

Investeringsfonde

Markedsudvikling 2018

Indholdsfortegnelse

1. Sammenfatning	3
2. Det tilsynsmæssige fokus	4
2.1. Tæt dialog med branchen i relation til provisionsforbuddet mv.	4
2.2. Flere aktører inden for alternativer.....	4
2.3. Lave renter øger risikoen for dårlig kunderådgivning	5
3. Voksende antal virksomheder og fonde	10
3.1. Flere udenlandske fonde notificeres i Danmark	11
4. Formuen og allokering på aktivklasser	13
4.1. Fald i formue for investeringsfondene i 2018.....	13
4.2. Voksende formue i alternativer	15
4.3. Muligt mismatch mellem aktivers likviditet og indløsningsforpligtelser.....	15
4.4. Allokering på aktivklasser i UCITS og kapitalforeninger.....	16
4.5. Uforandret formueandel i passive investeringsfonde	18
4.6. UCITS primært til detailinvestorer, kapitalforeninger til institutionelle	18
5. Nye omkostningsstrukturer drevet af MiFID II's provisionsforbud	20
6. Alternative investeringsfonde.....	21
6.1. Voksende formue i alternativer, herunder specielt i infrastruktur	21
6.2. Uforandret anvendelse af gearing i 2018.....	23
7. Bilag – Oversigt over virksomheder under tilsyn	25
7.1. Investeringsforeninger og værdipapirfonde under tilsyn pr. 6. juni 2019	25
7.2. Forvaltere af alternative investeringsfonde under tilsyn pr. 6. juni 2019	28

1. Sammenfatning

2018 blev afkastmæssigt et dårligt år for danske investeringsfonde. De er dog fortsat danskernes foretrukne investeringsprodukt til opsparing af frie midler. Formuen placeret i danske investeringsforeninger (UCITS) og alternative investeringsfonde (AIF'er) er steget siden 2012 og toppede indtil videre ultimo 2017 med knap 2.250 mia. kr. under forvaltning.

Den gode udvikling fortsatte dog ikke i 2018. Formuen faldt til godt 2.155 mia. kr., svarende til et fald på knap 8 pct. i forhold til 2017. Faldet skyldtes både markedsudviklingen i form af negativ værdisudvikling og indløsninger fra investorer. Indløsningerne var primært drevet af forsikrings- og pensionsbranchen, og ikke af detailinvestorerne, som derimod anbragte endnu flere midler i investeringsfonde igennem 2018, hvilket bekræfter tendensen om, at investeringsfonde er et populært investeringsprodukt. Tendensen afspejler sig også i, at udbuddet af investeringsfonde inden for alle grene af investeringsstrategier er steget støt. Ultimo 2018 var der således over 1000 danske fonde på markedet. Flere er dog målrettet specifikke investorgrupper.

Investeringsfonde er i denne artikel en fælles betegnelse for afdelinger og andelsklasser under danske investeringsforeninger (UCITS) og alternative investeringsfonde (AIF'er). UCITS henvender sig især til detailinvestorer og investerer primært i traditionelle værdipapirer (aktier og obligationer). Gearing, dvs. investering for lånte midler, er kun tilladt i begrænset omfang. AIF'er er mindre stramt reguleret end UCITS i forhold til fondenes investeringsmuligheder, hvorfor de i højere grad er henvendt til og anvendt af professionelle investorer, som forsikringsselskaber og pensionskasser. AIF'ere omfatter bl.a. afdelinger under kapitalforeninger, der også investerer i traditionelle værdipapirer, men med mulighed for højere gearing og mere aktiv brug af derivater. Dertil kommer andre alternative investeringsfonde ("andre AIF'er"), som bl.a. omfatter fonde med eksponeringer inden for private equity, ejendomme og infrastruktur.

Denne markedsudviklingsartikel gennemgår de væsentligste trends på det danske investeringsfondsmarked i 2018 og det tilsynsmæssige fokus i 2018 og fremadrettet. I forhold til nøgletal er artiklen opdelt i to dele. Første del gennemgår udviklingen i UCITS og kapitalforeninger. Disse to fondstyper er meget sammenlignelige, dels på grund af deres primære eksponering mod aktier og obligationer, dels på grund af deres lange, tilgængelige datahistorik. Anden del gennemgår udviklingen i 2018 for andre AIF'er, dvs. de AIF'er, der ikke er afdelinger under kapitalforeninger.

Det tilsynsmæssige fokus

Finanstilsynets aktuelle fokus på investeringsområdet kan i hovedtræk opdeles i branchens implementering af MiFID II's provisionsforbud, investorbeskyttende tiltag i forhold til øgede og forandrede risici på tværs af investeringsfonde, samt distributørers rolle i forhold til salg af investeringsprodukter til investorerne. Finanstilsynet er endvidere meget opmærksom på, at de lave renter øger pengeinstitutternes incitament til at flytte kundernes opsparing fra indlånskonti til investeringsprodukter.

Fald i formue for investeringsfondene, men stigning inden for alternativer

Formuen i UCITS og kapitalforeninger faldt isoleret set med godt 9 pct. i 2018. Dette er markant set i en historisk sammenhæng. Faldet kan primært tilskrives negative værdireguleringer, men netto kapitaludstrømning (indløsninger) har også haft en effekt. Til gengæld voksede formuen i andre AIF'er, særligt fonde inden for infrastruktur, i 2018. Baseret på data fra forvalterne (bilag IV–indberetningerne) var formuen ultimo 2018 samlet set på 115 mia. kr. i andre AIF'er, svarende til en stigning på 71 pct. i forhold til året før.

Stort set uændret aktivfordeling mellem aktier og obligationer

Aktivallokeringen for UCITS og kapitalforeninger var stort set uændret i 2018 i forhold til året før. Allokeringen mod aktier fyldte omkring 37 pct. af den samlede formue, mens obligationer fyldte 50 pct. De restende 12 pct. af formuen var allokeret via andre fonde.

Omkostningsstrukturer i 2018

Som følge af provisionsforbuddet i MiFID II blev det danske fondsmarked opdelt i fonde henholdsvis med og uden provisioner. Den gennemsnitlige omkostningsprocent for fonde med provisioner var på 1,11 pct. i 2018. Dette er en smule under niveauet i 2017, hvor den gennemsnitlige omkostningsprocent var på 1,16 pct. For fonde uden provisioner (clean fonde) lå den gennemsnitlige omkostningsprocent i 2018 0,4 procentpoint lavere, hvilket er på niveau med 2017. Investorerne i disse fonde betaler i langt højere grad deres omkostninger via direkte gebyrer til distributørerne, jf. Finanstilsynets publikation "Temaundersøgelse om provisionsforbuddets konsekvenser".¹

2. Det tilsynsmæssige fokus

Finanstilsynets aktuelle fokus på investeringsområdet kan i hovedtræk opdeles i tre kategorier: Implementering af MiFID II's provisionsforbud, investorbeskyttende tiltag i forhold til øgede og forandrede risici på tværs af investeringsfonde og distributørers rolle i forhold til salg af investeringsprodukter til investorerne. Finanstilsynet er også meget opmærksom på, at de lave renter øger pengeinstitutternes incitament til at flytte kundernes opsparing fra indlånskonti til investeringsprodukter.

2.1. Tæt dialog med branchen i relation til provisionsforbuddet mv.

I relation til provisionsforbuddet har Finanstilsynet prioriteret at føre en tæt dialog med branchen omkring dennes forståelse af Finanstilsynets to temaundersøgelser. Disse omhandlede henholdsvis konsekvenserne af provisionsforbuddet og kvalitetsforbedrende services. Finanstilsynet har indtryk af, at branchen er ved at indrette sig i overensstemmelse med konklusionerne i de to rapporter.

2.2. Flere aktører inden for alternativer

Finanstilsynet var i 2018 særligt opmærksom på det stigende antal alternative investeringsfonde, der henvender sig til detailinvestorer. I den forbindelse har Finanstilsynet bl.a. vurderet, at kapitalforeninger altid skal opfattes som komplekse produkter, hvilket medfører, at distributøren skal foretage en egnethedstest og hensigtsmæssighedsvurdering. Flere investeringsforvaltningsselskaber har derfor justeret

¹ <https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Rapporter/2018/Tema-provisionsforbud-konsekvenser>

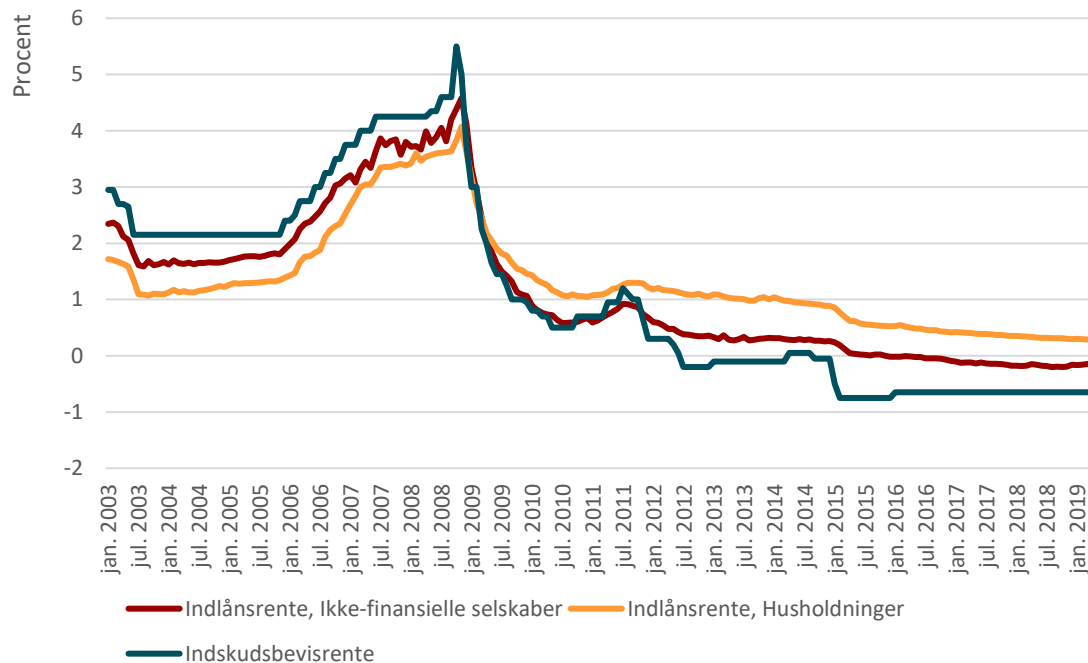
deres kapitalforeninger til at være UCITS. Det indebærer i de fleste tilfælde en justering af porteføljerne, så de fremadrettet er i overensstemmelse med placeringsregler mm. Den øgede formue i alternative investeringsfonde viser, at Finanstilsynet også i det kommende år skal være særligt opmærksom på eksempelvis investorbeskyttelse og systemiske risici.

