

Temaundersøgelse om provisionsforbuddets konsekvenser

Indholdsfortegnelse

Sammenfatning	3
Indledning	3
Resume.....	3
Kommende fokuspunkter.....	5
Del I – Investeringsfonde.....	7
1. Etablering af clean fonde	7
1.1 Rokering af formuen i retning af clean fonde.....	7
1.2 Tre forskellige etableringsmetoder	8
1.3 Konverteringsmetoden den mest benyttede.....	10
2. Ændringer i omkostningsstrukturen i de nye clean fonde	12
2.1 Formuevægtede omkostninger	12
2.2 Fordeling på fondstyper	15
2.3 Koncernforbindelse til tredjepart	16
3. Lavere fondsomkostninger på markedet som helhed	17
Del II – Investorerne og porteføljepleje	19
4. Kort om metode.....	19
5. Markedsudbud og investeringer	21
5.1 Investorer med formuer under 1 mio. kr.	22
5.2 Investorer med formuer over 1 mio. kr.....	22
5.3 Model 1-institutter.....	23
5.4 Model 2-institutter.....	24
6. Omkostninger – porteføljepleje for frie midler.....	26
6.1 De ni investortyper	27
6.2 Fra betaling via provisioner til gebyrer på plejeaftalen	27
6.3 Risiko og formue betyder noget.....	31
6.4 Korrektion for forskelle i plejeordningernes risiko.....	37
Bilag.....	39
Bilag 1: Risiko i standardporteføljeplejeordningerne.....	39
Bilag 2: Metode og datagrundlag.....	40

Sammenfatning

Indledning

Finanstilsynet kortlægger i denne temaundersøgelse, hvilke konsekvenser det har haft for investorerne og for de danske investeringsfonde, at Danmark pr. 1. juli 2017 indførte et delvist provisionsforbud på investeringsområdet.

Provisionsforbuddet indebærer, at det er forbudt for pengeinstitutter, fondsmæglere og øvrige distributører at modtage og beholde provisionsbetalinger fra en tredjepart (f.eks. en investeringsforening), når de har fuldmagt til at investere på kundens vegne, dvs. i forbindelse med skønsmæssig porteføljepleje og puljeordninger. Distributørerne må i stedet tage sig betalt direkte fra deres kunder.

Med provisionsforbuddet er en betydelig del af de over 3 mia. kr., som pengeinstitutter og fondsmæglere mv. hidtil har modtaget årligt fra f.eks. investeringsforeninger i formidlingsprovision, nu forbudsbelagte.

Provisionsforbuddet er en udmøntning af de fælleseuropæiske investorbeskyttende regler i MiFID II¹. Formålet med reglerne er at øge gennemsigtigheden om priserne og mindske de interessekonflikter, som kan opstå i en situation med provisionsbetalinger.

Undersøgelsen baserer sig på data og redegørelser fra de syv udvalgte pengeinstitutter, som dækker anslået omkring 70 pct. af markedet. Den baserer sig desuden på kvantitative data fra samtlige danske investeringsforeninger – i alt 399 afdelinger med 494 underliggende andelsklasser.

Resume

Finanstilsynets undersøgelse viser, at forbuddet har haft en række konsekvenser for fondsmarkedet:

- Provisionsforbuddet har medført, at danske investeringsforeninger nu udbyder provisionsfrie, såkaldte clean fonde.
- Disse nye fonde er typisk utilgængelige for investorer, som ikke har indgået aftale om porteføljepleje, men ønsker at investere på anden vis.
- Efter forbuddets ikrafttrædelse er der placeret i alt 311 mia. kr. i disse nye clean fonde.
- Formidlingsprovisionsraten i de nuværende clean fonde er faldet fra et formuevægtet gennemsnit på 0,52 pct. til 0 pct. Dermed er der fjernet formidlingsprovisioner i disse fonde for et beløb på knap 1,6 mia. kr. årligt.

¹ Jf. art. 24, stk. 7, litra b, og stk. 8, i MiFID II (Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter). Disse bestemmelser er for pengeinstitutter, fondsmæglere mv. gennemført ved lov nr. 632 af 8. juni 2016 og udmøntet i lov om i finansiell virksomhed i hhv. § 46 b (forbud ved porteføljepleje) og § 50, stk. 2, (forbud ved puljer). Provisionsforbuddet er for forvaltere af alternative investeringsfonde udmøntet i § 19b i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde.

- Samtidigt er omkostningerne til investeringsforvaltning i de nuværende clean fonde vokset med et formuevægtet gennemsnit på 0,09 procentpoint (fra 0,43 pct. til 0,52 pct.)

Når fondsomkostningerne ansues samlet, er de dermed faldet mindre end den fjernede provisionssats. Undersøgelsen viser således, at fondsomkostningerne i de nye clean fonde er faldet med 277 mio. kr. mindre end den fjernede provision. Dette skyldes en samlet stigning på markedet på 264 mio. kr. i omkostningerne til investeringsforvaltning og på 13 mio. kr. i administrationsomkostningerne.

- Stigningen i omkostninger til investeringsforvaltning kan ikke forklares med, at varetagelsen af investeringsforvaltningen har skiftet hænder. Investeringsforvaltningen varetages fortsat typisk af en koncernforbunden virksomhed eller en part, som distributøren på anden vis har forbindelser til.

Undersøgelsen viser desuden, at udbredelsen af forskellige typer investeringservice er ændret:

- Efter provisionsforbuddet er porteføljeplejeordninger mindre udbredte end tidligere. Den formue, som detailkunder har investeret via porteføljeplejeordninger, er gennemsnitligt faldet med 15 pct. Dette fald er uens fordelt på tværs af institutter.
- Efter provisionsforbuddet er anden investeringservice, som ikke er omfattet af provisionsforbuddet, mere udbredt end tidligere. "Anden investeringservice" dækker især over investeringer foretaget på baggrund af investeringsrådgivning eller direkte handel via netbanken (execution only-handler).
- Stigningen i den formue, som detailkunder har investeret via anden investeringservice, svarer til formuefaldet i porteføljeordninger. Der er således sket en omlægning væk fra investeringsprodukter omfattet af provisionsforbuddet til produkter, hvor der fortsat kan opkræves provision.
- Især mindre formuende kunder har nu i stedet investeret via anden investeringservice. Dette kan bl.a. tilskrives, at distributørerne i flere tilfælde har hævet grænserne for, hvor stor en formue investorer bør have, før en porteføljeplejeordning anbefales. Grænsen er gennemsnitligt hævet fra omkring 150.000 kr. til omkring 350.000 kr.
- Kundernes overgang fra porteføljeplejeordninger til anden investeringservice er typisk sket på baggrund af et rådgivningsforløb.
- Der er ikke noget i undersøgelsen, der indikerer, at overgangen til anden investeringservice skulle være foregået på en måde, som ligger uden for de aftaleretlige rammer, der har været grundlaget for kundernes tidligere porteføljeplejeaftaler.

Samtidig viser undersøgelsen, at der er sket ændringer på markedet for porteføljeplejeordninger. Det viser sig, at:

- Kundens betalinger for porteføljeplejeydelsen takseres nu i alle tilfælde direkte hos kunden i form af direkte gebyrer til pengeinstitutterne. Dermed har provisionsforbuddet skabt mere omkostningsgennemsigtighed.
- Pengeinstitutterne har forøget de direkte gebyrer, som kunder betaler for en porteføljeplejeordning, med mindre end den fjernede provisionssats. Det kan indikere, at forbuddet har haft gunstig effekt på konkurrencen på markedet.
- Hvis der tages højde for moms- og estimerede skatteeffekter, er der dog ikke tale om et omkostningsfald for kunderne samlet set:
 - Investortyper med en høj risikoprofil og høj formue har oplevet nogenlunde uændrede samlede omkostninger efter skat og moms.
 - Investortyper med en lavere risikoprofil og lavere formue har oplevet stigende samlede omkostninger efter skat og moms.
 - Provisionsforbuddets forskellige effekter for forskellige typer af kunder kan bl.a. tilskrives to væsentlige faktorer:
 - At provisionsbetalinger, som tidligere var en identisk sats uanset størrelsen på kundens investerede formue, er blevet fjernet og erstattet af et plejegebyr, hvor satsen typisk er faldende, jo flere penge en investor investerer.
 - At provisionssatser historisk set altid været størst i de mest risikofyldte fonde hvorved de mest risikofyldte porteføljeplejeordninger også havde størst omkostningsfald som følge af de fjernede provisioner.

Kommende fokuspunkter

Finanstilsynet finder på baggrund af undersøgelsens resultater anledning til at rette fokus mod en række punkter:

- Finanstilsynet vil se nærmere på det forhold, at der er sket ændringer i omkostningsposterne i et betydeligt antal clean fonde, herunder en stigning i omkostningerne til investeringsforvaltning. Set i det lys vil Finanstilsynet:
 - Gennemføre en undersøgelse af en række udvalgte clean fonde, hvor omkostningerne til investeringsforvaltning er steget. Undersøgelsen vil sætte fokus på, hvordan investeringsforeningerne har levet op til gældende regulering på området i forbindelse med ændringer af aftaler med investeringsforvalterne. Gældende regulering tilsiger bl.a., at investeringsforeninger skal varetage investorernes interesse og agere i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis.
 - Have fremadrettet fokus på underposter i fondenes administrationsomkostninger med henblik på at vurdere, om der her er betalinger, som reelt er forbudsbelagte.
- Finanstilsynet vil se nærmere på det forhold, at investorernes penge nu i højere grad er investeret via anden investeringsservice, som ikke er omfattet af provisionsforbuddet. Set i det lys vil Finanstilsynet:

- Gennemføre en temaundersøgelse af, hvad distributører gør for at sikre, at de lovligt kan modtage provisioner, når de yder anden investeringsservice. Distributører må kun modtage provisioner ved anden investeringsservice, hvis de kan dokumentere, at de yder en *kvalitetsforbedrende* service, og hvis den ydede service er *proportional* med de modtagne provisioner.
- Fremadrettet have fokus på, hvordan distributørerne yder investeringsrådgivning og håndterer de regler, som tilsiger, at de skal varetage kundernes interesse – også når kundernes penge investeres i provisionsbetalende fonde.

Del I – Investeringsfonde

Denne del af undersøgelsen omhandler provisionsforbuddets konsekvenser for udbredelsen og niveauet af omkostninger i danske investeringsfonde. Undersøgelsen baserer sig på kvantitative data fra samtlige danske investeringsforeninger, hvilket dækker 399 afdelinger med 494 underliggende andelsklasser. Det primære fokus i undersøgelsen vil dog være på den del af markedet, der er blevet provisionsfri som følge af forbuddet, hvilket dækker 233 afdelinger og andelsklasser.

