

Provisionsfrie fonde

# Investeringsforvaltningsomkostninger

17. december 2019

## **Indholdsfortegnelse**

1. Undersøgelsen.....	3
1.1 Bestyrelsesprotokoller og beslutningsgrundlag.....	3
1.2 Varetagelse af investorenes interesser .....	4
2. Grundlag for undersøgelsen.....	7
3. Ændringer i investeringsforvaltningsomkostninger.....	7
4. Bilag 1 – Regelgrundlag.....	9

## 1. Undersøgelsen

Af Finanstilsynets temaundersøgelse om provisionsforbuddets konsekvenser, som blev offentliggjort den 26. juni 2018, fremgår det, at der for et betydeligt antal provisionsfrie (clean) fonde er sket en stigning i omkostninger til investeringsforvaltning i perioden marts til september 2017.

På den baggrund har Finanstilsynet gennemført en undersøgelse af 12 udvalgte clean fonde fordelt på tre investeringsforeninger, hvor omkostningerne til investeringsforvaltning er steget. Undersøgelsen sætter fokus på, hvordan de respektive bestyrelser og investeringsforvaltningsselskaber for investeringsforeningerne har levet op til gældende regulering på området i forbindelse med ændringer af aftaler med investeringsforvalterne. Gældende regulering tilsiger bl.a., at bestyrelsen for en investeringsforening skal varetage investorenes interesse og agere i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis.

Undersøgelsen bygger på redegørelser fra de tre investeringsforeninger, hvor baggrunden og beslutningsgrundlaget for bestyrelsens beslutning om at øge investeringsforvaltningsomkostningerne for de udvalgte afdelinger bl.a. er undersøgt.

Finanstilsynet bad investeringsforeningerne om at redegøre for, hvilken orientering foreningen har fået fra det selskab, der forestår investeringsforvaltning om omkostningsstigningen fra marts til september 2017, samt årsagen til denne stigning. Endvidere skulle redegørelsen anføre, hvilke overvejelser foreningens bestyrelse har gjort sig i forbindelse med prisændringerne.

I forbindelse med ikrafttrædelsen af MiFID II blev de tre foreningers bestyrelser stillet over for et ønske fra de banker, som foretager deres investeringer, om forhøjelse af investeringsforvaltningsomkostningerne i de undersøgte clean fonds afdelinger.

### 1.1 Bestyrelsesprotokoller og beslutningsgrundlag

Når der forhandles og træffes beslutninger på et bestyrelsesmøde, skal det fremgå af bestyrelsesprotokollen, på hvilken baggrund en beslutning er taget, hvilke drøftelser bestyrelsen har haft, og hvordan bestyrelsen er nået frem til den pågældende konklusion eller beslutning. Det er således ikke tilstrækkeligt, at der af bestyrelsesprotokollen kun fremgår den endelige beslutning.

Til brug for sin beslutning skal bestyrelsen have et beslutningsgrundlag, som er fyldestgørende og afdækker de relevante aspekter og hensyn, som bestyrelsen skal varetage. For en ændring af omkostningerne til en eksisterende aftale om porteføljeforvaltning/rådgivning skal bestyrelsen modtage et beslutningsgrundlag, som sætter dem i stand til at vurdere, om omkostningsændringerne er rimeligt begrundede, og om de er i investorenes interesser.

I den forbindelse bør bestyrelsen som minimum overveje at modtage oplysninger om

- beregninger af og underbyggede forklaringer på, hvorfor omkostningerne skal stige,
- porteføljeforvalterens hidtidige performance,
- det forventede fremtidige afkast,

- porteføljeforvaltningsomkostningerne efter stigning fortsat er konkurrencedygtig i forhold til sammenlignelige afdelinger og i forhold til, hvad andre investorer af samme størrelse som afdelingen kan opnå, og om
- det forventede afkast efter de ændrede omkostninger, fortsat er i investorenes interesse.

Af bestyrelsesprotokollerne for to af foreningerne fremgår det, at bestyrelserne drøftede forhøjelserne af honorarerne for investeringsforvaltning eller –rådgivning. Indholdet af bestyrelsens drøftelser fremgår derimod ikke af protokollerne, herunder fremgår det heller ikke, om bestyrelserne har forholdt sig til, om størrelsen af forhøjelserne var rimelige eller, om en tilsvarende investeringsforvaltning/rådgivning ville kunne fås hos en anden leverandør til en lavere pris. Der er ikke i protokollerne nogen begrundelse for, at beslutningen om øgede investeringsforvaltningsomkostninger er i afdelingernes interesse og dermed i investorenes interesse.