Desuden har 2018 budt på et stort antal nye forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF'er). Dette indebærer en grundig vurdering af, om virksomhedernes organisation, investeringsstrategi og operationelle set-up lever op til de lovgivningsmæssige krav.

2.3. Lave renter øger risikoen for dårlig kunderådgivning

På trods af den gode konjunktursituation er pengeinstitutternes basisindtjening under pres. Det skyldes særligt det fortsat lave renteniveau, der presser institutternes kerneforretning. Nettorenteindtægterne er på et historisk lavt niveau, fordi de meget lave renter gør det svært for pengeinstitutterne at tjene penge på forskellen mellem ind- og udlånsrenter. Historisk har pengeinstitutter således både tjent på, at renten på indlån lå under den korte risikofrie markedsrente (indlånsmarginale) og på at udlånsrenten lå over den korte risikofrie markedsrente (udlånsmarginale). Presset er i praksis større for de institutter, der har svært ved at omsætte indlån til udlån og derfor har et indlånsunderskud, der skal anbringes til nul eller negative renter. Institutter med god gang i kerneforretningen (indlån transformeret til udlån) kan derimod nemmere hente marginaler, der giver en større indtjening, end der kan hentes i værdipapirinvesteringer i kapitalmarkedet eller ved indskud i centralbanken.

Figur A: Indlånsmarginale er negativ



Note: Indlånsrenterne er angivet ved deres effektive rentesats og gælder for alle løbetider og alle valutaer.
Kilde: Nationalbanken

Indlånsmarginale er i dag forsvundet eller negativ. For pengeinstitutter med betydeligt indlånsoverskud betyder det, at privatkunder godt nok typisk ikke får noget i rente, men da

pengeinstituttet skal betale for at have penge stående i Nationalbanken, så bliver indlån fra privat kunder en underskudsforretning. Det øger pengeinstitutternes incitament til at forsøge at flytte kundernes opsparing fra indlånskonti til aktiv investering i investeringsprodukter, hvor pengeinstitutterne desuden kan tjene penge på f.eks. gebyrer for porteføljepleje eller på provisionsindtægter fra investeringsforeninger. Den kortsigtede gevinst ved at kunder investerer fremfor at have indlån, har næppe tidligere været større. Dermed øger de lave renter også risikoen for, at pengeinstitutternes fokus på egen indtjening overskygger deres fokus på, at investering rent faktisk er i kundens interesse.

Finanstilsynet indskærper på den baggrund, at pengeinstitutterne i forhold til investorbekyttelsesreglerne og god skik-reglerne er forpligtede til kun at rådgive kunderne om produkter, der er i kundernes egen interesse.

I relation til produkt governance-reglerne er der krav til, hvordan de forskellige investeringsprodukter udvikles, tilpasses, og hvordan de sælges til kunderne. På den måde skal det kun være gode og gennemskuelige produkter, der når frem til kunderne, og pengeinstitutterne skal derfor anvende distributions- og udvælgelsesmekanismer m.v., der har kundernes behov i fokus. I den forbindelse skal pengeinstitutterne vurdere alle relevante risici ved de produkter, som de distribuerer, og om disse risici er hensigtsmæssige for den specifikke målgruppe.

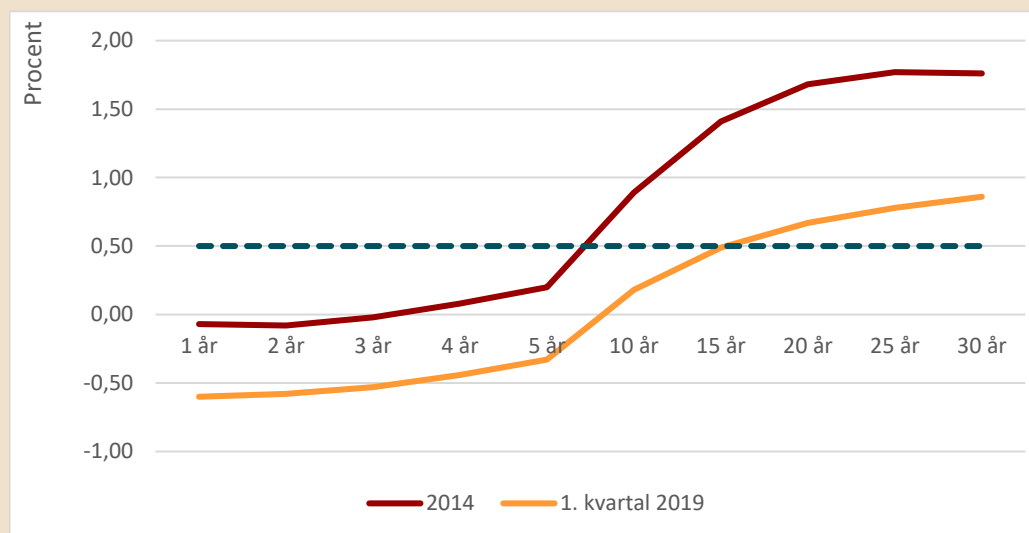
Risikoen for dårlig rådgivning er særligt stor, når det drejer sig om kunder med en lav risikopræference og/eller en kort horisont for opsparingen. For disse kunder er 0 pct. i rente på en indlånskonto i dag et meget konkurrencedygtigt produkt. Hvis der f.eks. placeres midler i stats og realkreditobligationer med en løbetid på under 3 år, er den effektive rente i dag negativ, jf. boks 1. Hvis kunden så samtidig skal betale 0,5 pct. af investeringen i omkostninger, så bliver det en underskudsforretning. Investering i værdipapirer med lav risiko kan derfor for nogle typer privatkunder – efter omkostninger – vanskeligt konkurrere med en nulrentekonto. For disse kunder er det ikke en løsning, at de kommer længere ud af risikokurven, end deres præferencer og økonomiske forhold kan bære.

Boks 1: Hvor meget afkast kan en investor i dag forvente at få?

Det forventede afkast af en investering afhænger af den risikofrie rente, og hvor meget risiko investeringen indeholder. Hvis risikoen for en investering er høj, så vil en investor kræve et højere afkast, og det omvendte gælder, hvis risikoen er lav. Investeringens løbetid er en anden afgørende parameter for investorenes afkastkrav. Hvis en investor binder kapital i et finansielt produkt over en længere årrække, så vil investoren kræve et højere afkast på den indskudte kapital.

Et mål for, hvor meget "risikofrit" afkast en investor kan forvente at få, for en given løbetid, kan approksimeres ved at se på rentekurven for AAA-ratede europæiske statsobligationer. Siden finanskrisen er disse afkast faldet til historisk lave niveauer, bl.a. pga. den europæiske centralbanks yderst lempelige pengepolitik. Det har helt konkret betydet, at en investor skal et godt stykke ud på rentekurven (længere løbetid) for at få et årligt afkast (rente), der er positivt, jf. figur B.

Figur B: Risikofrie renter i euroområdet



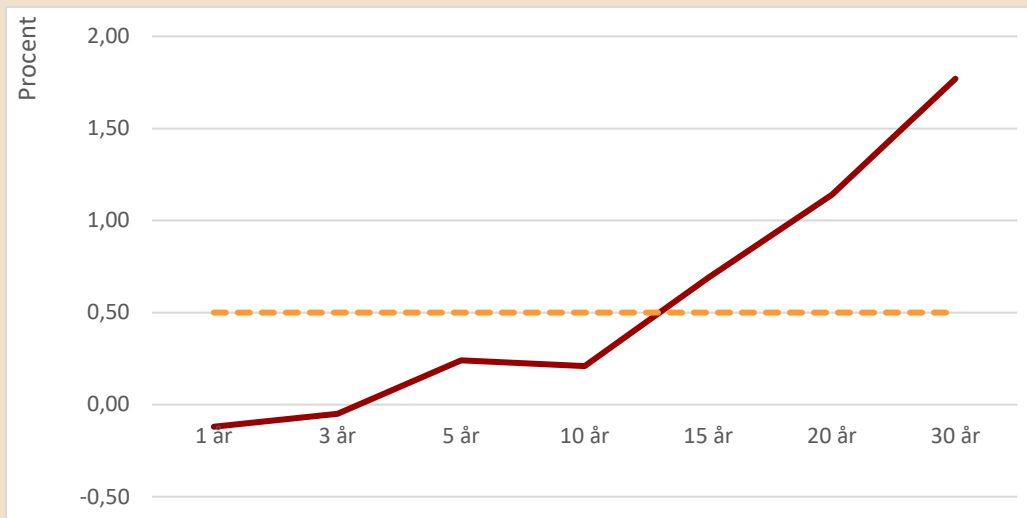
Note: Den risikofrie rentekurve repræsenterer her afkastet (målt ved kursen, spot rate) for et gennemsnit af euroområde-statsobligationer med ratingen AAA.

Kilde: Eurostat

I 2014 kunne en investor se frem til et årligt afkast på ca. 0,9 pct. for at investere i en portefølje af AAA-ratede euroområde-statsobligationer med en løbetid på 10 år. I første kvartal 2019 "krævede" samme forventede årlige afkast en løbetid på 30 år.

I Danmark anses realkreditobligationer for at være tilnærmelsesvis risikofrie. En investering i realkreditobligationer anses derfor af mange private investorer som at være et risikofrit alternativ til at sætte penge i banken. Af figur C ses det, at investorer i realkreditobligationer også skal et stykke ud ad rentekurven for at få et positivt årligt afkast og ønskes et positivt afkast efter omkostninger på f.eks. 0,5 pct. kræver det en løbetid på ca. 15 år.