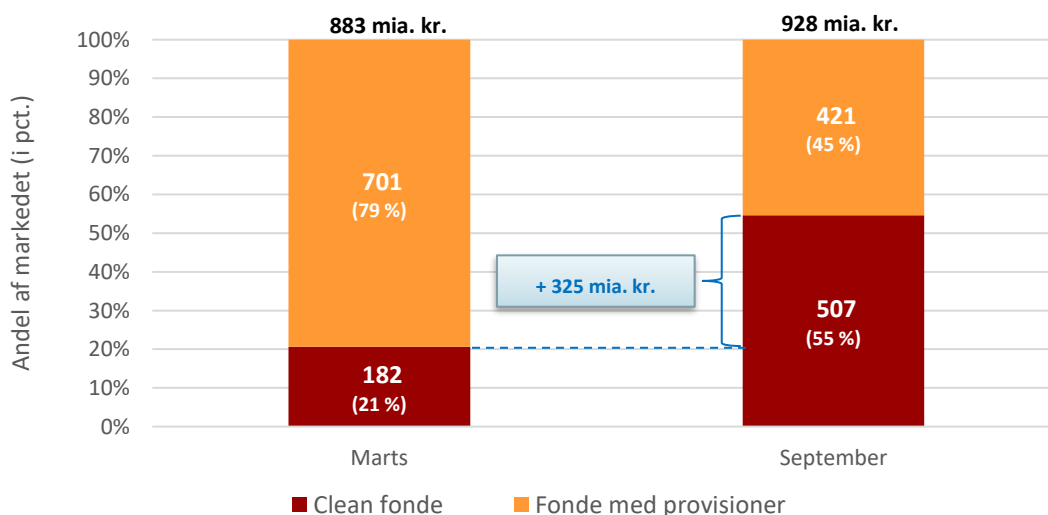
1. Etablering af clean fonde

Indførelsen af provisionsforbuddet har haft en række konsekvenser for det danske investeringsmarked. En naturlig konsekvens er, at investeringsforeningerne har tilpasset deres forretningsmodeller, så de i højere grad udbyder provisionsfrie, såkaldte clean, fonde². Disse clean fonde anvendes typisk i forbindelse med porteføljepleje- eller puljeordninger i de danske pengeinstitutter.

1.1 Rokering af formuen i retning af clean fonde

Historisk har andelen af clean fonde på det danske investeringsmarked været lav. Det skyldes, at den typiske omkostningsstruktur i danske investeringsforeninger tidligere har været opbygget ved, at en del af de samlede fondsomkostninger er gået til provisioner, som distributøren af produktet (f.eks. et pengeinstitut) har modtaget. Med indførelsen af provisionsforbuddet er alle provisionsbetalinger blevet forbudt i de fonde, som indgår i porteføljepleje- og puljeordninger. Det har påvirket en stor del af fondene og dermed hvordan formuen på det danske marked er fordelt, jf. figur 1.

Figur 1: Fordeling af formue på det danske investeringsmarked pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Søjlerne angiver formuen (i kr.) i hhv. marts og september 2017 placeret af både professionelle investorer og detailinvestorer. Formuen i hver periode er opdelt i fonde hhv. *med* (orange) og *uden* provisioner (clean) (rød). De clean fonde omfatter både eksisterende og nye clean fonde.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

² En clean fond defineres som en fond, hvor satsen til både formidlingsprovision og tegningsprovision er lig 0.

I marts 2017, dvs. tre måneder før provisionsforbuddets ikrafttrædelse, var der placeret 182 mia. kr. i clean fonde, hvilket svarede til knap 21 pct. af den samlede formue på markedet. Samtidig var der placeret 701 mia. kr. i fonde med provisioner. I de efterfølgende seks måneder flyttede en del af formuen på markedet til clean fonde, idet formuen i denne fondstype voksede med 325 mia. kr. (inkl. værdiændringer i de eksisterende clean fonde). Dermed var formuen i clean fonde i september på 507 mia. kr., jf. figur 1.

Eftersom clean fonde er forbeholdt investorer i pengeinstitutternes porteføljepleje- og puljeordninger, viser figur 1, at midler investeret via dette segment fyldte 55 pct. af den investerede formue på det danske investeringsmarked i september 2017. De resterende 45 pct. af formuen på markedet var placeret i fonde *med* provisioner. Disse fonde sælges typisk i forbindelse med investeringsrådgivning eller handel via netbanken (execution only-handler)³.

Det markante skifte i retning af flere clean fonde afspejler sig også i antallet af fonde. I marts 2017 var der 206 clean fonde på markedet, og i september var dette antal vokset til 432. Da antallet af fonde med provisioner i samme periode er faldet fra 508 til 457, er næsten halvdelen af alle fonde på markedet i september uden provisioner.

1.2 Tre forskellige etableringsmetoder

De nye clean fonde er overordnet set blevet oprettet på tre forskellige måder.

Den første indebærer, at investeringsforeningen opretter to andelsklasser under en eksisterende afdeling. Den ene andelsklasse bevarer de samme karakteristika som den eksisterende afdeling og er dermed med provisioner, mens den anden andelsklasse oprettes som en clean fond^{4,5}. De clean andelsklasser er typisk forbeholdt kunder med porteføljeplejeordninger og er dermed lukket for handel for andre investortyper, eksempelvis kunder, der handler på baggrund af investeringsrådgivning eller direkte via netbanken. Derfor er de clean andelsklasser typisk også unoterede og dermed ikke tilgængelige på fondsbørsen⁶.

Ved den anden metode konverterer investeringsforeningen en provisionsbetalende afdeling, så den bliver clean.

Den tredje metode indebærer, at investeringsforeningen opretter en helt ny afdeling, der på oprettelsestidspunktet i sig selv er clean og dermed ikke har nogen underliggende andelsklasser. Disse afdelinger kan være struktureret i en fund-of-funds-struktur, hvor

³ Ved execution only handler kunden på egen hånd uden at have fået investeringsrådgivning fra banken.

⁴ Modellen med oprettelse af andelsklasser ligger inden for rammerne af den gældende regulering. Denne tillader, at rådgivnings- og distributionsomkostningen kan være forskellig på tværs af andelsklasser. Det forudsætter dog, at den pågældende omkostningspost alene afholdes af den respektive klasse, og at det fremgår af vedtægterne, jf. bekendtgørelse om andelsklasser i danske UCITS.

⁵ Hvis en afdeling i forvejen havde én eller flere underliggende andelsklasser, differentierede disse sig typisk ved basisvaluta. I dette tilfælde var det typisk andelsklassen opgjort i kr., som blev opsplittet i endnu en andelsklasse med provisioner og en andelsklasse uden provisioner.

⁶ Andelsklasser kan oprettes i henhold til § 18 i lov om investeringsforeninger. De kan afgrænses til alene at modtage midler fra en videre kreds, dvs. fra en kreds, som ikke udgøres af alle investorer (offentligheden), jf. bemærkningerne til § 1 i lov om investeringsforeninger m.v.

afdelingen investerer i andre fonde *med* provisioner, og hvor provisionerne betales tilbage til afdelingen.

De anvendte metoder er forklaret nærmere i boks 1 og illustreret i figur 2.

Boks 1: Metoder til etablering af clean fonde

Clean afdelinger og andelsklasser er forbeholdt porteføljepleje- og puljeordningerne. De er dermed lukket for handel for andre investortyper, eksempelvis rådgivningskunder og execution only. Clean fonde er derfor typisk også unoterede og utilgængelige på fondsbørsen.

Andelsklassemetoden

Denne metode indebærer, at den pågældende investeringsforening opsplitter en eksisterende afdeling i to nye underliggende andelsklasser. De to andelsklasser adskiller sig fra hinanden ved, at den ene klasse er *med* provisioner, mens den anden er *uden*. Dermed bevarer andelsklassen med provisioner de samme karakteristika, som den oprindelige afdeling er kendetegnet ved.

Etableringen af andelsklasserne blev hovedsageligt gennemført i perioden fra april til juni 2017, altså lige op til provisionsforbuddets ikrafttrædelse. Typisk blev flytningen af formuen fra den eksisterende afdeling til de to nye andelsklasser gennemført via en såkaldt corporate action hos VP Securities. Samlet set blev der i perioden fra april til juni 2017 oprettet 146 clean andelsklasser på det danske investeringsmarked.

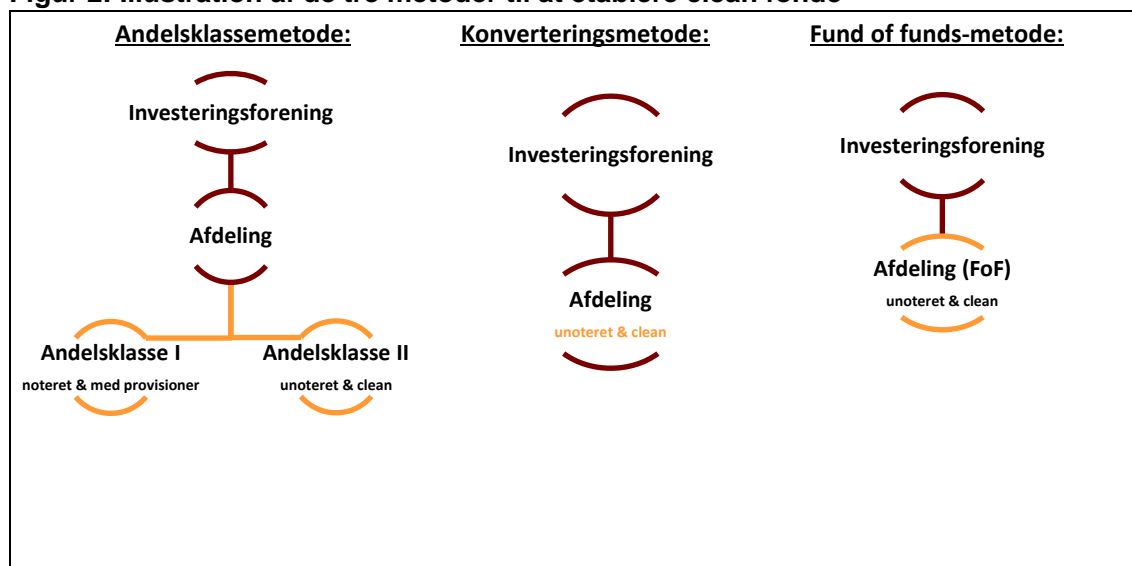
Konverteringsmetoden

Denne metode bygger på konvertering af en eksisterende afdeling. Det indebærer, at den pågældende investeringsforening konverterer en eksisterende afdeling, så den går fra at være *med provisioner* til at være *clean*. Den respektive afdeling har, både før og efter forbuddets ikrafttrædelse, været en del af pengeinstitutternes porteføljeplejeaftaler. Det er derfor udelukkende på baggrund af provisionsforbuddet, at afdelingen er blevet konverteret til clean.

Nyoprettede afdelinger

Denne metode bygger på oprettelse af nye afdelinger, der på oprettelsestidspunktet i sig selv er clean og altså ikke har nogen underliggende andelsklasser. Disse afdelinger kan være struktureret i en fund-of-funds-struktur (FoF), hvor der investeres i andre fonde med provisioner. Disse underliggende fonde eksisterede typisk også før provisionsforbuddets ikrafttrædelse.

Figur 2: Illustration af de tre metoder til at etablere clean fonde



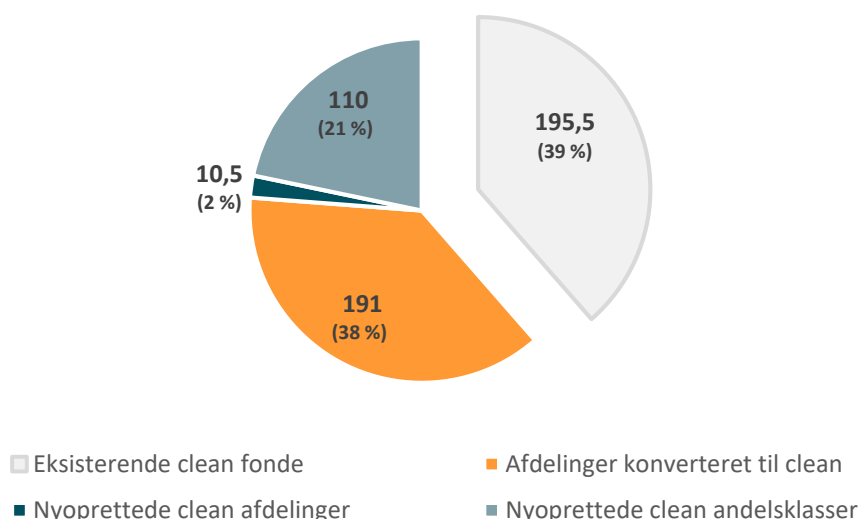
Note: De røde cirkler repræsenterer fondsstrukturen før provisionsforbuddet trådte i kraft. De orange cirkler repræsenterer ændringerne eller justeringerne, som investeringsforeningerne har gennemført som følge af provisionsforbuddet.

