Note: "Andet" udgøres af obligationer udstedt af diverse lokale myndigheder (f.eks. delstater og kommuner), selvejende institutioner (f.eks. virksomheder, der drives privat, men finansieres af det offentlige) og overnationale institutioner (f.eks. Den Europæiske Investeringsbank). "RI (1-7)" er fondens risikoindikator. "Rating (1-21)" er fondens markedsværdivægtede rating, hvor højere værdi angiver dårligere rating. Eksempelvis vil en fond med 2 mia. kr. i AAA obligationer (prime, rating = 1) og 1 mia. kr. i BBB+ obligationer (lower medium grade, rating = 8) have en markedsværdivægtet rating på 3.

Kilde: Bloomberg og investeringsforeningernes indberetninger til Finanstilsynet.

evne til at tilbagebetale gælden.⁶ Det ses, at bureauerne vurderer risiciene vidt forskelligt i de tre fonde, selvom de har samme risikoindikator.

Fond A består primært af danske realkreditobligationer⁷ og en mindre andel statsobligationer, som alle har en meget god rating ifølge kreditvurderingsbureauerne.

⁶ I rapporten er hver rating tildelt et tal i stigende orden i takt med, at risikoen stiger. Dvs. en S&P-rating på AAA får værdien 1, AA+ får værdien 2, ..., C får værdien 21. Dermed antages det, at forskellen i kreditkvalitet er konstant mellem to ratings, dvs. forskellen i kreditkvalitet mellem AAA og AA antages at være den samme som mellem BBB+ og BBB. Det sker for at kunne angive en fonds risiko med ét tal og sammenligne på tværs, selvom fondenes porteføljer består af en række obligationer med forskellige ratings. Tilgangen er anvendt flere steder, f.eks. i håndbogen "Credit Rating Governance: Global Credit Gatekeepers" fra 2015 af Ahmed Naciri. Det bør dog påpeges, at sandsynligheden for misligholdelse af gælden, jf. historisk data fra kreditvurderingsbureauerne, er eksponentielt stigende mellem hver rating og dermed også på den her konstruerede skala, der går fra 1-21.

⁷ Stort set alle realkreditobligationerne i de danske fonde i datasættet er dansk realkredit med en AAA-rating.

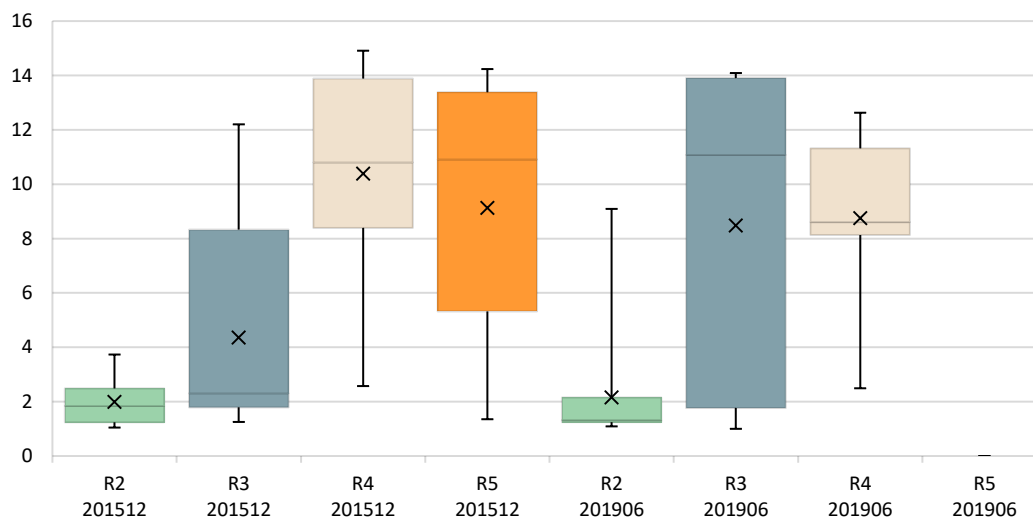
Til sammenligning består Fond B mest af erhvervsobligationer og i mindre omfang af stats- og realkreditobligationer samt andele i andre fonde. Obligationerne i fond B har typisk en middel rating, men der er også en mindre andel obligationer med både god og dårlig rating.