Figur C: Rentekurve for danske realkreditobligationer



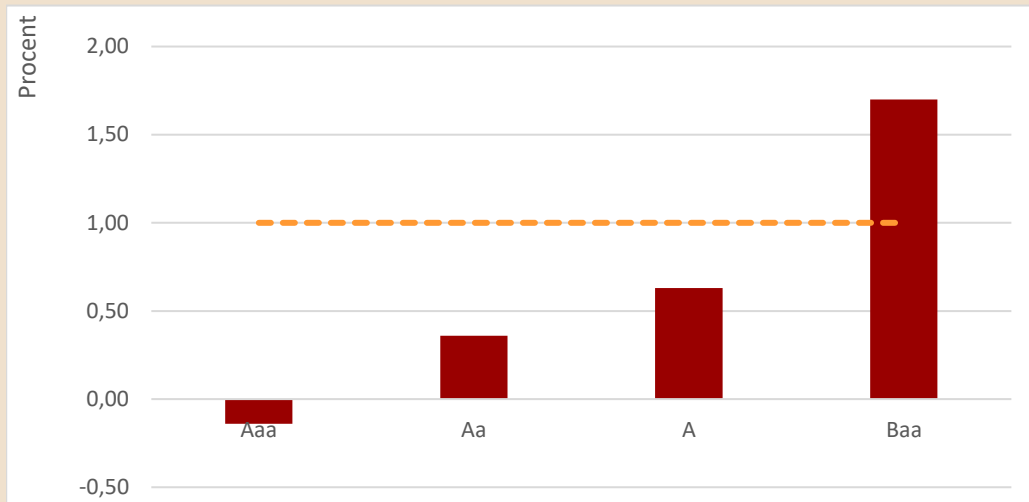
Note: I figuren er angivet kontantlånsrenten for rentetilpasningslån (K) i DKK for hhv. F1-, F3- og F5-lån med afdrag. For de fast forrentede lån med afdrag og løbetid på hhv. 10, 15, 20 og 30 år er de effektive obligationsrenter før skat anvendt. Kontantlånsrenterne er angivet for april 2019, mens obligationsrenterne er angivet per primo juni 2019.

Kilde: Realkredit Danmark

I det nuværende lavrentemiljø må investorerne derfor acceptere en højere varighed på deres investering, hvis de ønsker et positivt forventet afkast. Den højere varighed angiver, at investorens indskudte kapital vil være bundet over en længere periode, og denne må affinde sig med at skulle vente længere tid for at modtage sin investerede kapital (inkl. renter) og være eksponeret over for en højere grad af renterisiko. Det betyder, at der vil være en risiko for et formuetab ved stigende renter. En anden måde, hvorpå en investor kan søge at opnå et positivt afkast på sin investering, er at påtage sig mere risiko (ud over varighed), f.eks. ved at investere i obligationer med dårligere rating. De nuværende markedsforhold har også medført, at man skal længere ud på risikoskalaen for at få et positivt afkast, jf. figur D (på næste side). Det kræver dermed en rating på A eller lavere at få et forventet årligt afkast, der kan dække omkostninger på 0,5 pct. og en endnu lavere rating, hvis omkostningerne er på 1,0 pct. Ratingen følger Bloombergs ratingskala, som er en sammensætning af ratings fra DBRS, Fitch, Moody's og S&P. En A-rating angiver, at der er tale om en obligation med en lav kreditrisiko – men noget mindre sikre end danske stats- eller realkreditobligationer.

Figur D viser, at det nuværende lavrentemiljø gør det umuligt for en investor at få et forventet positivt afkast, medmindre denne påtager sig en vis mængde risiko. Et indlån i en bank til 0 pct. i rente er derfor for den lille opsparer et attraktivt alternativ til investeringer i sikre aktiver.

Figur D: Forventet afkast af europæiske obligationer



Note 1: Det forventede afkast på de europæiske obligationer er her approksimeret ved Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate Total Return Index Value (Unhedged). Indekset indeholder investment grade obligationer, som er udstedt i ni forskellige europæiske valutaer herunder danske kroner.

Note 2: Det forventede afkast er her repræsenteret ved den angivne yield-to-worst i Bloomberg per 6. juni 2019. Yield-to-worst giver et estimat af det laveste forventede afkast på en obligation, hvor udstederen ikke defaulter. Løbetiderne for de fire indeks er hhv. 7,7 år, 11,8 år, 8,3 år og 7,5 år.

Kilde: Bloomberg

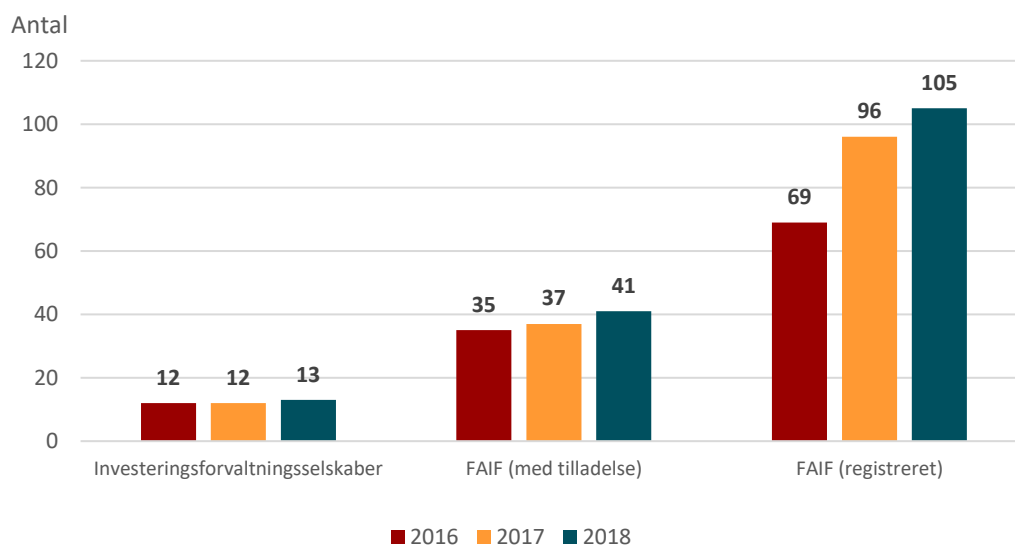
3. Voksende antal virksomheder og fonde

Finanstilsynet har en lang række virksomheder under tilsyn fordelt på flere forskellige typer af forvaltere. Antallet af danske investeringsforvaltningsselskaber (IFS'er) har været relativt konstant over de seneste par år, mens antallet af danske forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF'er) har oplevet en jævn fremgang, jf. figur 1. 2018 var ingen undtagelse, idet antallet af FAIF'er med tilladelse steg fra 37 til 41 i 2018, mens antallet af registrerede FAIF'er ultimo 2018 var på 105 mod 96 året før.

Danske FAIF'er med tilladelse er under direkte tilsyn af Finanstilsynet. Det skyldes enten deres relativt høje formue under forvaltning, eller at de forvalter fonde, der kan markedsføres til detailinvestorer. Detailinvestorer er defineret som investorer, der investerer for et beløb mindre end 750.000 kr.

Se en liste over alle IFS'er og FAIF'er med tilladelse i bilaget.

Figur 1: Voksende antal danske forvaltere, 2016-2018

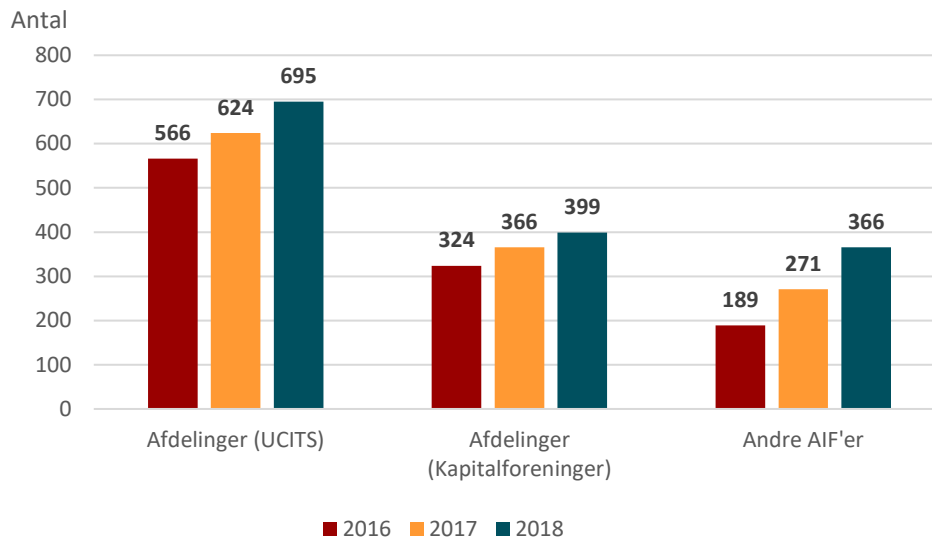


Note: FAIF'er med tilladelse indeholder både FAIF'er med tilladelse og selvforvaltende AIF'er med tilladelse, mens registrerede FAIF'er både indeholder registrerede FAIF'er og registrerede selvforvaltende AIF'er. En liste over alle IFS'ere og FAIF'er med tilladelse kan ses i bilaget. Figuren inkluderer ikke forvaltere af EuVECA fonde.

Kilde: Finanstilsynet

Antallet af danske investeringsfonde er også støt stigende, jf. figur 2. I 2016 var der samlet set 1079 danske investeringsfonde på tværs af alle fondstyper og i 2018 var dette tal vokset til 1463, svarende til en stigning på 36 pct. Den største stigning var inden for Andre AIF'er, hvor antallet af fonde voksede fra 189 i 2016 til 366 i 2018 svarende til næsten en fordobling. Antallet af afdelinger under hhv. UCITS og kapitalforeninger voksede begge med 23 pct. i 2018.