Figur 2 illustrerer de tre metoder, som langt størstedelen af investeringsforeningerne har valgt til at etablere clean fonde. Enkelte har dog helt fravalgt at etablere clean fonde som følge af provisionsforbuddet. De fonde, som indgår i porteføljeplejeordningerne, vil derfor fortsat indeholde en omkostning til provision. Denne løsning kræver, at fondene betaler provisionsomkostningerne tilbage til kunderne.

1.3 Konverteringsmetoden den mest benyttede

Den store formuertilvækst i clean fonde, jf. figur 1, fra marts til september 2017 kan hovedsagligt tilskrives justeringer på markedet som følge af provisionsforbuddet. Figur 3 viser, at der i september var placeret 110 mia. kr. i nyoprettede clean andelsklasser, jf. andelsklassemetoden, mens 191 mia. kr. var placeret i de afdelinger, der blev konverteret til at være clean, jf. konverteringsmetoden i figur 2. Kun 10,5 mia. kr. var placeret i de nyoprettede clean afdelinger, jf. metode 3. Dermed er i alt 311 mia. kr. placeret i de 233 fonde, som er blevet clean som følge af forbuddet. Dette dækker over oprettelsen af 17 nye afdelinger og 146 nye andelsklasser, mens 70 afdelinger er blevet konverteret til clean i september.

Figur 3: Formue i clean afdelinger og andelsklasser pr. 30. september 2017



Note: Formue (angivet i mia. kr.) placeret i clean afdelinger og andelsklasser i september 2017. I alt 507 mia. kr., jf. figur 1. Den grå andel af figuren (195,5 mia. kr.), der repræsenterer fonde, som også var clean i marts, indgår ikke i analysen i dette notat.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

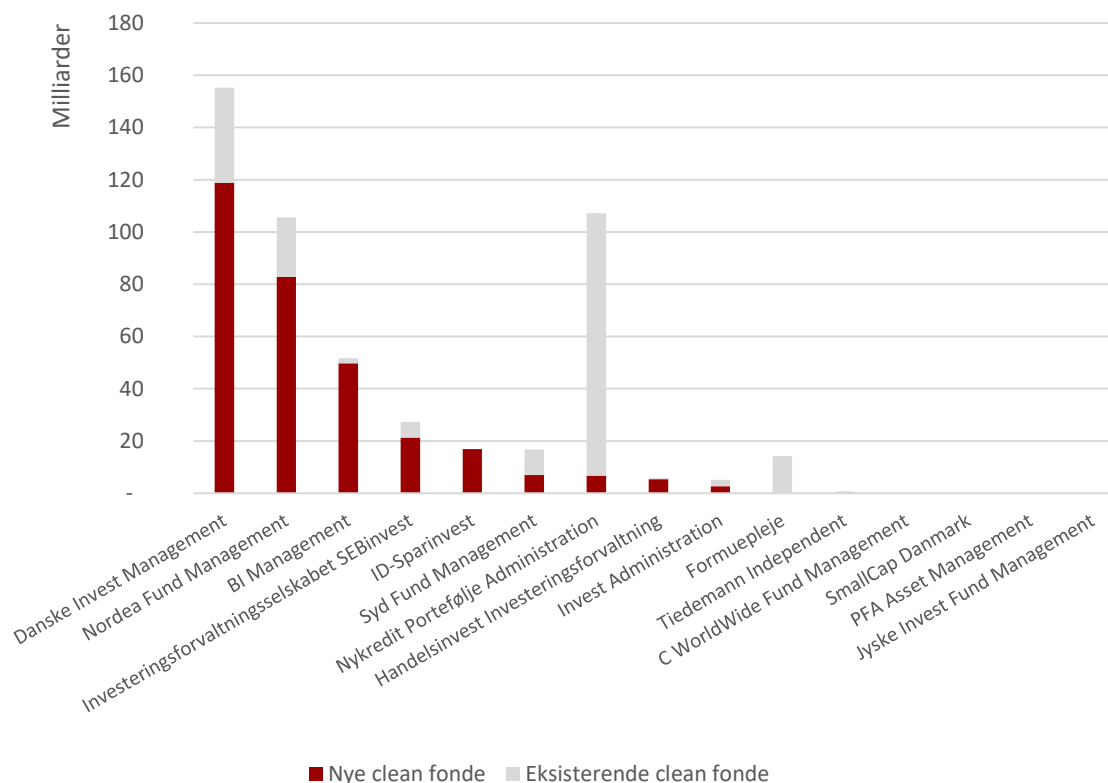
De 195,5 mia. kr., svarende til 39 pct. af den samlede formue i clean fonde i september, var placeret i eksisterende afdelinger, der både var clean i marts og i september 2017. Da disse fonde ikke er blevet oprettet eller justeret som følge af provisionsforbuddet, vil de ikke indgå i den resterende del af denne undersøgelse.

Med andre ord vil undersøgelsen udelukkende fokusere på de godt 311 mia. kr., som er placeret i de fonde, der er direkte berørt af forbuddet, dvs. blevet clean. Dette svarer samlet til 61 pct. af formuen i clean fonde i september, jf. figur 3. De nyoprettede fonde (10,5 mia.

kr.) vil dog ikke indgå i de figurer, hvor der sammenlignes på tværs af værdier i hhv. marts og september, da disse afdelinger ingen aktivitet havde i marts.

Fordelingen af de 311 mia. kr. hos de danske investeringsforvaltningsselskaber (IFS'er) ses af figur 4. Her fremgår det tydeligt, at Danske Invest Management A/S er den største spiller på markedet, når det gælder formue i nye clean fonde.

Figur 4: Formue i clean fonde fordelt på IFS'er pr. 30. september 2017



Note: Søjlerne angiver den samlede formue (i kr.), som var placeret i danske clean fonde fordelt på IFS'er i september 2017. Den grå del af søjlen angiver formuen placeret i afdelinger, der var clean i både marts og september, mens den røde del af søjlen angiver formuen i clean afdelinger/andelsklasser, der er oprettet eller justeret som følge af provisionsforbuddet. D

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 4 viser størrelsen på den formue, som er placeret i clean afdelinger og andelsklasser i hvert IFS i hhv. marts og september 2017. Det fremgår, at nogle IFS'er har ændret en stor andel af deres underliggende fonde som følge af provisionsforbuddet, mens andre IFS'er ikke har.

2. Ændringer i omkostningsstrukturen i de nye clean fonde

2.1 Formuevægtede omkostninger

De samlede omkostninger i en fond opdeles i denne undersøgelse i tre kategorier: administration, investeringsforvaltning og provisioner⁷. Disse er forklaret nærmere i boks 2 nedenfor.

Boks 2: Fondsomkostninger på afdelings- og andelsklasseniveau

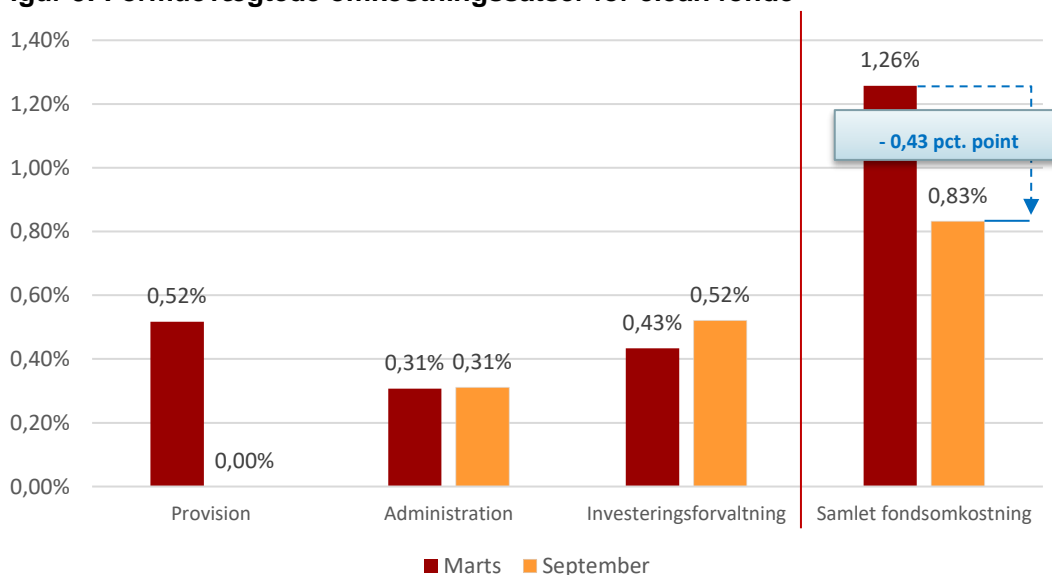
De samlede fondsomkostninger i hver enkelt afdeling eller andelsklasse svarer til den samlede omkostningsprocent, som er angivet i Central Investorinformation (CI) og i prospektet for en given afdeling eller andelsklasse.

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, der hos modtagerem af betalingen er reguleret i § 46 b, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed, som ændret ved lov nr. 632 af 8. juni 2016,

Figur 5 viser de formuevægtede omkostningssatser i fonde, der er blevet clean i september som følge af provisionsforbuddet (eksklusiv de nyoprettede afdelinger). Den samlede formue i disse fonde var pr. 30. september 2017 på knap 301 mia. kr., jf. figur 3.

Figur 5: Formuevægtede omkostningssatser for clean fonde



Note: Søjlerne angiver omkostningssatserne (i pct.) fordelt på de tre hovedkategorier og den samlede fondsomkostning i hhv. marts og september 2017. Satserne i både marts og september er formuevægtet ift. fondenes respektive formue i september 2017. Dermed vil det udelukkende være forskydninger i omkostningerne – og ikke i formuen - fra marts til september, der vil påvirke resultatet i denne figur.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

⁷ Baggrunden for valget af denne tredeling er, at en investeringsforening, jf. lov om investeringsforeninger mv., kan delegere de nævnte funktioner i bilag 6 (i lov om finansiel virksomhed) som led i den kollektive porteføljevaltning.

Figur 5 illustrerer omkostningsstrukturen i de nye clean fonde. Det ses, at den formuevægtede omkostningssats til provisioner er faldet fra 0,52 pct. til 0. Forbuddet har dog ikke udmøntet sig i et tilsvarende fald i den samlede fondsomkostning, idet denne er faldet med 0,43 procentpoint – fra 1,26 pct. til 0,83 pct. Dette skyldes, at omkostninger til investeringsforvaltning er vokset med 0,09 procentpoint fra marts til september, mens administrationsomkostningerne er stort set uforandret.