Fond C består næsten udelukkende af erhvervsobligationer. Kreditvurderingsbureauerne har i 2019 vurderet, at knap 99 pct. af obligationerne i fonden er såkaldte high yield obligationer (junk). Dvs. det er vurderet, at der medfølger en betydelig til meget høj risiko med de obligationer, der er i fonden. Fondens risikoindikator er i øvrigt siden slutningen af 2015 faldet fra 5 til 3, selvom der ikke er sket nogen nævneværdig ændring i aktivsammensætningen.

At de tre fonde har forskellige risici ifølge kreditvurderingsbureauerne kan også illustreres ved et markedsværdivægtet gennemsnit af bureauernes rating af obligationerne i fondenes porteføljer, hvilket gør det nemmere at sammenligne fondenes vurderede risici, jf. Rating (1-21) i figur 9C.⁸ Fond A har en gennemsnitlig rating på lidt mere end 1 (svarende til prime), Fond B omkring 8 (svarende til lower medium grade) og Fond C knap 14 (svarende til highly speculative).

Der er generelt store forskelle mellem fondenes ratings, selvom de har samme risikoindikator, jf. figur 9D. De største forskelle i fondenes gennemsnitlige rating ses blandt fonde med en risikoindikator på 3 eller 4, der umiddelbart tilsiger middel risiko. De store forskelle mellem fondene med samme risikoindikator er ikke et nyt fænomen. Samme billede kunne også observeres i slutningen af 2015.

Figur 9D: Fonde med samme risikoindikator kan have meget forskellige gennemsnitlige ratings



Note: Figuren viser spredningen i kreditvurderingsbureauernes rating indenfor hver gruppe af fonde med samme risikoindikator. Boksene angiver 25.- og 75.-percentilerne, krydset gennemsnittet og den vandrette streg medianen. Slutningen på stregerne i hver ende angiver henholdsvis den laveste og højeste rating blandt fondene i den enkelte gruppe.

Kilde: Bloomberg og investeringsforeningernes indberetninger til Finanstilsynet.

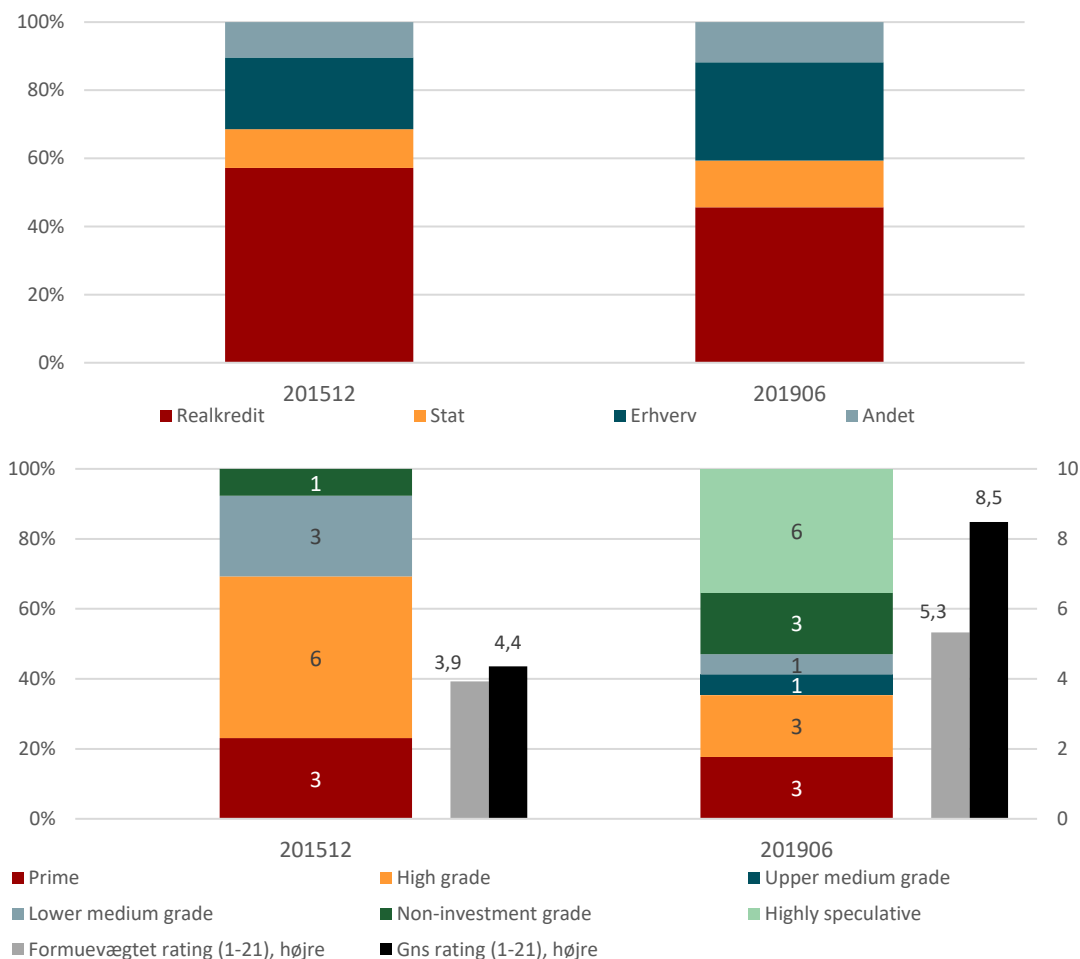
⁸ Den markedsværdivægtede rating af en fond vil herfra blot omtales som fondens rating.