Figur 2: Voksende antal danske fonde, 2016-2018



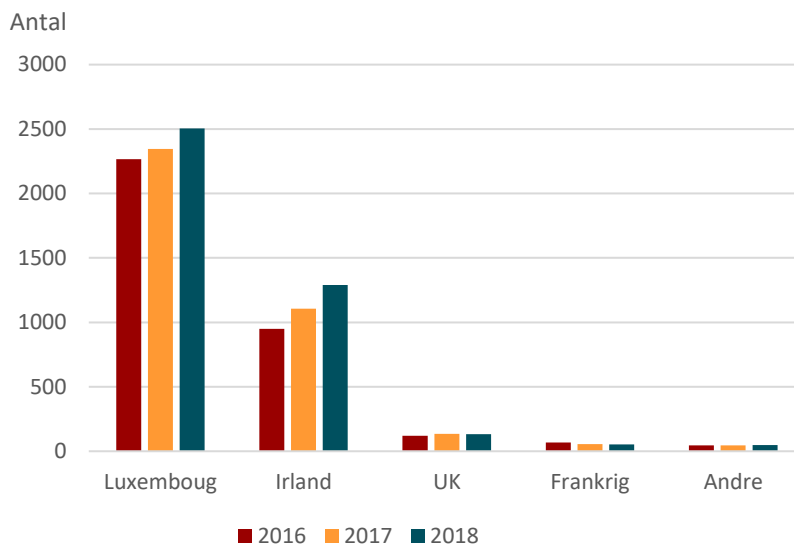
Kilde: Finanstilsynet

3.1. Flere udenlandske fonde notificeres i Danmark

Europæisk lovgivning tillader, at udenlandske fonde har mulighed for at markedsføre sig i Danmark, hvis de bliver registreret i Finanstilsynet. Der er en række yderligere krav, hvis den udenlandske fond ønsker at markedsføre andele over for danske detailinvestorer. Tilsynsforpligtelsen ligger hos tilsynsmyndigheden i forvalterens hjemland. Finanstilsynet er dog forpligtet i relation til bl.a. god skik-reglerne over for de danske distributører, eksempelvis pengeinstitutterne, der distribuerer andele i disse udenlandske fonde til danske investorer.

Gennem den seneste årrække er der kommet markant flere udenlandske aktører ind på det danske marked for investeringsfonde. Det har øget udbuddet og konkurrencen på markedet. Antallet af fonde tilhørende europæiske UCITS, der kan markedsføre sig i Danmark, er vokset siden 2016, jf. figur 3A. Særligt fonde fra Luxembourg og Irland dominerer med en samlet andel af markedet på 94 pct., målt på antallet af fonde. Finanstilsynet har ikke informationer om hvor meget aktivitet den udenlandske fond har i Danmark eller hvor meget formue, som danske investorer har indskudt i fonden.

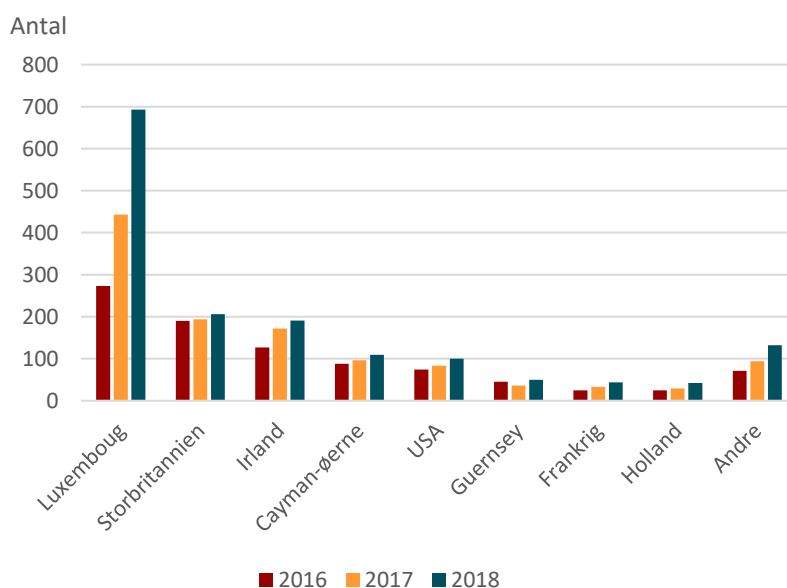
Figur 3A: UCITS fonde fra andre EU-lande med markedsføringstilladelse i Danmark, 2016-2018



Note: UCITS er et europæisk begreb, denne fondstype findes derfor kun i Europa. En amerikansk fond vil eksempelvis – uanset dens karakteristika og investeringsfokus – blive kategoriseret som en alternativ investeringsfond (AIF).
Kilde: Finanstilsynet

Antallet af udenlandske AIF'er med markedsføringstilladelse i Danmark er mere end fordoblet fra 2016 til 2018, jf. figur 3B. Ultimo 2016 var antallet af AIF'er fra udlandet 732, mens antallet ultimo 2018 var vokset til 1730. Særligt AIF'er fra Luxembourg, Storbritannien og Irland dominerer markedet, men fonde fra Cayman-øerne, USA og Guernsey fylder også en del.

Figur 3B: Alternative investeringsfonde (AIF'er) fra EU og tredjelande med markedsføringstilladelse i Danmark, 2016-2018



Kilde: Finanstilsynet

4. Formuen og allokering på aktivklasser

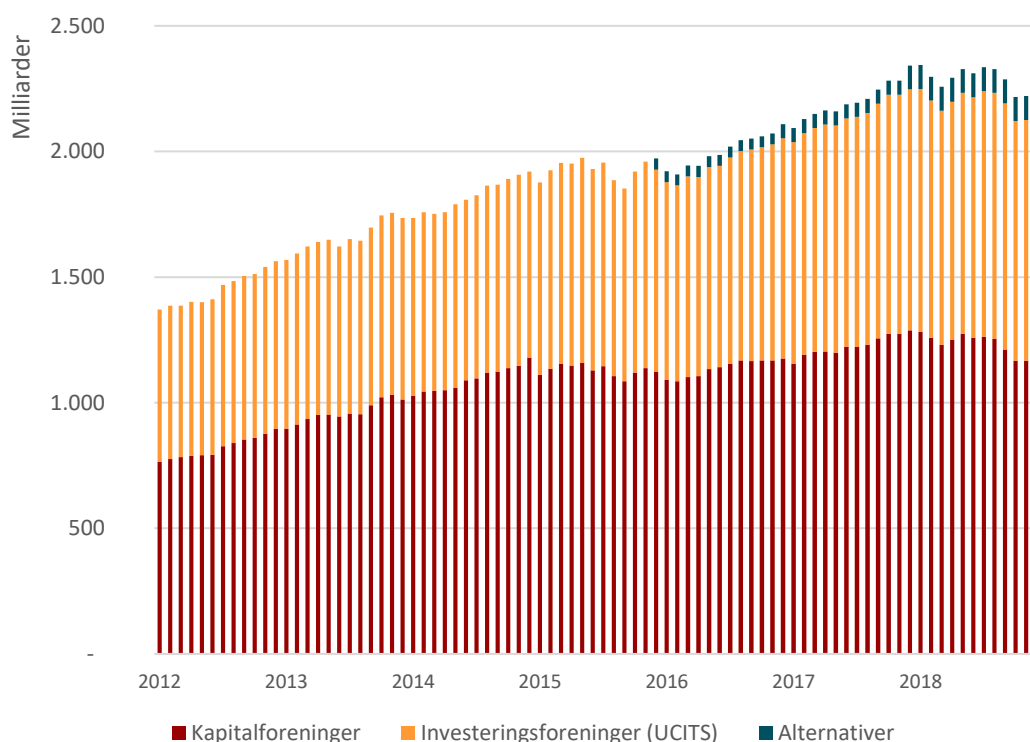
Dette afsnit har primært fokus på udviklingen i formuen under forvaltning i investeringsforeninger (UCITS) og kapitalforeninger. Investeringsuniverset for størstedelen af de andre AIF'er er fundamentalt anderledes end for afdelinger under UCITS og kapitalforeninger, og datahistorikken er samtidigt væsentligt kortere. Udviklingen i andre AIF'er beskrives derfor særskilt i afsnit 6.

4.1. Fald i formue for investeringsfondene i 2018

Formuen placeret i danske UCITS, kapitalforeninger og andre AIF'er har over den seneste årrække været stærkt stigende med næsten en fordobling af formuen fra begyndelsen af 2012 til ultimo 2017.

Denne udvikling er dog ikke fortsat i 2018. Ved udgangen af året udgjorde formuen i danske investeringsfonde godt 2.155 mia. kr., hvilket er et fald på knap 8 pct. i forhold til 2017, jf. figur 4. Dette kan primært tilskrives markedsudviklingen (negative værdireguleringer), men nettoindløsninger fra investorerne har også haft en effekt i visse fondstyper.

Figur 4: Formuen i danske investeringsfonde faldt med 8 pct. i 2018



Note: Formuen (angivet i mia. kr.) dækker over investorernes indskudte midler i investeringsfondene, og er dermed et passiv på fondenes balance. Indberetninger fra fonde inden for kategorien "Alternativer" (Andre AIF'er) er blevet foretaget siden ultimo 2015, hvorfor datahistorikken er kortere end for investeringsforeninger og kapitalforeninger.

Kilde: Finanstilsynet.