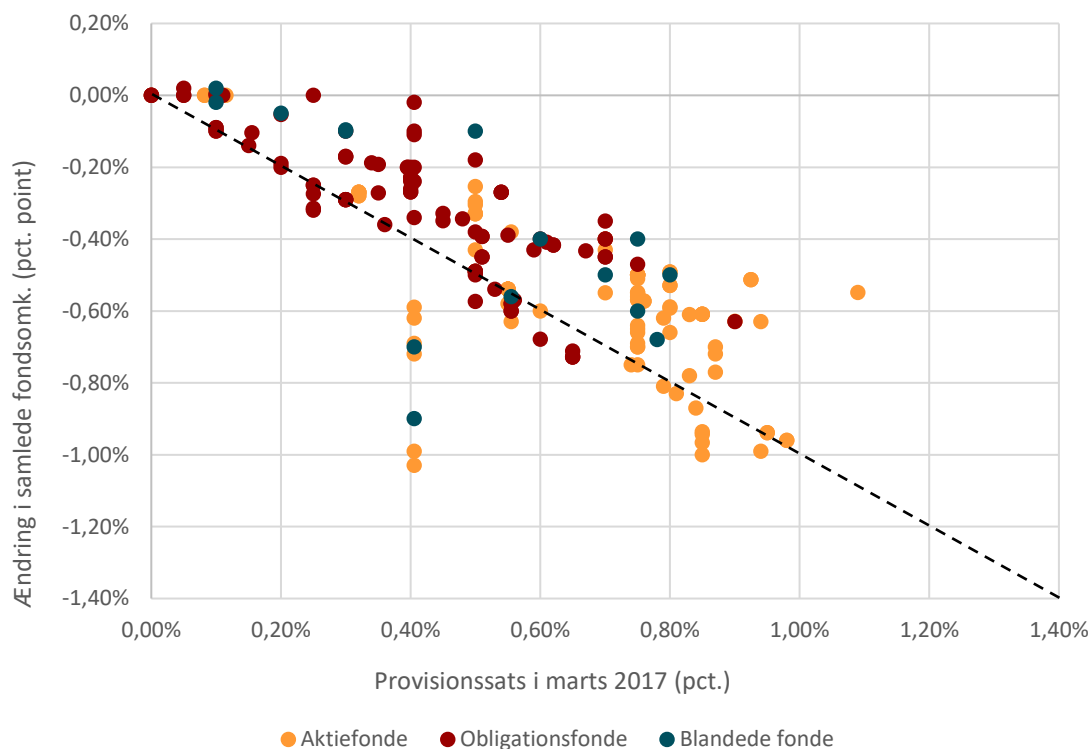
De formuevægtede omkostningssatser i figur 5 er vægtet i forhold til fondenes respektive formue i september 2017. Dette skyldes, at de nyoprettede clean andelsklasser, grundet deres oprettelse *efter* 31. marts 2017, ingen formue havde i marts. Andelsklassernes respektive omkostningssatser for marts er fastsat til at være identisk med omkostningssatserne i den eksisterende afdeling. De nyoprettede afdelinger (svarende til 10,5 mia. kr., jf. figur 3) er udeladt, da der ikke er data for marts, hvorfor der ikke er noget reelt sammenligningsgrundlag.

I absolutte tal er der fjernet provisionsomkostninger i de nye clean fonde for, hvad der svarer til et anslået beløb på knap 1,6 mia. kr. årligt under antagelse af fastholdte provisionssatser fra marts til september⁸. De samlede fondsomkostninger i de nye clean fonde er faldet med 1,3 mia. kr. årligt, hvorfor investorerne ikke har oplevet en reduktion i fondsomkostningerne, som fuldstændig svarer til faldet i provisionerne. Der er med andre ord fjernet provisioner i de nævnte fonde for knap 277 mio. kr., som ikke har udmøntet sig i besparelser i de samlede fondsomkostninger for investorerne. Dette skyldes en samlet stigning på markedet på 264 mio. kr. i omkostninger til investeringsforvaltning og på 13 mio. kr. i administrationsomkostningerne.

Figur 6 illustrerer hvordan den generelle markedstendens belyst i figur 5 er fordelt på tværs af alle nye clean fonde på markedet. Figuren viser således sammenhængen mellem ændringen i fondsomkostningen fra marts til september (vertikale akse) og den tidligere provisionssats (horisontale akse). Hver prik repræsenterer én clean afdeling eller andelsklasse, og farven angiver den specifikke fondstype.

⁸ 1,6 mia. kr. er et estimat på de samlede provisionsomkostninger, hvis provisionsforbuddet ikke var trådt i kraft. Dermed ville de 301 mia. kr., der er placeret i clean fonde i september (eksklusiv nyoprettede afdelinger), i stedet været placeret i fonde, der havde en gennemsnitlig provisionssats på 0,52 %, hvilket svarer til 1,6 mia. kr.

Figur 6: Ændring i de samlede fondsomkostninger sammenlignet med provisionens størrelse pr. 31. marts 2017



Note: Hver prik repræsenterer én clean afdeling eller andelsklasse. Hvis en prik ligger over den stiplede linje, betyder det, at faldet i den samlede fondsomkostning fra marts til september ikke svarer til faldet i provisionssatsen og vice versa. Bemærk, at de nyoprettede afdelinger ikke fremgår af denne figur, da der ikke eksisterer data for dem for marts 2017.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Den vertikale akse angiver forskellen i den samlede fondsomkostningssats på de to tidspunkter (den 31. marts og den 30. september 2017). En negativ værdi betyder, at den samlede fondsomkostning er faldet fra marts til september. En værdi på -0,2 procentpoint, betyder at den samlede fondsomkostning er faldet med 0,2 procentpoint fra marts til september.

Den horisontale akse angiver provisionssatsen pr. 31. marts 2017, dvs. før provisionsforbuddet trådte i kraft.

Hvis en prik ligger over den stiplede linje, betyder det, at faldet i den samlede fondsomkostning fra marts til september ikke svarer til faldet i provisionssatsen og vice versa.

160 fonde, svarende til 77 pct., befinder sig i området over den stiplede linje, jf. figur 6. Det betyder, at de samlede omkostninger til administration og investeringsforvaltning er vokset fra marts til september i den enkelte fond. Dermed er faldet i de samlede fondsomkostninger lavere end faldet i omkostninger til provision.

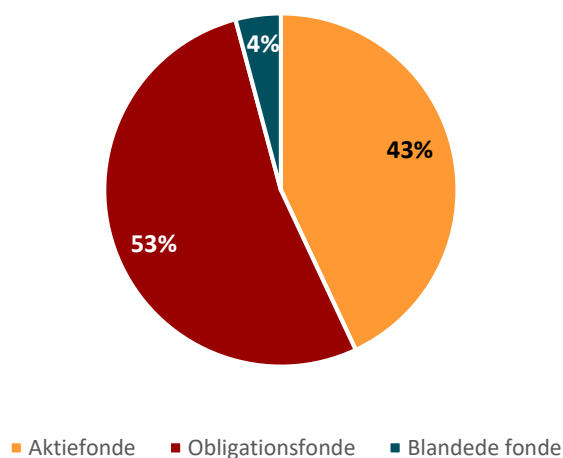
12 fonde, svarende til 6 pct., har haft et en-til-en-fald i de samlede fondsomkostninger i forhold til provisionens størrelse i marts. Dette er illustreret ved, at den respektive prik er placeret direkte på den stiplede linje.

36 fonde, svarende til 17 pct., er placeret under den stiplede linje, hvilket indikerer et samlet fald i fondsomkostninger i den respektive fond, der er større end den tidligere provisionssats pr. 31. marts 2017.

2.2 Fordeling på fondstyper

Den samlede formue i de nye clean fonde var pr. 30. september 2017 på 311 mia. kr., jf. figur 3. Lidt over halvdelen af denne formue var placeret i obligationsfonde, mens 42 pct. af formuen var placeret i aktiefonde, jf. figur 7.

Figur 7: Andel af formuen i clean fonde på markedet pr. 30. september 2017 fordelt på fondstyper

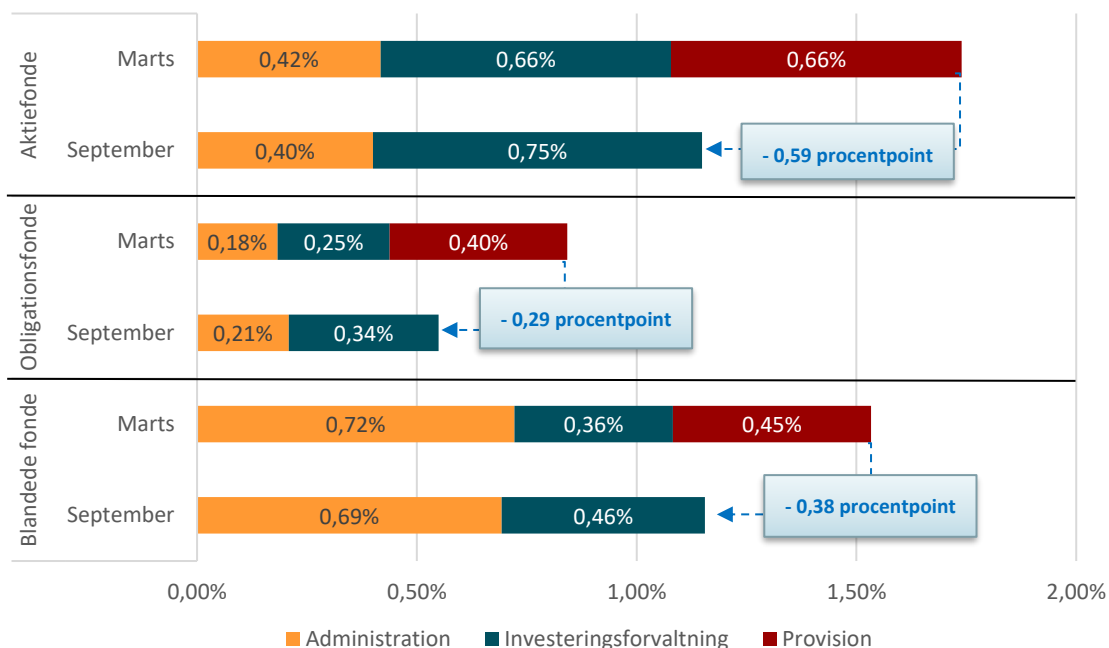


Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Markedet er domineret af aktie- og obligationsfonde, mens blandede fonde, dvs. fonde, hvor porteføljen består af både aktier og obligationer, udgør en relativt lille andel på 4 pct. af det samlede marked målt på formue.

Hvis omkostningssatserne i de nye clean fonde vurderes i forhold til deres respektive investeringsstrategi, viser det sig, at for alle tre fondstyper er de samlede fondsomkostninger faldet mindre end den tidligere provisionssats. Det er dog fortsat obligationsfonde, som overordnet set har de relativt laveste omkostninger. De clean aktiefonde havde den højeste provisionssats i marts med en sats på 0,66 pct., mens den var på 0,40 pct. for obligationsfonde og 0,45 pct. for blandede fonde, jf. figur 8.

Figur 8: Omkostningssatser i clean fonde fordelt på fondstype



Note: Søjlerne angiver de formuevægtede omkostningssatser i danske UCITS fordelt på administration (orange), investeringsforvaltning (blå) og provision (rød) i hhv. marts og september 2017. Satserne i både marts og september er formuevægtet ift. fondenes respektive formue i september 2017.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Det ses af figur 8, at faldet i de samlede fondsomkostninger fra marts til september 2017, jf. figur 5, gør sig gældende inden for alle tre fondstyper. I det provisionssatserne i aktiefonde pr. 31. marts 2017 var på 0,66 pct. er faldet i den samlede fondsomkostning højere for denne fondstype end for obligationsfonde og blandede fonde. Helt konkret er der sket et fald på 0,59 procentpoint i den samlede fondsomkostning for aktiefondene.

Faldet i den samlede fondsomkostning er på 0,29 procentpoint og 0,38 procentpoint for henholdsvis obligationsfonde og blandede fonde.

2.3 Koncernforbindelse til tredjepart

Flere investeringsforvaltningsselskaber (IFS'er) har delegeret hele eller dele af investeringsforvaltningen i deres underliggende investeringsforeninger til en tredjepart.