Manglerne i beslutningsgrundlag og bestyrelsesprotokoller medfører, at omkostningsforøgelse i forhold til investeringsforvaltning fremstår uforklarede, hvorfor det ikke er muligt for Finanstilsynet at vurdere, om disse to foreninger har varetaget investorenes interesser.

Det er Finanstilsynets vurdering, at de modtagne bestyrelsesprotokollater fra to foreninger generelt ikke lever op til disse krav om at afspejle bestyrelsens forhandlinger og redegøre for grundlaget for bestyrelsens beslutninger og varetagelsen af investorenes interesser, hvorfor Finanstilsynet har givet foreningerne påbud herom.

## **1. 2 Varetagelse af investorenes interesser**

Efter § 47, stk. 1, i lov om investeringsforeninger m.v. (LIF) skal bestyrelsen og direktionen i en investeringsforening handle uafhængigt og udelukkende i foreningens interesse.

Som udgangspunkt vil høje omkostninger, der er forbundet med indgåelse af aftaler med samarbejdspartnere, betyde et mindre afkast til afdelingerne i investeringsforeningen og dermed til investorerne. Ledelsen i investeringsforeningen skal således sørge for, at de aftaler, som indgås med samarbejdspartnere er i investeringsforeningens interesse, og at der betales en konkurrencedygtig pris for de leverede ydelser. Da investorerne ikke har mulighed for at kontrollere de beslutninger, der bliver truffet på bestyrelsesmøderne, er det vigtigt, at bestyrelsen varetager investorenes interesser, og at investorerne bliver korrekt behandlet.

Bestyrelserne skal have en kritisk tilgang til valget af porteføljerådgivere og ændringer i forvaltningsomkostninger, fordi valget og omkostningsniveauet er helt centralt i forhold til varetagelse af investorenes interesser. Valget af porteføljerådgiver og ændringer af omkostninger til disse skal ske på baggrund af et nøje oplyst grundlag, ligesom der skal være klare kriterier for, hvilket grundlag, udvælgelsen sker på. Disse procedurer skal følges uanset om den rådgiver, der skal vurderes, er koncernforbundet med investeringsforvaltnings-selskabet eller ekstern uafhængig og uanset den forretningsmodel, som foreningen har.

Bestyrelsen skal endvidere forholde sig til andre relevante forhold. Det kan f.eks. være aftalepartens erfaringsniveau, tidligere performance på området sammenholdt med sammenlignelige virksomheder. Aftalepartens bemanning og ekspertiseniveau.

For så vidt angår prisen skal bestyrelsen forholde sig til, om den er rimelig for den ydelse, der skal leveres, eller om den skulle ligge på andet niveau samt om en tilsvarende ydelse på samme kvalitetsniveau kan fås billigere hos andre leverandører.

Bestyrelsens varetagelse af investorenes interesser ved aftaler, der medfører omkostninger for en afdeling, jf. i LIF § 47, stk. 1, skal ske på afdelingsniveau og ikke på foreningsniveau, og investorenes interesser skal varetages på en måde, hvor det er et sagligt beslutningsgrundlag, der ligger bag varetagelsen af investors interesser.

Det betyder f. eks., at en investeringsforening ikke må acceptere at betale overpris til sin porteføljeforvalter for investeringsforvaltningen af en afdeling som compensation for at få en billigere investeringsforvaltningsaftale med porteføljeforvalteren for en anden afdeling. Det vil være en ulovlig krydssubsidiering, som vil være i strid med LIF § 51, stk. 1, nr. 3. Ved interessekonflikter mellem investorerne i to afdelinger skal investeringsforvaltningsselskabet have en politik for, hvordan den identificerer sådanne interessekonflikter, og hvordan selskabet håndterer dem.

En bestyrelse har i undersøgelsen vurderet, at det er i alle foreningens investorers interesse at betale højere investeringsforvaltningsomkostninger, fordi den højere indtjening på foreningen vil give investeringsforvalteren, som også er distributør, incitament til at sælge flere andele i foreningen.