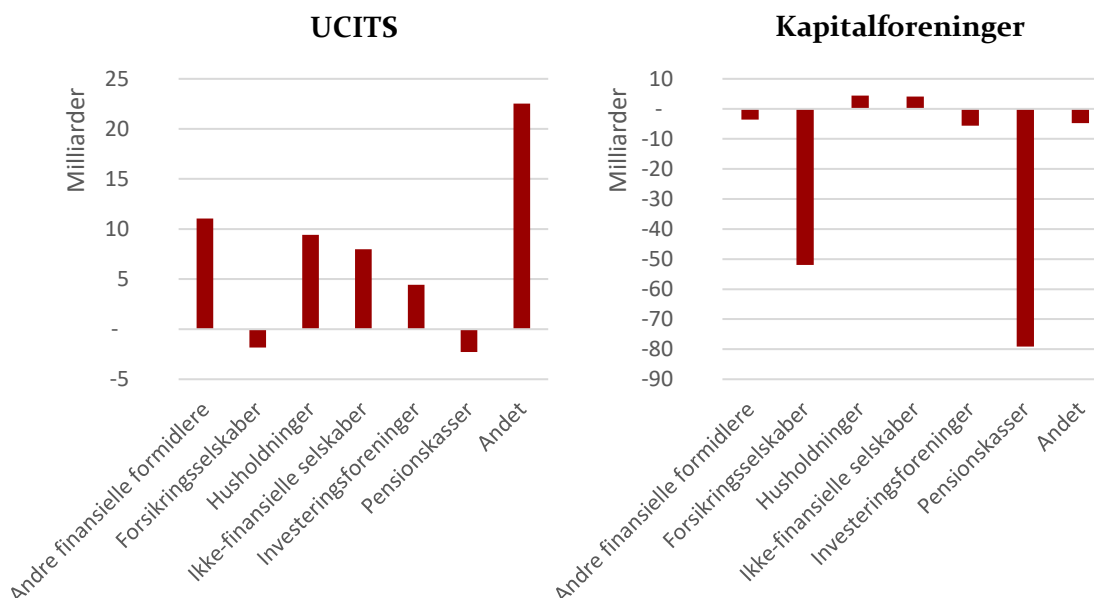
Formuen i UCITS faldt i 2018 med 32 mia. kr. fra 959 mia. kr. i 2017 til 927 mia. kr. i 2018, svarende til et fald på tre pct., mens formuen i kapitalforeninger faldt med 178 mia. kr. svarende til et fald på 14 pct. Denne markante udvikling skete til trods for, at antallet af fonde inden for begge kategorier voksede i 2018, jf. figur 2.

Figur 5 viser nettotransaktioner i henholdsvis UCITS og kapitalforeninger fordelt på investortype. Figuren viser, at var en indstrømning af ny kapital til UCITS fra stort set alle investorgrupper, bortset fra forsikrings- og pensionsbranchen, hvor der var en lille nettoindløsning i 2018. Samlet set var der en netto kapitalindstrømning på over 50 mia. kr. i UCITS i løbet af 2018, heraf 9,4 mia. kr. fra detailinvestorer (angivet som husholdninger i figuren). Dette viser, at formuefaldet på 32 mia. kr. i UCITS i 2018 udelukkende skyldes markedsudviklingen i form af negative værdireguleringer.

Detailinvestorerne skød også ekstra penge ind i kapitalforeninger, men overordnet set var billedet helt omvendt for kapitalforeningerne i 2018 end for UCITS. Kapitalforeninger oplevede, ligesom UCITS, et formuefald. For kapitalforeningerne var faldet dog primært drevet af en netto kapitaludstrømning (indløsninger) af formue. Således stod nettoindløsninger for over 80 pct. af det samlede formuefald i kapitalforeninger, mens markedsudviklingen stod for de resterende omkring 20 pct.

Forsikringselskaber indløste for i alt 52 mia. kr. i 2018, mens pensionskasser indløste for 79 mia. kr. svarende til henholdsvis 13 pct. og 16 pct. af deres samlede formue. Husholdninger stod omvendt for nettoemissioner i disse fonde på samlet 4,5 mia. kr. svarende til 10 pct. af den samlede formue fra denne investorgruppe.

Figur 5: Nettotransaktioner i investeringsforeninger og kapitalforeninger, 2018



Note: "Andet" omfatter MFI ekskl. centralbanker, non-profit mod husholdninger, den offentlige sektor og en residualgruppe.

Kilde: Finanstilsynet

4.2. Voksende formue i alternativer

Mens formuen faldt i UCITS og kapitalforeninger, voksede den i andre AIF'er. Formuen i disse fonde voksede med 48 mia. kr. til 115 mia., svarende til en stigning på 71 pct. i forhold til ultimo 2017. Formuen svarer dog kun til godt 5 pct. af det samlede marked. Disse alternative investeringsfonde udgør derfor fortsat en beskeden del. Udviklingen i andre AIF'er beskrives særskilt i afsnit 6.

4.3. Muligt mismatch mellem aktivers likviditet og indløsningsforpligtelser

Med en formue på godt 2.155 mia. kr. spiller investeringsfonde en rolle i forhold til det samlede finansielle system. Som Financial Stability Board (FSB)² og flere andre globale organisationer har påpeget, så har den øgede formue under forvaltning i investeringsfonde en lang række fordele. En af dem er at give virksomheder og andre aktører kilder til finansiering og understøtte de globale pengestrømme af kapital. Det påpeges dog også, at på trods af at investeringsfonde ikke historisk har oplevet markante udsving eller indløsningspres, kan den forøgede formue i fonde generelt, og i alternativer i særdeleshed, medføre en række risici.

Et strukturelt problem er det potentielle mismatch i åbne fonde, der hersker mellem likviditeten i fondens investeringer og de ofte daglige indløsningsforpligtelser, som fonden har over for sine investorer. I relation til dette potentielle mismatch påpeger FSB, at nogle investorer kan overestimere, hvor likvide aktiverne i fondens portefølje rent faktisk er. Dette betyder, at investorerne ikke forventer høje omkostninger eller vanskeligheder forbundet med indløse andele i fonden, også selvom indløsningerne kan medføre, at fonden skal sælge ud af sine positioner eller rebalancere porteføljen.

Derfor kan fald på markederne og efterfølgende negative afkast få investorerne til at indløse andele i forsøget på at minimere tab. I normale perioder vil fonden ikke have problemer med at imødekomme disse indløsningsanmodninger fra investorerne, men under mere stressede markedsbetingelser kan situationen være anderledes. Hvis fonden er nødsaget til på kort tid at sælge ud af sine aktiver kan salgsprisen ende med at være under værdien i mere ordnede markedsforhold. Dette kan udløse en negativ prisspiral med et stort salgspres, som ikke kan absorberes af markedet. Dette kan resultere i flere indløsninger fra investorerne og efterfølgende salg af aktiver i fonden (anden ordens effekten) og dermed påbegyndes en negativ likviditetsspiral.

Globalt har der været tendenser til at nogle åbne fonde har øget eksponeringen mod en række aktivklasser, som er mindre likvide, såsom visse obligationstyper. Generelt vil de nævnte likviditetsrisici være mindre, jo mere likvide aktiver, som fondes portefølje består af. Samtidig skal fondens aktivsalg være signifikante enten i forhold den samlede formue på markedet eller i forhold til den normale handelsvolumen i bestemte markedssegmenter, før det for alvor vil medvirke til markante prisfald eller øget volatilitet i priserne.

² Financial Stability Board (2017): "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities"

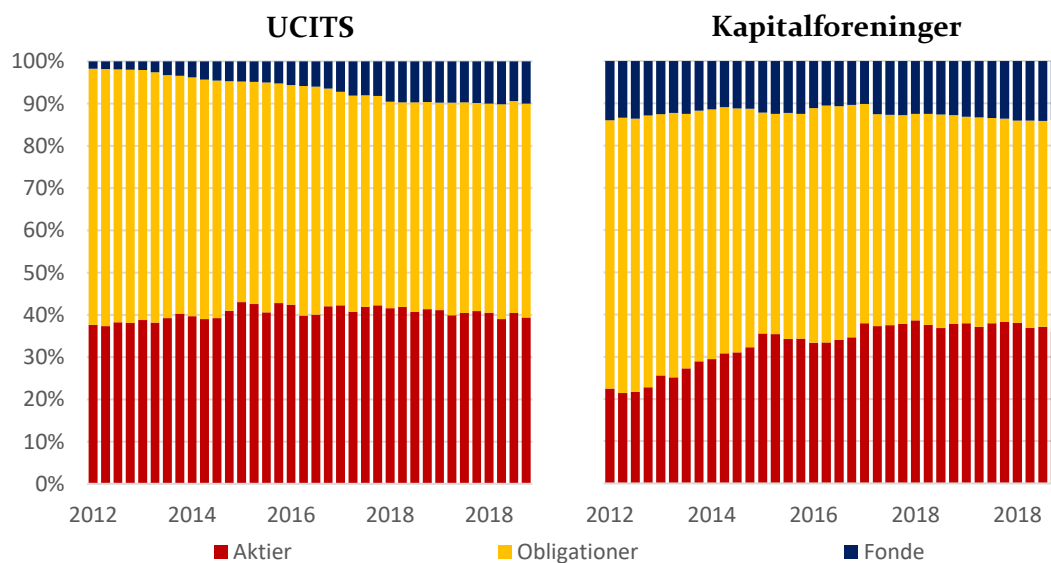
4.4. Allokering på aktivklasser i UCITS og kapitalforeninger

Investeringsstrategien i både UCITS og kapitalforeninger er primært baseret på at investere i omsættelige værdipapirer i form af aktier, obligationer og investeringsforeningsbeviser. Det er dog også i begrænset omfang muligt at holde positioner i kontanter, derivater og andre finansielle aktiver. Sådanne positioner udgør derfor generelt en marginal andel af fondenes aktivbeholdning.

Der har været nogle mindre forskydninger i allokeringen på aktivklasser. Figur 6 viser udviklingen i den aggregerede beholdning fordelt på hhv. aktier, obligationer og andre fonde i danske UCITS og kapitalforeninger. Andelen af obligationer i porteføljen er steget med ca. 1 procentpoint for både UCITS og kapitalforeninger fra ultimo 2017 til ultimo 2018. Andelen af andre fonde er steget med 2 procentpoint i 2018 for både UCITS og kapitalforeninger. Andelen af aktier er samtidig faldet med hhv. 3 og 2 procentpoint.

Det er første gang siden 2012, at aktiernes andel af den samlede allokering er faldet, hvilket primært kan tilskrives negative værdiændringer i aktier - specielt i oktober og december 2018. Udviklingen skal endvidere ses i lyset af, at både UCITS og kapitalforeninger i højere grad opkøber positioner i andre fonde.