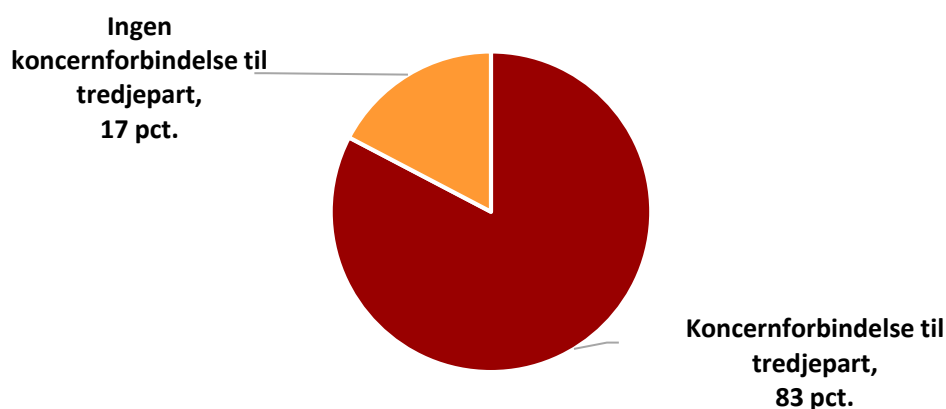
Indberetninger til Finanstilsynet viser, at de øgede omkostninger til investeringsforvaltning i de nye clean fonde, jf. figur 5 og 8, ikke kan forklares med skift i hvem, der varetager investeringsforvaltningen. Disse fonde har i langt de fleste tilfælde den samme investeringsforvalter i september, som de havde i marts, før provisionsforbuddet trådte i kraft.

I langt de fleste tilfælde, nemlig 83 pct., jf. figur 9, varetages investeringsforvaltningen dog af en koncernforbunden virksomhed eller en part, som producenten på anden vis har forbindelser til. Det indikerer, at der fortsat eksisterer potentielle interessekonflikter. Finanstilsynet vurderer dog ikke, at disse hænger sammen med indførelsen af

provisionsforbuddet. De kan derimod ses som et udtryk for, at der, ligesom tidligere, er tale om et marked kendetegnet ved en høj grad af outsourcing til koncernforbundne forvaltere eller forvaltere, hvor distributøren indgår i ejerkredsen.

Når en investeringsforening ændrer aftaler om investeringsforvaltning skal investeringsforeningen sikre sig, at ændringen er i overensstemmelse med redelig forretningskik og god praksis⁹. Og hvis investeringsforvaltningen delegeres til en anden part, må delegationen kun ske, hvis det medfører en mere effektiv administration af foreningen og ikke forhindrer foreningen i at blive administreret i medlemmernes interesse^{10,11}. Dertil kommer, at når en delegation af opgaver sker til en koncernforbunden part skal transaktioner i den forbindelse ske på markedsbaserede vilkår eller omkostningsdækkende basis¹².

Figur 9: Fordeling af formuen på markedet pr. 30. september 2017 afhængigt af om investeringsforvaltningen varetages af en koncernforbunden eller en ikke-koncernforbunden tredjepart



Indberetninger til Finanstilsynet viser, at de samlede omkostninger pr. 30. september 2017 er lidt højere i fonde, der har en koncernforbunden tredjepart, end i fonde, som ikke har. Men ellers er der ikke den store forskel på de to fondsgrupper.

3. Lavere fondsomkostninger på markedet som helhed

Etableringen af clean fonde har medført lavere omkostninger på fondsniveau på det danske investeringsmarked som helhed, altså når de nye clean fonde, eksisterende clean fonde og øvrige fonde med provisioner betragtes under ét.

Den samlede formuevægtede fondsomkostning i alle danske investeringsforeninger, dvs. clean fonde såvel som øvrige fonde, faldt fra 1,11 pct. i marts til 0,94 pct. i september 2017,

⁹ Jf. § 29 i lov om investeringsforeninger.

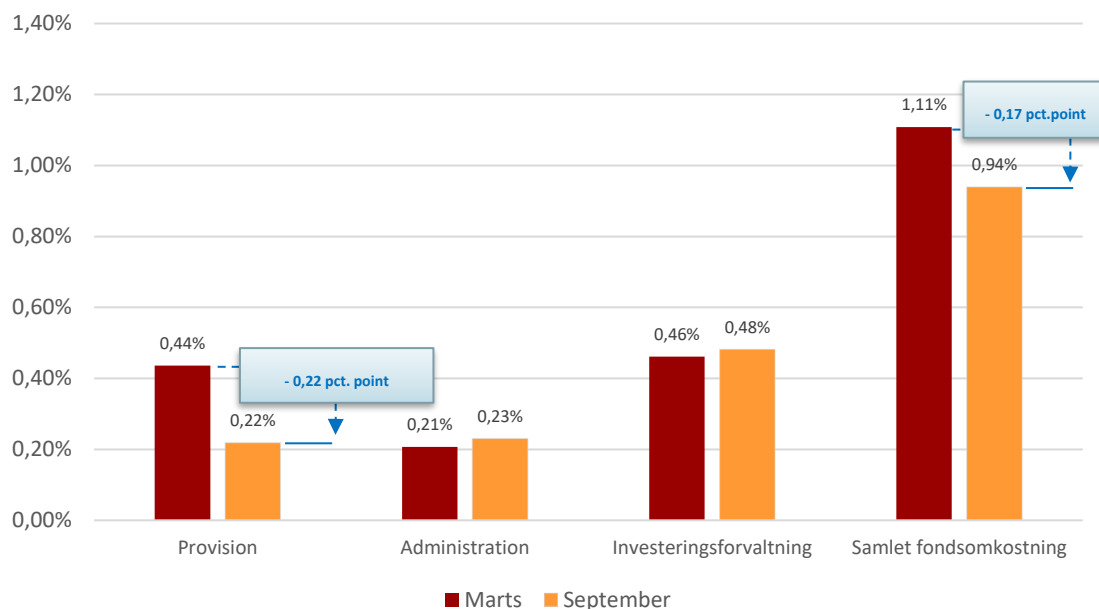
¹⁰ Jf. § 64, stk. 3 i lov om investeringsforeninger § 64, stk. 3.

¹¹ Samtidig gælder det, at bestyrelsen og direktion skal handle uafhængigt og udelukkende i foreningens interesse, jf. § 47, stk.1 i lov om investeringsforeninger.

¹² Jf. bekendtgørelse nr. 904 af 1. september 2004 om koncerninterne transaktioner.

jf. figur 10. Dermed betalte investorerne 0,17 procentpoint mindre i omkostninger på fondsniveau pr. investeret krone i september, end de gjorde i marts 2017.

Figur 10: Formuevægtede omkostningssatser i danske UCITS pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Søjlerne angiver de formuevægtede omkostningssatser i samtlige danske fonde for marts (rød) og september (orange) 2017. Satserne er formuevægtet ift. fondenes respektive formue i henholdsvis marts og september 2017.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Investorerne i alle danske fonde betalte samlet set i absolutte tal knap 9,8 mia. kr. i årlige fondsomkostninger pr. 31. marts 2017. Pr. 30. september 2017 var dette beløb faldet til godt 8,7 mia. kr., altså et fald på knap 11 pct.

Den generelle markedsudvikling kan have bidraget til denne udvikling, men når der på det samlede marked, altså når alle danske fonde ses under ét, viser sig et så markant fald i den formuevægtede omkostningssats, må det i al væsentlighed tilskrives faldet i provisionerne på 0,22 procentpoint. Således indikerer Figur 10, at faldet hovedsaglig skyldes, at mange fonde har fjernet eller mindsket provisionerne som følge af forbuddet.

Fra en investorbvinkel kan ændringerne i omkostninger og omkostningsstrukturer i de nye clean fonde ses i sammenhæng med de ændrede gebyrstrukturer på porteføljeplejeordningerne, da de clean fonde i vid udstrækning er forbeholdt investorer med porteføljeplejeordninger. Dette undersøges i del 2.

Del II – Investorerne og porteføljepleje

Første del af undersøgelsen beskrev ændringerne på markedet for investeringsfonde med oprettelse af nye, ofte unoterede, provisionsfrie (clean) afdelinger og andelsklasser som følge af provisionsforbuddet. Denne del af undersøgelsen viste, at de nye clean fonde samlet set er blevet billigere, efter at provisionerne er blevet fjernet. Den samlede fondsomkostning er dog ikke faldet så meget som provisionerne, da andre omkostningselementer i fondene er steget. Det gælder primært omkostninger til investeringsforvaltning i obligationsfonde og blandede fonde.

De nye clean fonde er som hovedregel forbeholdt kunder i porteføljeplejeaftaler. De er dermed afskåret fra handel for andre investortyper, eksempelvis rådgivningsinvestorer og execution only-investorer. Fra en investors synsvinkel er det derfor væsentligt at analysere de samlede omkostninger ved porteføljepleje. Er de billigere fonde i plejeaftalerne eksempelvis opvejet af øgede gebyrer på porteføljeplejeaftalerne? Er markedet blevet påvirket af provisionsforbuddet i retning af, at investorer har flyttet midler til eller fra porteføljepleje?

Del II belyser overordnet disse spørgsmål og viser, hvordan pengeinstitutterne har reageret på forbuddet. Det viser sig, at pengeinstitutterne har fulgt forskellige modeller. Et større delmarked er forholdsvis uændret, idet pengeinstitutterne har holdt fast i deres eksisterende produktsammensætninger og målgrupper. Et mindre delmarked er kendetegnet ved, at pengeinstitutterne helt eller delvist har rådgivet kunder til at flytte væk fra porteføljeplejeordninger og ændret væsentligt i kundemålgruppen for disse aftaler. Flere pengeinstitutter har desuden justeret produkternes sammensætning af aktiver og risiko. Pengeinstitutterne har særligt ændret deres anbefalinger til detailkunder med mindst formue, idet disse kunder anbefales andre investeringsløsninger. Der er desuden sket en bevægelse mod mere ensartede standardplejeprodukter, målt på risikoniveau i produkterne, til detailkunder. Generelt viser undersøgelsen, at priserne for porteføljepleje for ni prædefinerede gennemsnitsinvestortyper i hver deres risikoklasse reelt er steget eller er uændrede efter provisionsforbuddet.

Særligt skatte- og momseffekten af forbuddet på kundernes omkostninger har skabt dette resultat. Der er en tendens til, at omkostningsstigningen er mest markant i plejeaftaler med lav risiko og for kunder med mindre formuer. Dog er der en væsentlig spredning på resultaterne og betydelig variation på tværs af institutterne.

4. Kort om metode

Finanstilsynet bad i december 2017 syv udvalgte pengeinstitutter om en redegørelse. Formuen blandt detailkunder i de syv institutter er estimeret til at udgøre ca. 70 pct. af den samlede investerede formue af detailkunder i Danmark, men andelen er sandsynligvis større i porteføljepleje, da det primært er de større institutter, som er repræsenteret med overvægt i undersøgelse, der udbyder porteføljepleje til detailsegmentet. Undersøgelsen definerer detailkunder som i bilag 4 i MIFID II¹³. Denne definition er bred og omfatter bl.a. små og mellemstore virksomheder, der ikke opfylder betingelserne for at blive klassificeret som

¹³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter.

professionelle kunder. Dermed afviger detailkundebegrebet væsentligt fra eksempelvis begrebet "husholdninger" eller "private investorer".

Finanstilsynet bad de syv pengeinstitutter om at indberette formue og antal depoter for detailkunder hhv. før og efter provisionsforbuddet fordelt på tre overordnede typer af investeringsserviceer: plejeordninger (frie midler, pension og virksomhedsskatteordning), pensionspuljer og anden investeringsservice. Plejeordninger og puljeordninger er omfattet af provisionsforbuddet. Definitionen af de tre typer investeringsserviceer fremgår af boks 1.