5.3. Vanskeligt at sammenligne risikoindikatoren over tid

Det er vanskeligt at bruge risikoindikatoren til at sammenligne fonde indenfor samme risikokategori over tid. Således vil en fond i risikokategori 3 i 2015 ikke være identisk eller sammenlignelig med en fond i samme risikokategori i 2021. Det ses eksempelvis, hvis man sammenligner de samlede aktiver i de fonde, der havde en risikoindikator på 3 i 2015 med fondene med en risikoindikator på 3 i 2019, jf. figur 9E, øverst. Her er aktivsammensætningen gået i retning af umiddelbart mere risikable aktiver, da andelen af erhvervsobligationer og mere risikable statsobligationer er steget på bekostning af sikre realkreditobligationer.

At de faktiske risici i fonde med risikoindikator 3 er steget fra 2015 til 2019 understøttes af kreditvurderingsbureauernes ratings af fondenes obligationer, jf. figur 9E, nederst. Her sammenlignes de fonde, der havde en risikoindikator på 3 i henholdsvis 2015 og 2019. I 2015 var næsten alle fondene i investment-grade-kategorien med størstedelen i de to sikreste segmenter, prime og high grade. I 2019 havde dette billede ændret sig markant, da over halvdelen af fondene var i junk-kategorien.

Figur 9E: Mere risikabel aktivsammensætning i fonde med risikoindikator 3 i 2019 sammenlignet med 2015



Note: "Andet" består bl.a. af andele i andre fonde. Tallene i nederste figur angiver antal fonde med en rating, der svarer til prime, high grade osv. "Gns. rating (1-21)" er et simpelt gennemsnit af fondenes rating, hvor hver fond i datasættet indgår med samme vægt. Højere tal angiver dårligere rating. For "Formuevægtet rating (1-21)" indgår hver fond med en vægt givet ved fondens formue.

Kilde: Bloomberg og investeringsforeningernes indberetninger til Finanstilsynet.

Ændringerne i aktivsammensætningen og de dårligere ratings afspejler, at der i gruppen af fonde med risikoindikatoren 3 er sket en udskiftning fra 2015 til 2019. Det skal ses i lyset af de faldende kursudsving på obligationer i perioden, hvilket bl.a. har bevirket en tilgang på ni fonde, der i 2015 havde en højere risikoindikator end 3. Samtidig er fem af fondene med en risikoindikator på 3 i 2015 gået ud af gruppen i 2019, da tre fonde i stedet har fået en risikoindikator på 2, og to fonde har fået en risikoindikator på 4.