Figur 6: Fondenes porteføljeallokering mod aktier, obligationer og fonde



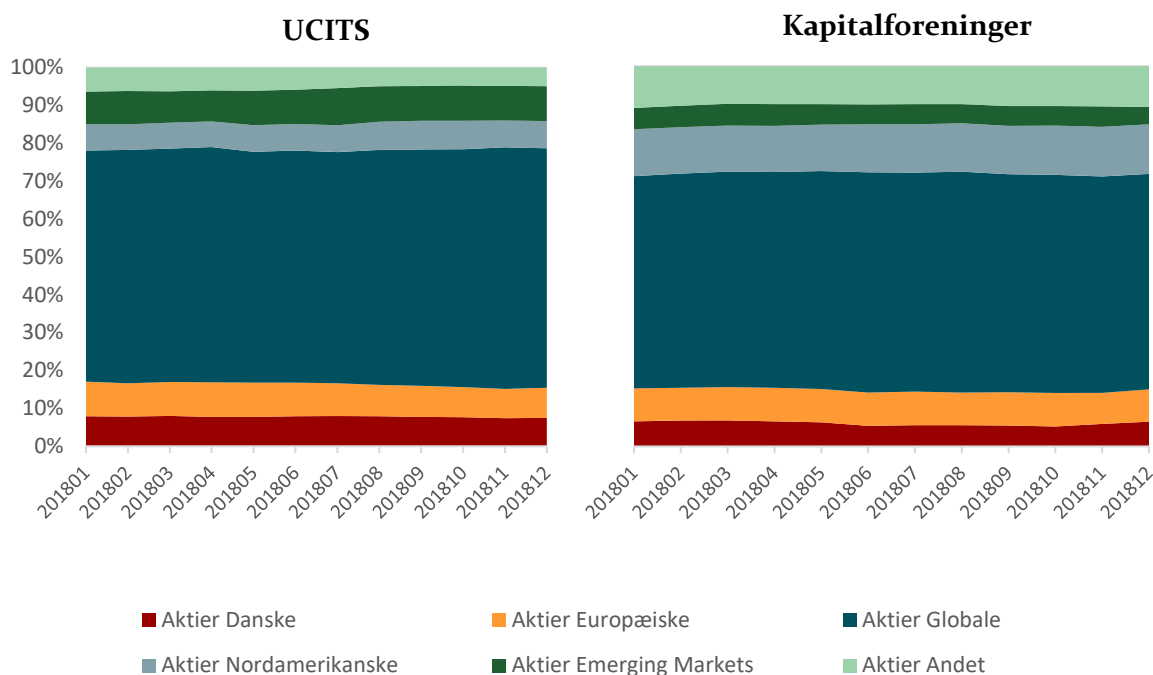
Note: Fra 2018 og frem overgår observationer bl.a. fra en kvartalsvis til en månedlig frekvens. Resterende aktiver på balancen er ikke inkluderet, da de udgør en relativt lille andel af danske UCITS og kapitalforeningers samlede aktivbeholdning.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 7A viser formuen i forskellige typer af aktiefonde, mens figur 7B viser formuen i forskellige typer af obligationsfonde.

Inden for aktiefonde skete der ikke store skift i formuens placering i løbet af 2018. Det ses, at positioner i fonde med eksponering mod globale aktier og emerging markets aktier fylder relativt mere i UCITS end de gør i kapitalforeninger.

Figur 7A: Formue på tværs af typer af aktiefonde, 2018

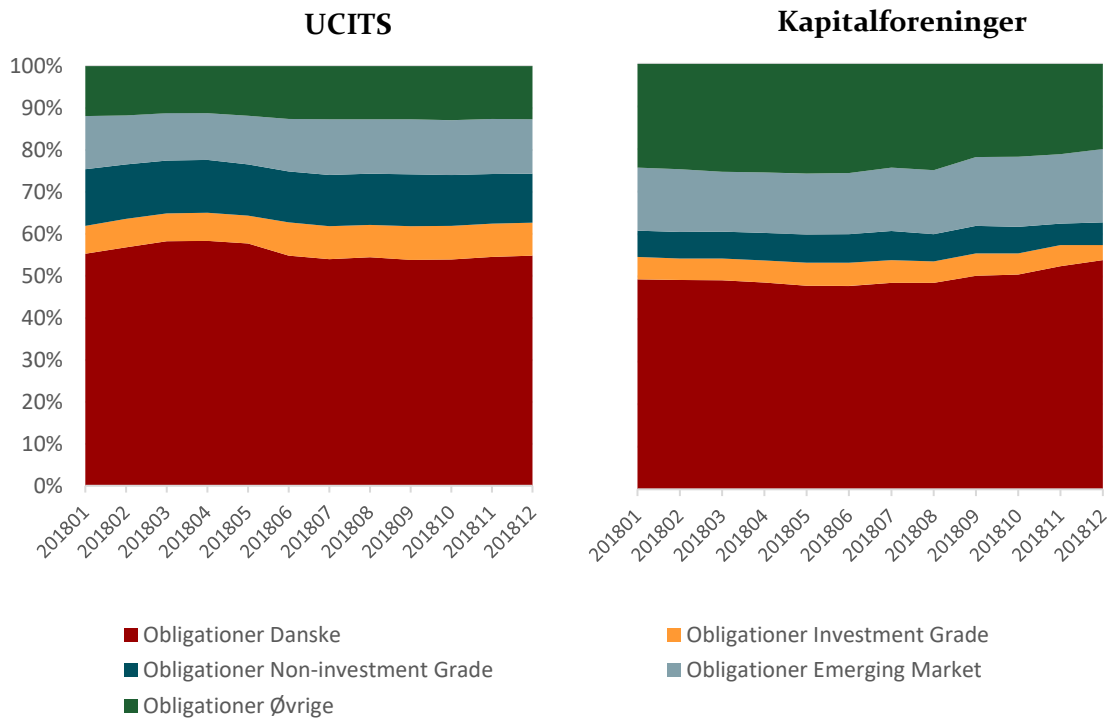


Note: Formuen er baseret på den samlede formue fordelt på overordnet investeringsstrategi. Opgørelsen er ikke foretaget på porteføljeniveau.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Inden for obligationsfonde var der større skift i formuens placering, jf. figur 7B. I begyndelsen af 2018 blev formuen i UCITS fonde med danske obligationer forøget. Samtidig voksede formuen i fonde under kapitalforeninger med eksponering inden for danske obligationer og emerging markets obligationer i slutningen af året.

Figur 7B: Formue på tværs af typer af obligationsfonde, 2018



Note: Formuen er baseret på den samlede formue fordelt på overordnet investeringsstrategi. Opgørelsen er ikke foretaget på porteføljeniveau.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

4.5. Uforandret formueandel i passive investeringsfonde

Markedsudviklingsartiklen for 2016 indeholdt et tema om aktiv/passiv forvaltning på det danske investeringsfondsmarked. Data viste bl.a., at danske passive fondes markedsandel lå nogenlunde konstant i 2015 og 2016 på omkring 5 pct. Finanstilsynets opdeling af aktive og passive fonde er baseret på indberetninger, hvor investeringsforvaltningsselskaberne angiver hvorvidt den enkelte afdeling følger en aktiv eller en passiv investeringsstrategi.

Ved udgangen af 2017 udgjorde de passive fonde godt 7 pct. af formuen i danske investeringsfonde. De vandt dermed markedsandele gennem året, men dog fra et lavt niveau i international sammenhæng. I 2018 forblev passive fondes andel af den samlede formue på 7 pct. Opgørelsen omfatter ikke ETF'er ("Exchange traded funds"), hvor størstedelen betragtes som værende passive, idet disse fonde er underlagt tilsyn af udenlandske tilsynsmyndigheder.

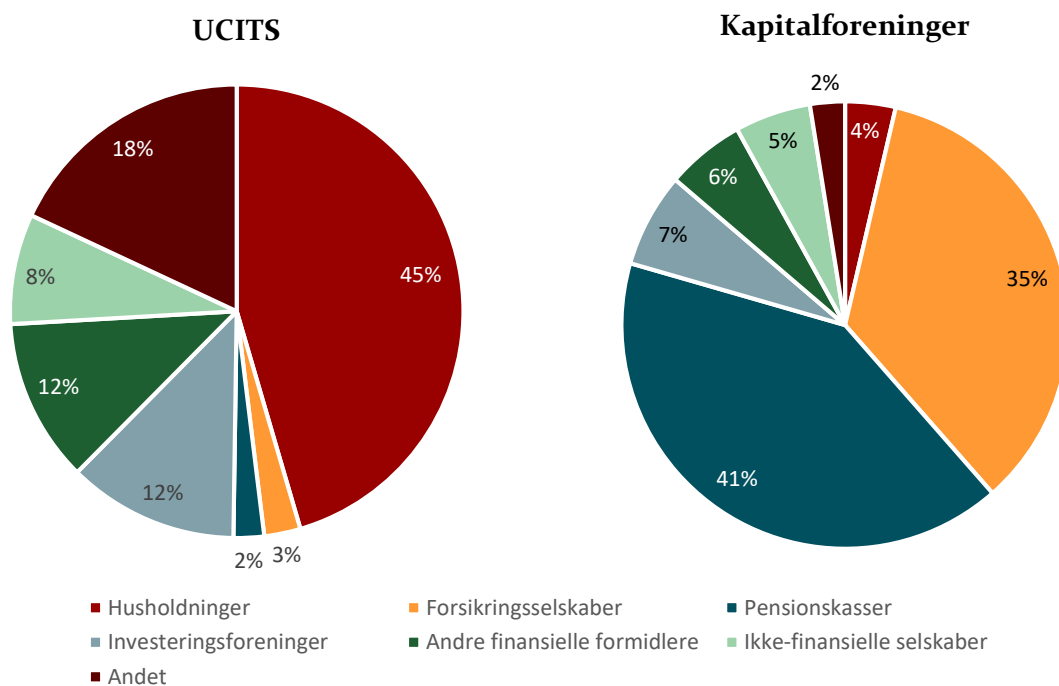
4.6. UCITS primært til detailinvestorer, kapitalforeninger til institutionelle

Figur 8 viser investorfordelingen for henholdsvis UCITS og kapitalforeninger. Det fremgår, at detailinvestorer (angivet som husholdninger i figuren) havde et direkte ejerskab på godt 45 procent af UCITS ultimo 2018. Dertil lægges detailinvestorers indirekte eksponeringer som følge af de enkelte fondes ejerskab af andre fonde. Omvendt ses det, at forsikringsselskaber og pensionskasser samlet set ejer godt 75 procent af indskuddene i kapitalforeninger.