Bemærk, at denne del af undersøgelsen opgør den samlede investerede formue af detailkunder i de syv adspurgte institutter og ikke som første del kun formuen i investeringsfonde. Dermed indeholder formuetallene inden for hver type af investeringsservice også investeringer i eksempelvis enkeltaktier, obligationer og andre værdipapirer.

Boks 1: Typer af investeringsservice

Porteføljepleje dækker over porteføljeplejeydelse, hvor de værdipapirer, som kundens porteføljeplejemidler investeres i, tilhører kunden. Porteføljeplejeydelse bruges både til investering af frie midler, pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen (VSO-midler).

Porteføljepleje har siden den 1. juli 2017 været omfattet af provisionsforbuddet, jf. § 46b i lov om finansiel virksomhed.

Puljeordninger adskiller sig fra den gængse porteføljeplejeydelse ved at være en puljeopsparing på en indlånskonto, hvor afkastet på indlånskontoen er baseret på en beregning af afkastet på en række bagvedliggende aktiver, som tilhører pengeinstituttet, og som pengeinstituttet har købt til puljerne. Puljeopsparing må kun bruges til skattebegunstiget opsparing (f.eks. aldersopsparing, kapitalpension, ratepension og børneopsparing) og kan ikke benyttes til frie midler (jf. puljepensionsbekendtgørelsen).

Puljeordninger har siden den 1. juli 2017 været omfattet af provisionsforbuddet, jf. § 46b i lov om finansiel virksomhed.

Anden investeringsservice omfatter alle andre investeringsserviceydelser til detailkunder, herunder handel via netbank (execution only) og investeringsrådgivning. Anden investeringsservice omfatter dermed både investering af pensionsmidler og frie midler.

Anden investeringsservice er ikke omfattet af et provisionsforbud. Pengeinstituttet kan modtage provision, hvis det yder en kvalitetsforbedrende service, som er proportional med de modtagne provisioner, jf. reguleringen i bekendtgørelse om tredjepartsbetalinger.

Pengeinstitutterne har desuden leveret omkostningsdata før og efter forbuddet for ni standardporteføljeplejeaftaler eller typeinvestorer, defineret af Finanstilsynet, opdelt på hhv. risiko og kundeformue.

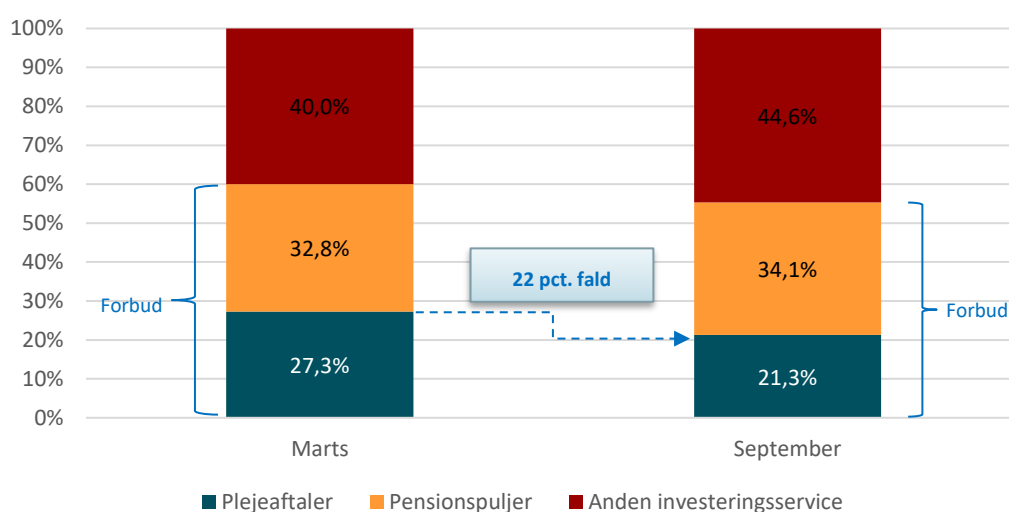
Bilag 2 indeholder en uddybende og mere detaljeret metodebeskrivelse.

Ændringerne er dog betydeligt mere markante på dele af markedet, og der viser sig væsentligt større forskelle, når man ser på formuesegmenter og deler markedet op i grupper af pengeinstitutter.

5.1 Investorer med formuer under 1 mio. kr.

Markedet for investorsegmentet med formue under 1 mio. kr. har oplevet større forskydninger, jf. figur 2.

Figur 2: Fordeling af detailinvestorers formue pr. investeringsservice pr. 31. marts og 30. september 2017, formue under 1 mio. kr.



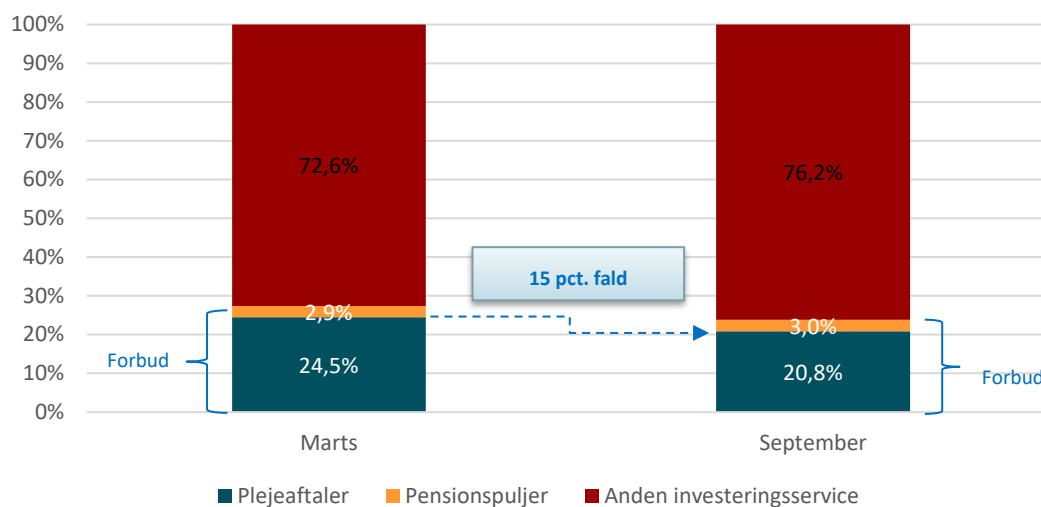
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Blandt de mindre formuende investorer med under 1 mio. kr. er antallet af porteføljeplejededoter faldet med 25 pct. Porteføljepleje udgjorde 27,3 pct. af den investerede formue i marts 2017, mens den i september udgjorde 21,3 pct. Det svarer til, at andelen af porteføljepleje i den samlede investerede formue er faldet med 22 pct.

5.2 Investorer med formuer over 1 mio. kr.

Figur 3 er identisk med figur 2, men for investorer med formuer over 1 mio. kr. Her er tendensen den samme. Formuer er solgt ud af porteføljepleje og ind i anden investeringsservice. Tendensen er dog mindre udtalt end på delmarkedet for investorer med formuer under 1 mio. kr.

Figur 3: Fordeling af detailinvestorers formue pr. investeringsservice pr. 31. marts og 30. september 2017, formue over 1 mio. kr.



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Blandt investorer med formuer over 1 mio. kr. faldt antallet af depoter 16 pct. Formuen i porteføljepleje faldt godt 10 pct., men der var en total formuevækst for kunderne på knap 6 pct. over perioden. Porteføljepleje udgjorde dermed 24,5 pct. af den investerede formue i marts, mens den i september udgjorde 20,3 pct., hvilket svarer til et fald på 15 pct.

Tallene dækker dog over væsentligt større forskelle på dele af markedet. Pengeinstitutterne har nemlig reageret meget forskelligt på provisionsforbuddet. Der tegner sig et billede af, at specielt de større institutter og få mindre institutter i al væsentlighed har beholdt detailkunderne i eksisterende produkter og bevaret deres målgrupper for plejeordningerne. Disse institutter betegnes herefter som model 1-institutterne.

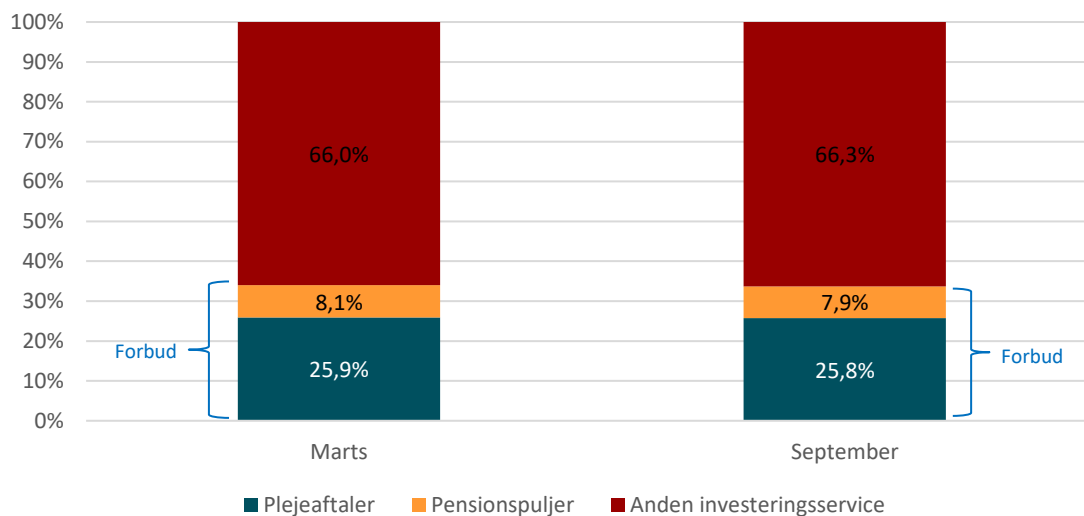
De resterende pengeinstitutter har i væsentlig grad ændret deres målgrupper for porteføljepleje. Før-og-efter-billedet afspejler dette. Data indikerer dermed, at institutterne har gennemført en målrettet rådgivningsproces med henblik på at få hele eller dele af detailkundesegmentet ud af porteføljepleje og over i anden investeringsservice. Disse institutter betegnes herefter som model 2-institutter.

5.3 Model 1-institutter

Pengeinstitutter, der har valgt model 1, stod for 77 pct. af formuen i porteføljepleje indberettet fra de syv pengeinstitutter i marts 2017. Denne gruppe af pengeinstitutter har ikke ændret målgrupper for detailkunder i deres standardkoncepter for porteføljepleje.

Figur 4 illustrerer fordelingen af detailkunder og deres formue i pengeinstitutterne fordelt på forskellige investeringsservicer i marts og september 2017. Figuren viser et større delmarked, der er relativt uændret af provisionsforbuddet, hvad angår fordelingen af kunder på de tre typer af investeringsservice målt på formue og antal depoter. Formuen for detailkunder i plejeordninger er steget med samme vækstrate på 4 pct. som totalformuen for detailkunder i institutterne.