En investor skal derfor være opmærksom på, at selvom hun for et par år siden vurderede, at hendes risikoappetit lå på fonde med en risikoindikator på 3, så kan det i dag omfatte nogle andre typer fonde og dermed en anden risiko. Investoren bør altså på ny vurdere, hvilken risikoindikator der bedst matcher hendes risikoappetit, også selvom risikoappetitten er uforandret.

5.4. Risikoen skal vurderes på baggrund af flere input

To fonde kan altså have vidt forskellige aktivsammensætninger og ifølge kreditvurderingsbureauerne meget forskellig risiko, selvom de har samme risikoindikator. Investor kan dermed ikke gå ud fra, at to fonde med samme risikoindikator har sammenlignelig risiko. En uændret eller lavere risikoindikator afspejler heller ikke nødvendigvis, at risikoen er uændret eller lavere.

Risikoindikatoren giver dog stadig væsentlige oplysninger for investorerne og indenfor brede kategorier giver den mulighed for en vis sammenligning på tværs.

Det er dog vigtigt, at investorerne supplerer risikoindikatoren med andre oplysninger, der kan bidrage til at give et mere nuanceret billede af fondens reelle risiko. Det kan bl.a. være fondens investeringsmandat, fordeling af underliggende aktiver og fondens benchmark, der ligesom risikoindikatoren også kan findes i fondens centrale investorinformationsdokument. Fondens prospekt beskriver også forskellige typer risici, som fonden er eksponeret imod.

6. Bilag

6.1. Tabel 2: Kreditvurderinger og ratings

<i>Kreditvurderingsbureau / kreditvurdering</i>			<i>Beskrivelse / investeringssegment</i>			<i>Rating anvendt i analyse</i>
Moody's	S&P	Fitch	Kvalitetsbetegnelse	Risiko	Kategori	Tal
Aaa	AAA	AAA	Prime	Minimal risiko	Investment grade	1
Aa1	AA+	AA+	High grade	Meget lav risiko		2
Aa2	AA	AA				3
Aa3	AA-	AA-				4
A1	A+	A+				Upper medium grade
A2	A	A	6			
A3	A-	A-	7			
Baa1	BBB+	BBB+	Lower medium grade	Moderat risiko		8
Baa2	BBB	BBB				9
Baa3	BBB-	BBB-				10
Ba1	BB+	BB+	Non-investment grade	Betydelig risiko	Junk / High yield	11
Ba2	BB	BB				12
Ba3	BB-	BB-				13
B1	B+	B+	Highly speculative	Høj risiko		14
B2	B	B				15
B3	B-	B-				16
Caa1	CCC+	CCC+	Substantial risk	Meget høj risiko		17
Caa2	CCC	CCC				18
Caa3	CCC-	CCC-				19
Ca	CC	CC	Extremely speculative	Højeste risiko		20
	C	C	Near default		21	
C	D	D	In default	Misligholdelse	/	

Kilde: Moody's, Standard & Poor's og Fitch.

6.2. Oversigt over virksomheder under tilsyn

Investeringsforeninger og værdipapirfonde under tilsyn pr. ultimo 2020

	Antal af afdelinger
BI Management A/S	77
Investeringsforeningen AL Invest, Udenlandske Aktier, Etisk	1
Investeringsforeningen Valueinvest Danmark	3
Investeringsforeningen AL Invest Obligationspleje	1
Investeringsforeningen BankInvest	30
Investeringsforeningen Nielsen Global Value	1
Investeringsforeningen Stonehenge	3
Investeringsforeningen Alm. Brand Invest	10
Investeringsforeningen BankInvest Engros	4
Investeringsforeningen BI	4
Værdipapirfonden BankInvest	10
C WorldWide Fund Management S.A. (Luxembourg)	8
Investeringsforeningen C WorldWide	8
Danske Invest Management A/S	123
Investeringsforeningen Profil Invest	3
Investeringsforeningen Danske Invest	69
Investeringsforeningen Danske Invest Index	8
Investeringsforeningen Danske Invest Select	33
Formuepleje A/S	16
Investeringsforeningen Formuepleje	16
Fundmarket A/S	16
Investeringsforeningen PortfolioManager	16
Handelsinvest Investeringsforvaltning A/S	17
Investeringsforeningen Handelsinvest	17

ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg	50
Værdipapirfonden Sparinvest	10
Investeringsforeningen Sparinvest	36
Værdipapirfonden Lokalinvest	4
Invest Administration A/S	39
Investeringsforeningen Carnegie Wealth Management	8
Investeringsforeningen StockRate Invest	2
Investeringsforeningen Lån & Spar Invest	10
Investeringsforeningen Great Dane	1
Investeringsforeningen Gudme Raaschou	7
Investeringsforeningen Fundamental Invest	2
Investeringsforeningen SelectedInvestments	2
Investeringsforeningen IA Invest	2
Investeringsforeningen Falcon Invest	5
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S	64
Investeringsforeningen MS Invest	1
Investeringsforeningen SEBinvest	20
Investeringsforeningen Wealth Invest	26
Investeringsforeningen Maj Invest	14
Investeringsforeningen Coop Opsparing	3
Jyske Invest Fund Management A/S	56
Investeringsforeningen Jyske Portefølje	17
Investeringsforeningen Jyske Invest	22
Investeringsforeningen Jyske Invest International	17
Nordea Fund Management, Filial af Nordea Funds OY, Finland	80
Investeringsforeningen Nordea Invest	42
Investeringsforeningen Nordea Invest Bolig	4
Investeringsforeningen Nordea Invest Engros	11
Investeringsforeningen Nordea Invest Kommune	2
Værdipapirfonden Nordea Invest	16
Værdipapirfonden Nora	5

Nykredit Portefølje Administration A/S	120
Investeringsforeningen HP Invest	3
Investeringsforeningen Nykredit Invest Almen Bolig	2
Investeringsforeningen Nykredit Invest	20
Investeringsforeningen BIL Danmark	4
Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros	20
Investeringsforeningen Lægernes Invest	26
Investeringsforeningen Investin	30
Investeringsforeningen Multi Manager Invest	8
Værdipapirfonden NPA	7
PFA Asset Management A/S	13
Investeringsforeningen PFA Invest	13
Syd Fund Management A/S	64
Investeringsforeningen Sydinvest Portefølje	6
Værdipapirfonden Sydinvest	9
Investeringsforeningen Sydinvest	39
Investeringsforeningen Finansco	1
Værdipapirfonden Frøs	4
Værdipapirfonden Sjælland-Fyn	5
Tiedemann Independent A/S	5
Værdipapirfonden Independent Invest	3
Værdipapirfonden Independent Invest II	2

Forvaltere af alternative investeringsfonde under tilsyn pr. ultimo 2020

Ejendomme

Brickshare AIFM A/S
Britannia Invest A/S
Core Property Management P/S
DEAS Asset Management A/S
DEAS Ejendomsforvaltning A/S
Fokus Fund Management A/S
Koncenton A/S
Kristensen Properties A/S
Nordens Management A/S
PATRIZIA Multi Managers A/S
Prime Office A/S
Thylander Gruppen A/S

Hedge

IR Administration ApS
Moma Advisors A/S
Strategic Investments A/S
Valkendorf ApS

Infrastruktur

A.P. Møller Capital P/S
AIP Management P/S
Copenhagen Infrastructure Partners II P/S
Copenhagen Infrastructure Partners P/S
Navigare Capital Partners A/S
Obton Forvaltning A/S

Private Equity

Axcel Management A/S
Danske Private Equity A/S
Maj Invest Equity A/S
MP Investment Management A/S
Polaris Management A/S
Saga Private Equity Aps

Blandet

ACM Forvaltnings A/S
Artha kapitalforvaltning A/S
Alternative Equity Partners A/S
Capital Four AIFM A/S
Investeringselskabet Luxor A/S
IWC Investment Partners A/S
Langholt Invest Forvaltning A/S
Small Cap Danmark A/S
StockRate Forvaltning A/S
Tryg Invest A/S

**Investeringsforvaltningsselskaber med
dobbelttilladelse**

BI Management A/S
Danske Invest Management A/S
Formuepleje A/S
Invest Administration A/S
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S
Jyske Invest Fund Management A/S
Nykredit Portefølje Administration A/S
PFA Asset Management A/S
Syd Fund Management A/S
Tiedemann Independent A/S