Disse observationer er dog ikke overraskende, idet UCITS primært henvender sig til detailinvestorer, mens kapitalforeninger generelt er mindre stramt reguleret end UCITS i forhold til fondenes investeringsmuligheder, hvorfor de i højere grad er henvendt til og anvendt af professionelle investorer. Dette skal også ses i lyset af, at AIF'er skal søge særskilt tilladelse for at kunne markedsføre sig over for detailinvestorer.

For detailinvestorer kan der være en række fordele i at investere i en UCITS frem for enkeltaktier. UCITS giver bl.a. nem mulighed for at opnå en større diversificering af porteføljen og samtidig få professionel porteføljevaltning. Forsikringsselskaber og pensionskasser investerer primært igennem kapitalforeninger fremfor UCITS. Dette valg kan tilskrives fordelene ved at eksponere sig mod værdipapirer gennem fondsstrukturer, men at de som professionelle investorer ønsker at gøre dette under mindre restriktive betingelser, end hvad der kan opnås gennem UCITS-strukturen. Det inkluderer eksempelvis muligheden for gearede positioner og for at opnå en højere eksponering mod enkelte værdipapirer og aktivklasser.

Figur 8: Direkte ejerfordeling af danske UCITS og kapitalforeninger 2018



Note: "Andet" omfatter MFI ekskl. centralbanker, non-profit mod husholdninger, den offentlige sektor, samt en residualgruppe.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

5. Nye omkostningsstrukturer drevet af MiFID II's provisionsforbud

De årlige omkostninger, der er forbundet med at investere via de enkelte investeringsfonde, er et brugbart sammenligningsværktøj på lige fod med informationer omkring afkast, risiko m.m. Omkostningsprocenten er et mål for prisen på investeringsforeningernes produkter og svarer til den omkostningsprocent, der fremgår af Central Investorinformation (CI). Den samlede omkostningsprocent 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 2.

Boks 2: 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.
- **Formidling ("tredjepartsbetalinger i MiFID II regi"):** Denne post dækker over betalinger for distribution, markedsføring og formidling.

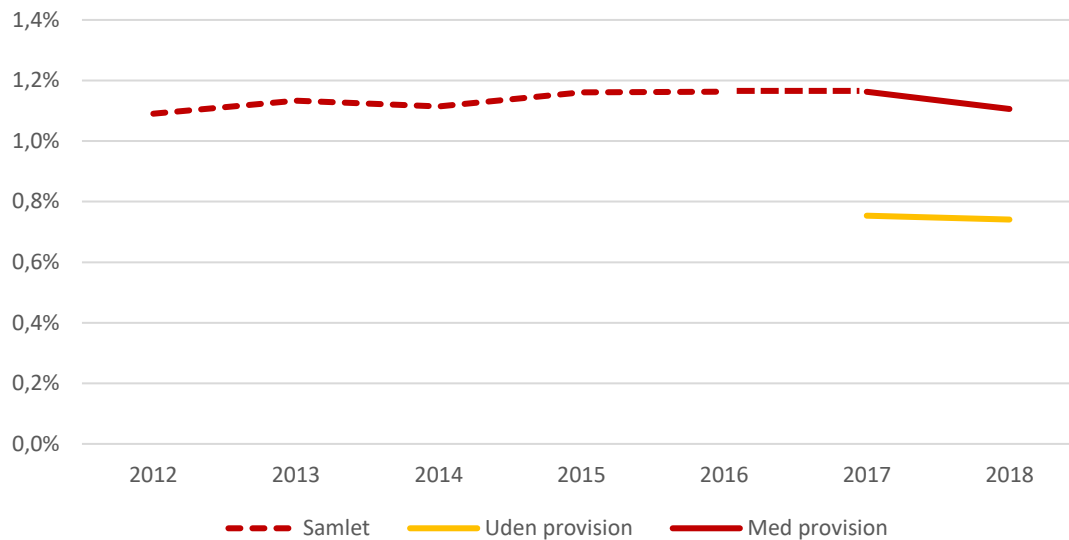
Omkostningsprocenten beregnes som forholdet mellem fondens samlede omkostninger til de tre poster og den gennemsnitlige formue i løbet af året.

Danmark indførte pr. 1. juli 2017 et delvist provisionsforbud på investeringsområdet. 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 provisioner og uden provisioner. Sidstnævnte er udelukkende tilgængelige via distributørernes porteføljeplejeordninger og puljer. Disse strukturelle ændringer betyder, at der skal skelnes imellem omkostningsprocenter i provisionsfrie (clean) fonde og fonde med provisioner.

Den gennemsnitlige omkostningsprocent for fonde med provisioner var på 1,11 pct. i 2018, jf. figur 9. Dette er en smule under niveauet i 2017, hvor den gennemsnitlige omkostningsprocent var på 1,16 pct. For fonde uden provisioner lå den gennemsnitlige omkostningsprocent i 2018 0,4 pct. point lavere. Investorerne i disse fonde betaler i langt højere grad deres omkostninger via direkte gebyrer til distributørerne, jf. Finanstilsynets publikation "Temaundersøgelse om provisionsforbuddets konsekvenser".

Figur 9: Gennemsnitlige omkostninger i UCITS fonde hhv. med og uden provisioner, 2012-2018



Note: Tallene inkluderer danske UCITS-fonde, der har indberettet omkostningsprocenten. Denne er et vægtet gennemsnit baseret på den gennemsnitlige formue på årsbasis. Det anvendte data for 2017 er baseret på en ekstraordinær indberetning fra samtlige IFS'er (Investeringsforvaltningsselskaber) til Finanstilsynet med omkostningstal for september 2017.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

6. Alternative investeringsfonde

Det alternative investeringsfondsmarked er karakteriseret ved en stor diversitet i typer, strategier og risikoprofiler. AIF'er er således eksponeret mod en bred vifte af aktivklasser, der varierer på tværs af fondstype. Ejendomsfonde og private equity fonde er per definition meget eksponeret over for deres underliggende aktiv (fysiske aktiver i ejendomsfonde og unoterede selskaber i private equity fonde), mens hedge fondes eksponeringer mere er rettet mod derivater.

6.1. Voksende formue i alternativer, herunder specielt i infrastruktur

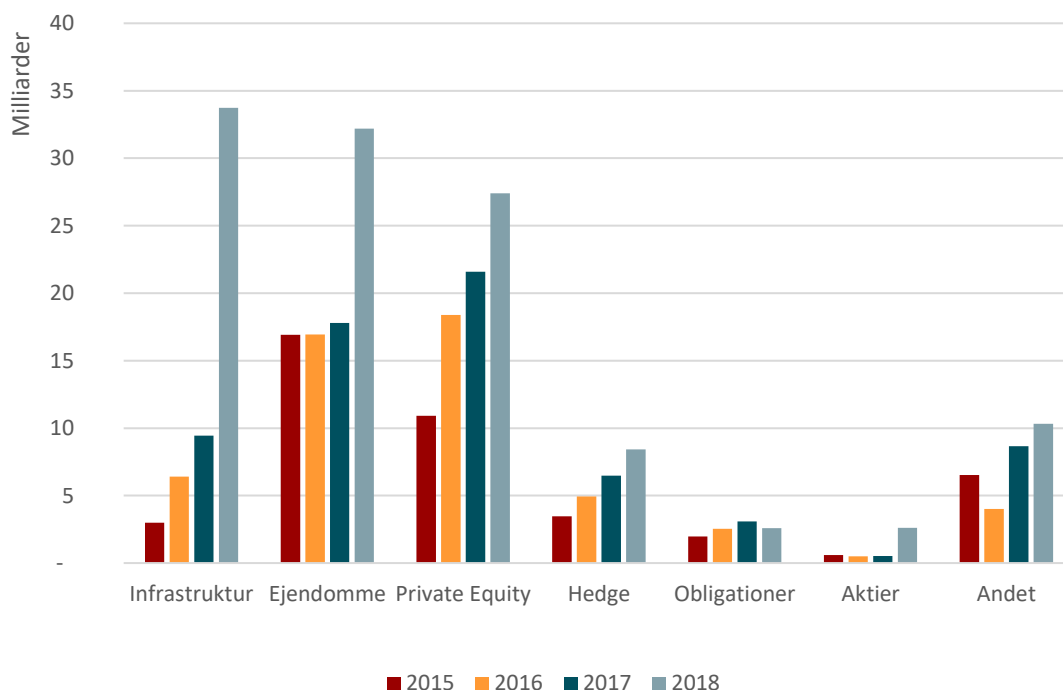
Formuen under forvaltning i danske AIF'er voksede i 2018 til 115 mia. kr. fra 67 mia. kr. året før, svarende til en stigning på 71 pct. I de fire år, hvor FAIF'er har været under tilsyn af Finanstilsynet, og hvor Finanstilsynet har modtaget indberetninger, er formuen mere en fordoblet, jf. figur 10.

Denne udvikling indikerer en øget risikovillighed blandt investorerne, hvor hovedparten er institutionelle. Aktiverne i disse fonde er ofte unoterede og mindre likvide. Det gør disse investeringer mindre gennemsigtige i relation til eksempelvis værdiansættelsen i forhold til aktiver, der har en daglig prisme-konstant, som f.eks. børsnoterede aktier.

Det er primært professionelle investorer³, der investerer i AIF'er, mens husholdningerne og private investorer investerer hovedsagelig i investeringsforeninger (UCITS), jf. figur 8, hvilket er i tråd med det oprindelige formål med lovgivningen. Professionelle investorer andel af formuen i AIF'er udgør mere end 90 pct., og andelen har været konstant i perioden 2015-2018. Dette skal også ses i lyset af, at AIF'er skal søge særskilt tilladelse for at kunne markedsføre sig over for detailinvestorer.

Den samlede formue i andre AIF'er er fordelt på fonde med meget forskellige investeringsstrategier og risiko. Størstedelen er placeret i infrastruktur-, ejendoms-, og private equity fonde. Specielt infrastrukturfonde har oplevet en massiv formuefremgang i de seneste år, og i særdeleshed i 2018. I 2015 havde disse fonde en formue under forvaltning på knap 3 mia. kr. Frem til 2018 er denne formue mere end fordoblet til en værdi på knap 34 mia. kr.