Figur 4 Fordeling af detailinvestorers formue pr. investeringservice pr. 31. marts og 30. september 2017, mia. kr. – model 1-institutter



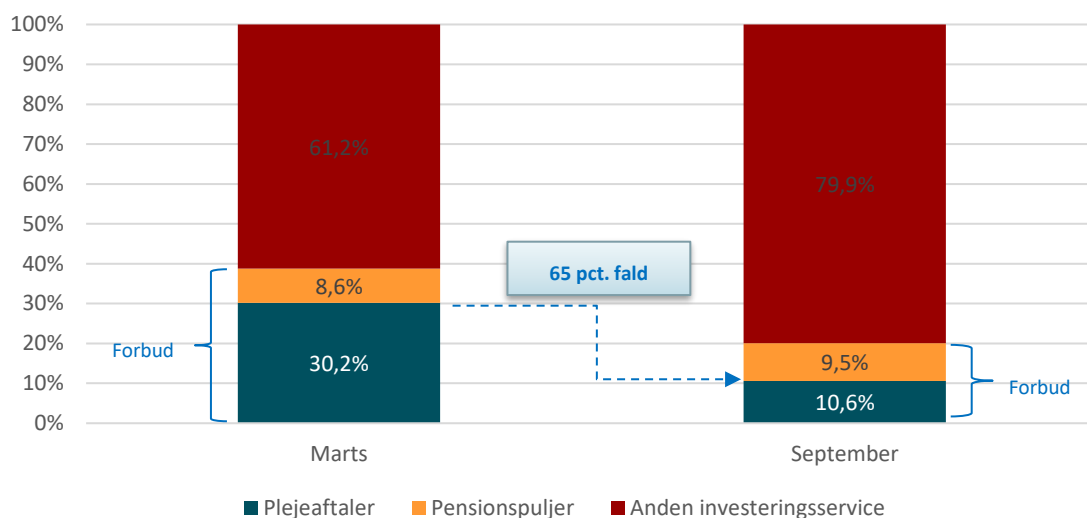
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

5.4 Model 2-institutter

Pengeinstitutter, der har valgt model 2, står for 23 pct. af den samlede formue i porteføljepleje indberettet fra de 7 institutter pr. marts 2017. Data indikerer, at pengeinstitutterne har ændret anbefalinger til primært de mindst formuende kunder. Resultater og redegørelser fra pengeinstitutterne peger på, at institutterne har gennemført en mere systematiseret kundekontakt, f.eks. i form af investeringsrådgivning, med den konsekvens, at kundesegmenter har skiftet til andre produkter. Redegørelserne viser, at store dele af kunderne er rådgivet til at flytte over i blandede investeringsfonde. Det flugter med pengeinstitutternes ændringer i målgrupper. Redegørelserne viser altså en sammenhæng imellem kundegrupper, primært defineret ved den investerede formue, og pengeinstitutternes anbefalinger til investeringsløsninger.

Figur 5 illustrerer fordelingen af kundernes formue i model 2-pengeinstitutterne fordelt på forskellige investeringservices i marts og september 2017. Porteføljepleje udgjorde i marts 30,2 pct. af den investerede formue, mens den i september udgjorde 10,6 pct. Denne del af markedet har dermed ændret sig væsentligt, og formuen i porteføljeplejeandelen af den totale formue er faldet 65 pct.

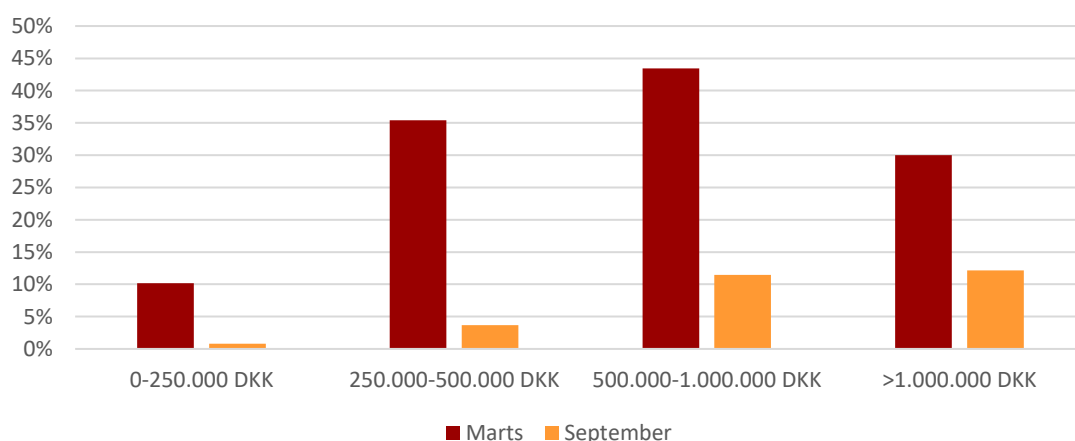
Figur 5: Fordeling af detailinvestorers formue pr. investeringservice pr. 31. marts og 30. september 2017, mia. kr. – model 2-institutter



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 6 viser andelen af formuen pr. investorsegment i porteføljepleje i marts og september i model 2-institutterne. Med andre ord er der tale om en opdeling af de grønne søjler i figur 5, men fordelt på formuesegment. Det er tydeligt, at de største relative ændringer forekommer blandt de mindst formuende kunder. For kunder med under 250.000 kr. er andelen af formuen i porteføljepleje gået fra 10 pct. i marts til knap 1 pct. i september 2017. For kunder med mindre end 1 mio. kr. er formueandelen i porteføljepleje faldet 80 pct.

Figur 6: Andel af formue i porteføljepleje for detailkunder pr. 31. marts og 30. september 2017, model 2-institutter



Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

6. Omkostninger – porteføljepleje for frie midler

Omkostningsanalysen fokuserer alene på detailkunder med frie midler i standardporteføljeplejeprodukter¹⁴. Omkostninger i porteføljeplejeprodukter varierer fra pengeinstitut til pengeinstitut og fra kunde til kunde, afhængig af en række investorindividuelle parametre som risiko, handelsaktivitet, typer af underliggende aktiver, mm.

Analysen i dette afsnit tager derfor afsæt i ni investortyper, som Finanstilsynet har defineret efter risikoeksponering og formue. Den går på tværs af sektoren og undersøger effekten på omkostningerne af provisionsforbuddet for de ni typer af detailinvestorer. Analysen er baseret på data om omkostninger i standardplejeaftaler til detailinvestorer. Dataene er indberettet af de syv pengeinstitutter. Analysen fokuserer på ændringer i omkostningsniveauer og omkostningsstrukturer.

Boks 3: Omkostningsprocenter i analysen og MIFID II-omkostningskrav til distributører

MiFID II stiller krav til, at distributører af finansielle produkter oplyser alle omkostninger såvel før handel (ex ante) som efter handel (ex post) i henhold til Kommissionens delegerede forordning 2017/565 artikel 50. Distributøren skal opgøre såvel produktomkostninger som instrumentomkostninger i henhold til artikel 50.

Delegerede forordning, artikel 50, stk. 2:

"I forbindelse med ex ante- og ex post-oplysninger om omkostninger og gebyrer til kunder skal investeringsselskaber aggregere følgende:

- a) alle omkostninger og dertil knyttede gebyrer pålagt af investeringsselskabet eller andre parter, såfremt kunden er sendt videre til sådanne andre parter, for investeringsservice og/eller accessoriske tjenesteydelser leveret til kunden og*
- b) alle omkostninger og dertil knyttede gebyrer i forbindelse med produktion og forvaltning af de finansielle instrumenter.*

De i litra a) og b) omhandlede omkostninger er opført i bilag II til denne forordning."

Omkostningsprocenterne i undersøgelsen af standardporteføljeplejeaftalerne indeholder følgende omkostningselementer:

- Gebyrer på plejeaftaler:
Svarer til punkt a i artikel 50, stk. 2, og indeholder bl.a.
 - porteføljeplejegebyr
 - afkastbetinget honorar på plejeaftalen
 - andre gebyrer på plejeaftalen (depot, kurtag etc.).
- Omkostninger fra fonde i plejeordningerne:
Svarer til punkt b i artikel 50, stk. 2, men indeholder dog ikke transaktionsomkostninger i fondene, entry-omkostninger (emissionstillæg) og exit-omkostninger (indløsningsfradrag).

Omkostningsprocenterne i analysen omfatter samtlige gebyrer på plejeaftalerne og den løbende omkostningsprocent fra central investorinformation for fonde, der ligger i plejeaftalerne.

Omkostningsprocenterne tager højde for moms og, hvor angivet, en estimeret skatteeffekt for investortyperne. Metoden er beskrevet detaljeret i bilag 2.

¹⁴ En detaljeret gennemgang af metodebeskrivelse fremgår af bilag 2.

6.1 De ni investortyper

Omkostningsanalysen betragter ni typer af detailinvestorer fordelt på deres investerede formue og risikoniveau. Analysen omfatter investorer med hhv. 250.000 kr., 500.000 kr. og 1.000.000 kr. investeret i plejeordninger og i de tre risikoklasser lav, mellem og høj. Høj risiko defineres som en plejeaftale bestående af 80 pct. aktier eller værdipapirer med lignende risiko. Mellem risiko defineres som en plejeaftale med 50 pct. aktier eller værdipapirer med lignende risiko, og lav risiko defineres som en porteføljeplejeordning med 20 pct. aktier eller værdipapirer med lignende risiko. Der er alene taget udgangspunkt i omkostningssatser i pengeinstitutternes primære plejeprodukt til disse investorsegmenter.

Tabellen nedenfor viser målallokeringen på aktier og i parentes de gennemsnitlige værdier fra aftalerne, de syv institutter har indberettet.

		Formue		
		250.000 DKK	500.000 DKK	1.000.000 DKK
Risiko	Lav	20 pct. (gns. 21 pct)	20 pct. (gns. 21 pct)	20 pct. (gns. 21 pct)
	Mellem	50 pct. (gns. 48 pct)	50 pct. (gns. 48 pct)	50 pct. (gns. 48 pct)
	Høj	80 pct. (gns. 75 pct)	80 pct. (gns. 75 pct)	80 pct. (gns. 75 pct)

Note: Gennemsnitsværdier i tabellen er baseret på ikke-formuevægtede tal. Procentsatsen i figuren angiver andelen af aktier eller værdipapirer med lignende risiko i porteføljen.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

6.2 Fra betaling via provisioner til gebyrer på plejeaftalen

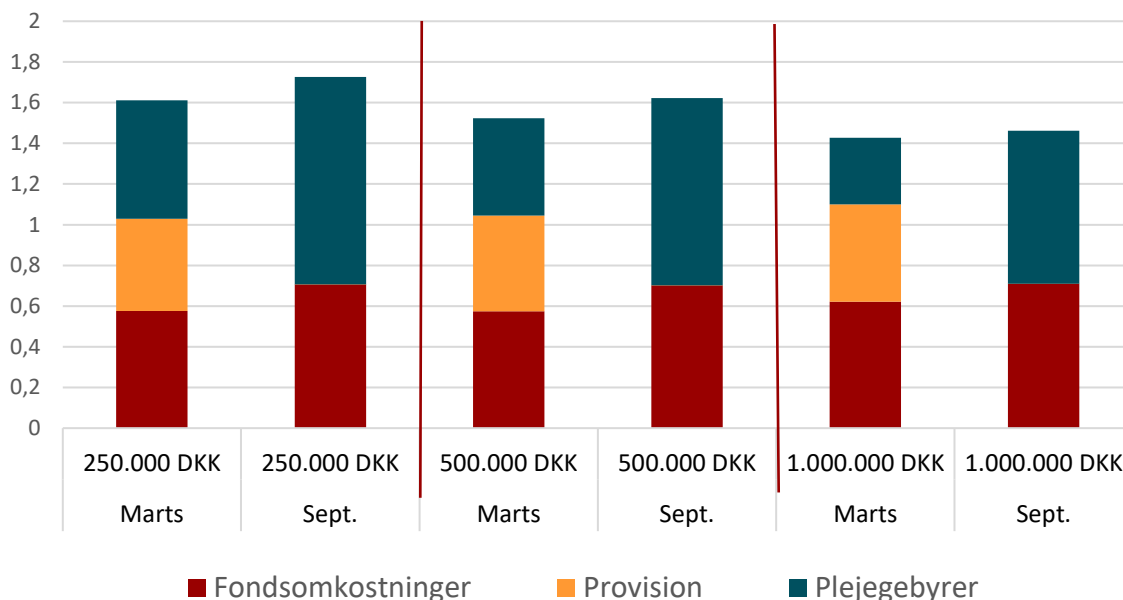
Provisionsforbuddet har betydet, at betaling via provisioner i fondene er erstattet med øgede direkte gebyrer tilknyttet porteføljeplejeordningerne. Dette afsnit ser på konsekvenserne, når der ikke er korrigeret for en estimeret skatteeffekt af de omkostninger, der betales via fondene i plejeordningerne. I det efterfølgende afsnit 6.3 tages højde for en estimeret skatteeffekt af disse omkostninger.