Finanstilsynet bemærker hertil, at langt størstedelen af foreningens omkostninger er fastsat som en procentdel af formuen, så det er meget vanskeligt at se hvilke stordriftsfordele, der skulle komme investorerne til gode. Dertil kommer, at der er tale om to forskellige aftaler, der vedrører hhv. investeringsforvaltning og distribution, og der skal være et sagligt grundlag for prisen for begge disse aftaler hver for sig.

Det er Finanstilsynets vurdering, at når en samarbejdspartner stiller krav om øget vederlag, så skal bestyrelsen vurdere, om der er et rimeligt grundlag for dette krav og også vurdere, om foreningen skal afsøge mulighederne for at få de pågældende ydelser fra andre leverandører til en gunstigere pris.

Det er i den forbindelse som udgangspunkt ikke tilstrækkeligt, at bestyrelsen henviser til, at priserne er markedskonforme. Bestyrelsen skal aktivt sikre sig, at afdelingen får en gunstig pris. Det kan bestyrelsen gøre ved f.eks. at undersøge, hvilke priser andre investorer af samme størrelse som afdelingen kan opnå hos porteføljeforvalteren, eller om andre leverandører tilbyder porteføljeforvaltning på samme kvalitetsniveau til en lavere pris. Det vil være i investorenes interesse at søge at reducere priserne mest muligt for ydelser på det kvalitetsniveau, som bestyrelsen ønsker.

Der er ikke noget i det modtagne materiale, som viser, at bestyrelserne, som er omfattet af undersøgelsen, har fået forelagt saglige begrundelser for, hvorfor priserne for investeringsforvaltning for netop disse afdelinger skulle stige.

Der er heller ikke noget i det modtagne materiale, som viser, at bestyrelserne, som er omfattet af undersøgelsen, har drøftet, om man skulle afsøge markedet for andre leverandører, som kunne levere en tilsvarende kvalitet til en lavere pris.

Det fremgår ikke af nogen af de modtagne bestyrelsesprotokoller, at bestyrelserne har drøftet, hvorvidt stigningen i investeringsforvaltningsomkostningerne er i investorenes interesse.

Ud fra beslutningsgrundlagene finder Finanstilsynet det derfor vanskeligt at konkludere, om foreningerne omfattet af undersøgelsen har varetager investorenes interesser i forbindelse med forhøjelsen af betalingen for investeringsforvaltningen til de banker, der udfører porteføljeplejen eller investeringsrådgivningen.

Finanstilsynet vil fremover have et øget fokus på, om bestyrelser varetager investorenes interesser ved ændring af eksisterende og indgåelse af nye aftaler på foreningernes vegne.

Du kan læse redegørelserne for undersøgelse af de tre investeringsforeninger her:

- [https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/2019/Danske\\_invest\\_select\\_171219](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/2019/Danske_invest_select_171219)
- [https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/2019/Alm\\_brand\\_invest\\_171219](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/2019/Alm_brand_invest_171219)
- [https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/2019/Wealth\\_invest\\_171219](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Vurderinger-af-finansielle-virksomheder/2019/Wealth_invest_171219)

## **2. Grundlag for undersøgelsen**

Finanstilsynets "Temaundersøgelse om provisionsforbuddets konsekvenser", herefter rapporten, blev offentliggjort den 26. juni 2018. Det fremgår af rapporten, at på baggrund af undersøgelsens resultater finder Finanstilsynet anledning til at rette fokus mod en række punkter, herunder det forhold, at der er sket ændringer i omkostningsposterne i et betydeligt antal provisionsfrie (clean) fonde, herunder en stigning i omkostningerne til investeringsforvaltning.

De årlige omkostninger, der er forbundet med at investere via de enkelte investeringsforeninger, kan opdeles i tre dele: Omkostninger til administration, omkostninger til investeringsforvaltning og omkostninger til formidling (omtalt som "tredjepartsbetalinger i MiFID II regi"). En nærmere beskrivelse af posterne fremgår af boks 1.

## Boks 1: Omkostninger på afdelings- og andelsklasseniveau

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, herunder til bestyrelse, direktion, revision, fondsbørs, ejerbog, gebyr til depotselskab mv.
- **Investeringsforvaltning:** Denne post dækker over betaling for portefølje- og investeringsforvaltning i afdelingen eller andelsklassen.
- **Provisioner ("Tredjepartsbetalinger i MiFID II regi"):** Denne post dækker over betalinger for distribution, markedsføring og formidling.