Figur 10: Alternative strategier er vundet frem i 2018



Note: Formuen i danske alternative investeringsfonde (AIF'er) fordelt på fondenes primære investeringsstrategi. Kategorien "Andet" dækker over fonde med eksponeringer inden for bl.a. maritime aktiviteter, solceller m.v. Formuen i kapitalforeningen er ikke medregnet. Denne formue er illustreret i figur 4, 6, 7a og 7b. I indberetningsvejledningen (Bilag IV indberetningerne) er kategorierne "Aktier", "Obligationer" og "Infrastruktur" underkategorier i den primære investeringsstrategi "Andre".

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

³ Professionel investor defineres her både som store institutionelle investorer som pensionskasser og livsforsikringselskaber og såkaldte semi-professionelle investorer med en investeret formue over 100.000 EUR.

Boks 3: Alternative investeringsfonde dækker meget forskellige fonde

De alternative investeringsfondenes investeringsstrategier kategoriseres bl.a. i Hedge, private equity, ejendomme, infrastruktur og Andet. Der indberettes også i kategorien Fund-of-funds, men i denne markedsudviklingsartikel klassificeres Fund-Of-Funds i deres primære investeringsstrategi. Her følger en kort beskrivelse af hver strategi:

Hedge

En hedgefond investerer i aktier og/eller obligationer med en langt højere grad af frihed og fleksibilitet end en UCITS. Den er kendetegnet ved typisk at have en kompleks porteføljekonstruktion, hvor gearing og et bredt antal finansielle instrumenter ofte indgår som et væsentligt element. Indberetninger til Finanstilsynet viser, at rentederivater er det aktiv, som fylder mest i porteføljen hos en typisk dansk hedgefond.

Private equity

En private equity-fond følger en investeringsstrategi, der i udgangspunktet baserer sig på opkøb af unoterede selskaber. Formålet er at videreudvikle og justere selskaberne og dermed tilføre værdi, så de underliggende porteføljeselskaber kan videresælges eller børsnoteres. Typiske opkøbskandidater er selskaber i opstartsfasen eller mere etablerede selskaber, som f.eks. står over for et generationsskifte, eller hvor markedsvilkår gør, at den nuværende ledelse har vanskeligt ved at videreudvikle forretningen.

Ejendomme

Denne investeringsstrategi dækker over investeringer i ejendomssektoren, herunder erhvervs- og boligejendomme. Danske ejendomsfonde investerer hovedsageligt på det danske marked, men tyske ejendomme fylder en stigende del af porteføljen.

Infrastruktur

Investeringer i kan være gennemført som direkte investeringer i infrastruktur-projekter såsom veje, broer, energiforsyning etc. eller i en Fund of Funds-konstruktion, hvor der investeres i fonde med primær investeringsstrategi inden for infrastruktur.

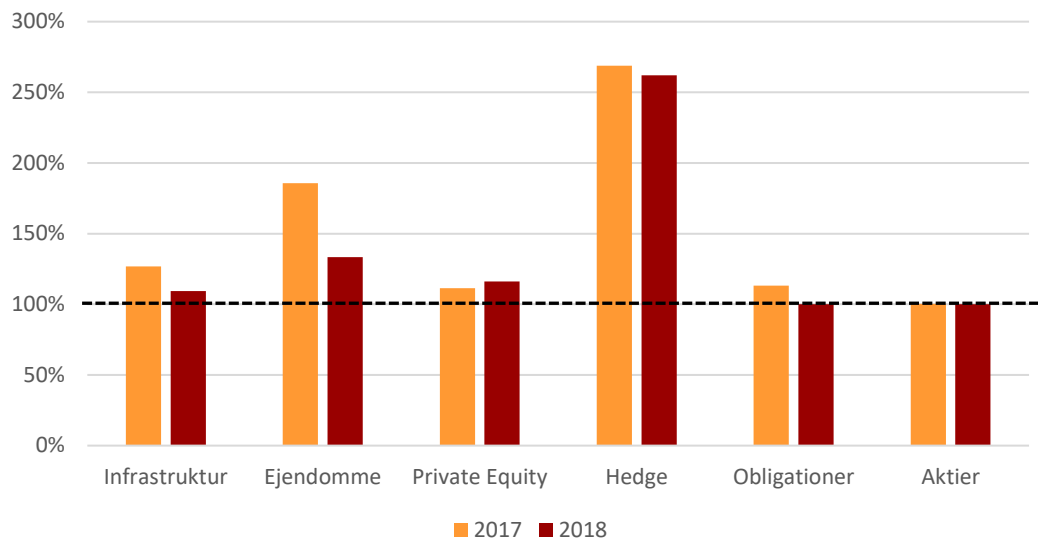
Andet

Kategorien dækker over fonde med et specifikt fokus på andre aktivtyper, såsom maritime aktiviteter og solceller, og hvor den primære investeringsstrategi ikke kan karakteriseres som hverken hedge, private equity, ejendomme eller infrastruktur.

6.2. Uforandret anvendelse af gearing i 2018

Det alternative fondsunivers er karakteriseret ved store forskelle i de forskellige fondstypers anvendelse af gearing, målt ved rationen mellem AuM (asset under management) og NAV (net asset value). De fleste AIF'er har en begrænset brug af gearing, dog med undtagelse af hedge fonde, jf. figur 11. Den høje brug af gearing i hedge fonde stammer primært fra brugen af derivater (syntetisk gearing) frem for lån (finansiel gearing), jf. boks 3.

Figur 11: Graden af gearing (AuM/NAV) i alternative investeringsfonde, 2017-2018



Note: Gearing, i andre AIF'er, i pct. af NAV. Gearing er angivet som AuM/NAV ratio. Den stiplede linje (100 pct.) indikerer en portefølje, hvor der ikke anvendes gearing.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

En værdi på 100 pct. i figur 11 angiver, at fonden ikke anvender gearing i sin porteføljestrategi. Gearing anvendes ofte af AIF'er i forsøget på at accelerere den potentielle indtjening, hvilket sker ved at øge fondens position i det givne aktiv. Der er dog risici forbundet med gearing, hvis investeringerne ikke leverer som håbet. Den simpleste form for gearing er ved gæld (finansiel gearing), hvilket eksempelvis kan anvendes i ejendomsfonde, når der optages et lån.

7. Bilag – Oversigt over virksomheder under tilsyn

7.1. Investeringsforeninger og værdipapirfonde under tilsyn pr. 6. juni 2019

	Antal af afdelinger
BI Management A/S	52
Investeringsforeningen AL Invest, Udenlandske Aktier, Etisk	1
Investeringsforeningen Valueinvest Danmark	3
Investeringsforeningen AL Invest Obligationspleje	1
Investeringsforeningen BankInvest	25
Investeringsforeningen Nielsen Global Value	1
Investeringsforeningen Stonehenge	3
Investeringsforeningen Alm. Brand Invest	10
Investeringsforeningen BankInvest Engros	4
Investeringsforeningen BI	4
C WorldWide Fund Management S.A. (Luxembourg)	7
Investeringsforeningen C WorldWide	7
Danske Invest Management A/S	123
Investeringsforeningen Procapture	8
Investeringsforeningen Profil Invest	4
Investeringsforeningen Danske Invest	73
Investeringsforeningen Danske Invest Select	38
Formuepleje A/S	14
Investeringsforeningen Formuepleje	14
Fundmarket A/S	10
Investeringsforeningen PortfolioManager	10
Handelsinvest Investeringsforvaltning A/S	16
Investeringsforeningen Handelsinvest	16

ID-Sparinvest, Filial af Sparinvest S.A., Luxembourg	48
Værdipapirfonden Sparinvest	10
Investeringsforeningen Sparinvest	34
Værdipapirfonden Lokalinvest	4
Invest Administration A/S	34
Investeringsforeningen Carnegie Wealth Management	7
Investeringsforeningen StockRate Invest	2
Investeringsforeningen Lån & Spar Invest	10
Investeringsforeningen Gudme Raaschou	7
Investeringsforeningen Fundamental Invest	2
Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest	1
Investeringsforeningen IR Invest	1
Investeringsforeningen Falcon Invest	4
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S	57
Investeringsforeningen MS Invest	1
Investeringsforeningen SEBinvest	20
Investeringsforeningen Wealth Invest	20
Investeringsforeningen Maj Invest	13
Investeringsforeningen Coop Opsparing	3
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	1
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	1
Jyske Invest Fund Management A/S	64
Investeringsforeningen Jyske Portefølje	14
Investeringsforeningen Jyske Invest	21
Investeringsforeningen Jyske Invest International	29
Nordea Fund Management, Filial af Nordea Funds OY, Finland	79
Investeringsforeningen Nordea Invest	47
Investeringsforeningen Nordea Invest Bolig	1
Investeringsforeningen Nordea Invest Engros	11
Investeringsforeningen Nordea Invest Kommune	2
Investeringsforeningen Nordea Invest Portefølje	13
Værdipapirfonden Nora	5
Markedsudvikling 2018 for investeringsfonde	26

Nykredit Portefølje Administration A/S	107
Investeringsforeningen HP Invest	3
Investeringsforeningen Nykredit Invest Almen Bolig	2
Investeringsforeningen Nykredit Invest	19
Investeringsforeningen BIL Danmark	2
Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros	16
Investeringsforeningen Lægernes Invest	26
Investeringsforeningen Investin	24
Investeringsforeningen Multi Manager Invest	8
Værdipapirfonden NPA	7
PFA Asset Management A/S	13
Investeringsforeningen PFA Invest	13
Syd Fund Management A/S	63
Investeringsforeningen Sydinvest Portefølje	6
Værdipapirfonden Sydinvest	9
Investeringsforeningen Sydinvest	39
Investeringsforeningen Strategi Invest	3
Investeringsforeningen Finansco	1
Værdipapirfonden Frøs	4
Investeringsforeningen Amalie Invest	1
Tiedemann Independent A/S	5
Værdipapirfonden Independent Invest	3
Værdipapirfonden Independent Invest II	2

7.2. Forvaltere af alternative investeringsfonde under tilsyn pr. 6. juni 2019

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