### 3. Ændringer i investeringsforvaltningsomkostninger

Ved gennemgang af de indberettede data, som Finanstilsynet modtog i forbindelse med "Temaundersøgelse om provisionsforbuddets konsekvenser", observerede Finanstilsynet, at en stor del af de fonde, der før provisionsforbuddet havde omkostninger til provisioner og efterfølgende var blevet provisionsfrie (clean fonde), havde øget investeringsforvaltningsomkostningerne væsentligt i perioden fra marts 2017 til september 2017.

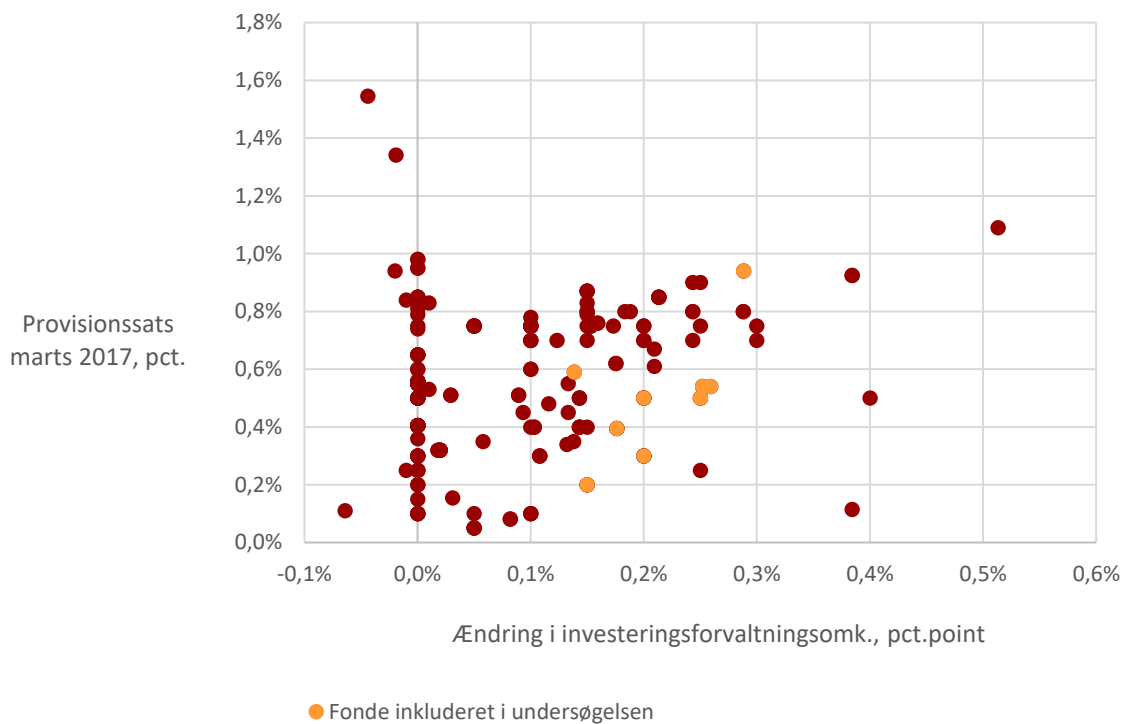
En clean fond er en afdeling eller en andelsklasse i en dansk UCITS (investeringsforening), som ikke udbetaler løbende beholdningsprovision til distributøren, fordi disse fonde indgår i distributørens porteføljepleje produkter, og hvor investorerne i disse fonde betaler deres omkostninger via direkte gebyrer til distributørerne. Efter § 46 b i lov om finansiel virksomhed er der provisionsforbud i forbindelse med levering af skønsmæssig porteføljepleje, og det vil sige at fonde, der indgår i pengeinstitutternes porteføljeplejeordninger typisk vil være clean fonde.

Stigningerne i omkostningerne til investeringsforvaltning kunne skyldes en generel markedstrend. Der ses imidlertid ikke en lignende stigning i sammenlignelige fonde med provisioner, hvilket indikerer, at omkostningsændringerne er gennemført som følge af provisionsforbuddet.

Data viste, at i den del af fondsmarkedet, hvor provisionerne blev fjernet fra marts til september 2017, er den gennemsnitlige omkostningssats til investeringsforvaltning steget med 0,092 pct. point. Dette svarer samlet set til mere end 250 mio. kr. om året, som investorerne skal betale.

Figur 1 illustrerer ændringen i omkostningerne til investeringsforvaltning fra marts 2017 til september 2017 (førsteaksen) og provisionssatsen i marts 2017 (andenaksen) for samtlige fonde, der blev provisionsfrie fra marts til september 2017, i alt 203 fonde. De orange datapunkter i figuren angiver de clean fonde, som Finanstilsynet har udvalgt til undersøgelsen.

**Figur 1: Sammenhæng mellem provisionssats i marts 2017 og ændringen i omkostninger til investeringsforvaltning, fordelt på provisionsfrie fonde**



Note: Hvert datapunkt repræsenterer en fond, der er blevet provisionsfri (clean) i perioden fra marts til september 2017, og illustrerer sammenhængen mellem ændringen i omkostningerne til investeringsforvaltning fra marts til september (førsteaksen) og fondens provisionssats i marts (andenaksen). De orange datapunkter repræsenterer de fonde, som er inkluderet i Finanstilsynets undersøgelse.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet i forbindelse med undersøgelsen

Det ses, at hovedparten af fondene (124 fonde, svarende til 61 pct.) har haft øgede omkostninger til investeringsforvaltning, mens 73 fonde, svarende til 35 pct., har haft en uændret omkostningssats til investeringsforvaltningsomkostninger. Kun seks fonde har haft faldende investeringsforvaltningsomkostninger i perioden.

Figuren viser en svag positiv sammenhæng mellem provisionssatsen i marts 2017 og den efterfølgende stigning i omkostningerne til investeringsforvaltning. Der ses en vis spredning, men samtidig er der en svag tendens til, at de fonde, der havde de højeste provisionssatser i marts 2017, efterfølgende også har hævet omkostningerne til investeringsforvaltning mest.





## Bilag 1 – Regelgrundlag

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

Gældende ordlyd:

§ 47

Investeringsforeninger skal have en bestyrelse og en direktion. Bestyrelsen skal varetage den overordnede ledelse af foreningens virksomhed. Bestyrelsen og direktionen forestår ledelsen af foreningens anliggender. Bestyrelsen og direktionen skal handle uafhængigt og udelukkende i foreningens interesse

Bemærkninger i hovedlov 2012/13

Til § 47

Det foreslås at videreføre § 32 i den gældende lov om investeringsforeninger m.v., dog således at bestemmelsen ikke længere omfatter specialforeninger og hedgeforeninger. § 32 i den gældende lov om investeringsforeninger m.v. gennemførte UCITS-direktivets artikel 14, stk. 1, litra d, og artikel 35, stk. 1.

Det foreslåede stk. 1 fastslår, at en investeringsforening skal have en bestyrelse og en direktion. Med bestyrelsens adgang til at delegerer den daglige ledelse til et administrationsselskab med hjemsted i et andet EU-land eller et land, som Unionen har indgået aftale med, er det fundet hensigtsmæssigt at fastslå, at det er investeringsforeningens bestyrelse, der har den overordnede ledelse af foreningens virksomhed. Endvidere fastslår bestemmelsen, at det er bestyrelsen og direktionen, der forestår ledelsen af investeringsforeningens anliggender, samt at de skal handle uafhængigt og udelukkende i foreningens interesse for at understrege, at en forenings bestyrelse og direktion alene skal varetage investeringsforeningens interesser.

Reglen skal forebygge interessekonflikter og inhabilitet i forholdet mellem investeringsforeningens bestyrelse og de selskaber, som foreningen har et væsentligt samarbejde med. Bestemmelsen skal også ses i lyset af, at en forenings depotselskab kan eje foreningens investeringsforvaltningsselskab, ligesom de fleste investeringsforvaltningsselskaber indgår i koncerner, som investeringsforeningen har væsentlige aftaler med. Det medfører interessekonflikter. Der er tilsvarende bestemmelser i § 52 og § 101, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed for henholdsvis depotselskaber og investeringsforvaltningsselskaber.

Det er særligt vigtigt, at der ikke foreligger interessekonflikter eller inhabilitet, når investeringsforeningens ledelse indgår aftaler med foreningens samarbejdspartnere, idet aftalerne drejer sig om væsentlige beløb for foreningen. Jo mere en investeringsforening skal betale efter aftalen, jo mindre bliver afkastet til foreningen og dens investorer som udgangspunkt. Det er derfor vigtigt, at såvel bestyrelsen som direktionen har fokus på, at de beløb, som foreningen betaler sine samarbejdspartnere for de leverede ydelser (vederlag for opbevaring af foreningens finansielle instrumenter, investeringsrådgivning,

porteføljepleje (kapitalforvaltning) handel med finansielle instrumenter samt markedsføring og salg til og rådgivning af potentielle investorer), svarer til det, som tilsvarende virksomheder betaler for ydelserne. Med »tilsvarende virksomheder«, er der ikke alene tænkt på andre investeringsforeninger, SIKAV'er og værdipapirfonde. Når der er tale om investeringsrådgivning, skønsmæssig porteføljepleje og handel med værdipapirer, bør investeringsforeninger m.v. kunne opnå aftalevilkår (priser), der er lige så favorable, som institutionelle investorer af tilsvarende størrelse. Da de enkelte investorer i foreningen ikke kan kontrollere de investeringer, som investeringsforeningen foretager, er det vigtigt, at foreningens ledelse varetager deres interesser, sådan at de bliver korrekt behandlet.

§ 54, stk. 3, i lov om investeringsforeninger m.v.

Gældende ordlyd:

Stk. 3.

Bestyrelsen skal sørge for, at der over forhandlingerne i bestyrelsen føres en protokol, der underskrives af samtlige tilstedeværende medlemmer. Et bestyrelsesmedlem, en direktør, en ekstern revisor eller den interne revisionschef, der ikke er enig i bestyrelsens beslutning, har ret til at få sin mening indført i protokollen.

Bemærkninger i hovedlov 2012/13:

Det foreslåede stk. 3 svarer til § 128 i [selskabsloven](#), hvorefter der føres en protokol i det øverste ledelsesorgan. Hvis bestyrelsen afholder fælles bestyrelsesmøder, jf. stk. 4, skal det tydeligt fremgå af protokollen, hvilke forhold, der vedrører den enkelte investeringsforening eller den enkelte SIKAV. Til forskel fra [selskabsloven](#) har eksterne revisorer og interne revisionschefer ret til at få foretaget protokoltilførsel. Bestemmelsen svarer til § 74, stk. 3, i [lov om finansiell virksomhed](#). Revisorerne får ret til at kræve en protokoltilførsel på baggrund af de særlige pligter, revisorer har efter den finansielle lovgivning. Af hensyn til senere mulighed for dokumentation og eventuel placering af ansvar skal protokollen være en forhandlingsprotokol og ikke kun en beslutningsprotokol. Desuden skal det senere være muligt at genfinde forudsætningerne for de drøftelser, der har fundet sted.

Det svarer til det, der gælder for selskaber.

Bekendtgørelse nr. 865 af 2. juli 2014 om ledelse, styring og administration af danske UCITS.

Gældende ordlyd af bilag 1, punkt 13:

13) Den i medfør af § 54, stk. 3, i lov om investeringsforeninger m.v., førte forhandlingsprotokol skal afspejle de på møderne førte drøftelser, herunder skal væsentlige risikovurderinger og trufne beslutninger samt forudsætninger for disse fremgå. Det skal fremgå, hvilke medlemmer der har været til stede på et møde. Har andre personer end medlemmer af bestyrelsen været til stede, skal dette også fremgå.

§ 64, stk. 3, i lov om investeringsforeninger m.v.

Gældende ordlyd

Stk. 3.

Investeringsforeningens delegation af opgaver må ikke forhindre et effektivt tilsyn med foreningen og må ikke forhindre foreningens administration i at virke eller forhindre foreningen i at blive administreret i investorerne's interesse

Bemærkninger i hovedlov 2012/13

Efter lovforslaget kan delegation af opgaver ske til virksomheder, der er under dansk eller udenlandsk tilsyn, men delegationen må efter *stk. 3* ikke hindre et effektivt tilsyn med investeringsforeningen, forhindre foreningens forvaltning i at virke eller medføre, at foreningen ikke bliver forvaltet i investorerne's interesse. Det betyder, at delegation af opgaver aldrig må føre til, at der opstår uklarhed om, hvem der udfører en given opgave, eller til en uigennemsigtig eller på anden måde uhensigtsmæssig forvaltning af en forening