Figur 8 går på tværs af de syv institutter og viser ændringen fra marts til september for en gennemsnitsinvestor med en standardporteføljeplejeordning med lav risiko i tre forskellige formuesegmenter. Tilsvarende figurer for gennemsnitsinvestorer med hhv. mellem og høj risiko fremgår af figur 9 og 10.

I de tre figurer er der ikke taget højde for den positive skattemæssige effekt investor opnår ved at betale omkostninger i fondene og herunder provisioner, der fragår i porteføljeplejeaftalernes skattepligtige afkast. Det betyder, at omkostningsprocenterne reelt er lavere efter skat for alle 9 typeinvestorer både i marts og september end det er vist i disse figurer.

Figurer 8-10 illustrerer at omkostninger til fondene i plejeaftalerne er faldet, som følge af at provisionerne er væk, dog ikke i samme omfang som provisionssatsen, jf. Del I. Samtidig viser figurerne, at de direkte gebyrer tilknyttet plejeaftalerne er steget betydeligt. Det skyldes, at der før blev betalt for rådgivning indirekte via provisioner og at betalingen herfor nu er omlagt til direkte betaling.

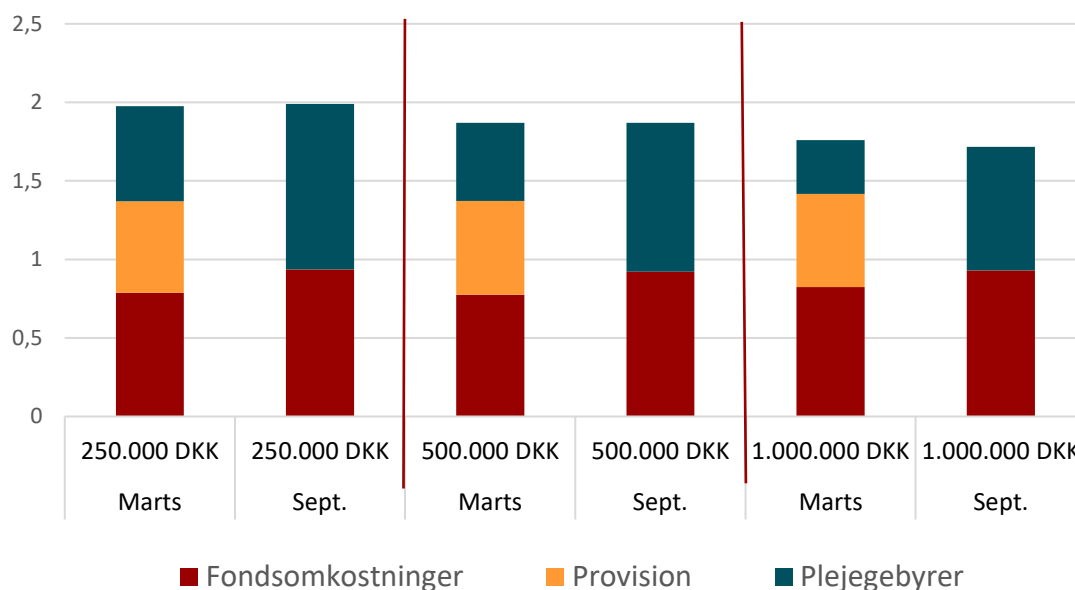
Figur 8: Omkostningsprocenter, uden at der er taget højde for estimeret skat, fordelt på fondsomkostninger, provisioner og plejegebyrer for standardplejeordninger (frie midler) for gennemsnitsinvestor med lav risiko pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i lav risiko, uden at der er taget højde estimeret skat.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

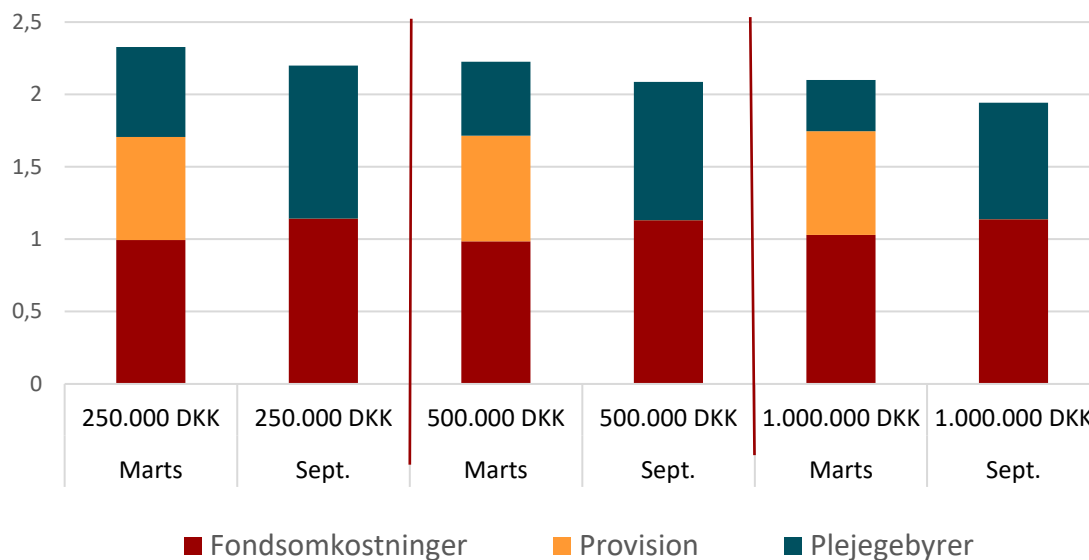
Figur 9: Omkostningsprocenter, uden at der er taget højde for estimeret skat, fordelt på fondsomkostninger, provisioner og plejegebyrer for standardplejeordninger (frie midler) for gennemsnitsinvestor med mellem risiko pr. 31. marts og 30. sept. 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i mellem risiko, uden at der er taget højde estimeret skat.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 10: Omkostningsprocenter, uden at der er taget højde for estimeret skat, fordelt på fondsomkostninger, provisioner og plejegebyrer for standardplejeordninger (frie midler) for gennemsnitsinvestor med høj risiko pr. 31. marts og 30. sept. 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i høj risiko, uden at der er taget højde for estimeret skat.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Dette skifte alene i omkostningsstrukturen for porteføljepleje har en effekt på investors faktiske betaling som følge af moms- og skattereglerne. Som det fremgår af det følgende samt afsnit 6.3, har skat og moms betydning for investorenes reelle omkostninger smat for effekten af provisionsforbuddet på investorenes samlede omkostninger.

Moms

Før forbuddet, da pengeinstitutterne modtog betaling via provisioner, var ydelsen momsfri for investorerne, da ydelsen ansås for at være momsfri forvaltning af investeringsforeninger. Ved direkte betaling i form af plejegebyrer på en plejeordning er ydelsen momsbelagt. Denne ændring af en betaling fra at være ikke-momsbelagt til at være momsbelagt kaldes i det følgende for "Netto momseffekten". Netto momseffekten er kvantificeret igennem analysen i de efterfølgende afsnit.

Skat

Provisionsbetalinger fra fonde til pengeinstitutterne bliver taget fra afkastet i fondene og dermed af afkastet på plejeordningerne. Afkastet er skattepligtigt for investorerne, som derfor fik reduceret deres skattebetaling i plejeordningerne som følge af provisionsbetalingerne før forbuddet. Investorerne betaler i dag i højere grad omkostninger for plejeordninger direkte til pengeinstitutterne, jf. figur 8-10. Denne betaling nedbringer ikke det skattepligtige afkast fra investeringsforeningerne. Ændringen af betaling via provision til direkte betaling har derfor en "Netto skatteeffekt" for investorerne, som er estimeret i analysen. Disse estimater kræver dog en række standardforudsætninger for de ni investortyper. Der er benyttet en konservativ tilgang til antagelserne ved at anvende en skattesats på 27 pct., som det fremgår af

metodebilag 2, men den maksimale skatteeffekt for investorerne illustreres også i figurene i afsnit 6.3.

Prisgennemsigtighed, prisdannelse og interessekonflikter

Ændringen af provisionsbetalinger til øget direkte betaling betyder alt andet lige en øget gennemsigtighed for investorerne. Det skyldes, at de mistede provisionsbetalinger i fondene er blevet erstattet af direkte gebyrer tilknyttet porteføljeplejeaftalerne, som kunderne betaler til pengeinstitutterne. På den måde har provisionsforbuddet medført øget transparens om omkostningerne ved pleje- og puljeordninger, fordi pengeinstitutterne nu takserer betalinger for disse ordninger separat. Andre dele af MIFID II-reglerne understøtter også prisgennemsigtigheden. Det gælder særligt reglerne om omkostningsgennemsigtighed, der omfatter krav til formidling af omkostninger på finansielle produkter og serviceydelser¹⁵. I henhold til de nye regler skal investeringsselskaber, herunder pengeinstitutter, levere fuld gennemsigtighed såvel før handel (ex ante) som efter handel (ex post) om samtlige produkt- og serviceomkostninger, som er forbundet med et givet finansielt produkt.

Pengeinstitutterne overholder primært provisionsforbuddet ved at investere midlerne fra kunder med plejeordninger i clean fonde. Midler i puljeordninger og i enkelte tilfælde plejeordninger investeres i provisionsbetalende fonde, men efter en forretningsmodel, hvor provisionerne betales tilbage til puljen eller kunden. Dermed har provisionsforbuddet mindsket interessekonflikterne og fjernet det potentielle incitament til at investere kundens midler i de mest provisionsbetalende fonde i porteføljepleje og puljer. Pengeinstitutterne har dog fortsat forretningsmodeller, der indebærer potentielle interessekonflikter. Der er dermed fortsat en tendens til, at porteføljeplejeordninger indeholder en klar overvægt af investeringsprodukter, som udbydes af en koncernforbunden virksomhed eller af en part, som distributøren indgår i ejerkredsen bag, jf. tabellen nedenfor. Tabellen er baseret på de underliggende investeringer i de standardplejeordninger, som de syv pengeinstitutter har indberettet for. Billedet er ikke væsentligt ændret fra marts til september 2017. Dog må det forventes, at de fulde effekter af provisionsforbuddet kan slå igennem over en længere periode, hvad angår reallokeringer til ikke-koncernforbundne producenter.

		Sammenhæng til producent		
		Koncernforbunden med producent	I ejerkreds for producent	Uden sammenhæng til producent
Risiko	Høj risiko	61 pct.	29 pct.	10 pct.
	Mellem risiko	66 pct.	28 pct.	6 pct.
	Lav risiko	67 pct.	30 pct.	3 pct.

Note: Tabellen er baseret på ikkeformuevægtede tal.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Provisionsforbuddet betyder desuden ændrede konkurrencevilkår, idet pengeinstitutter, der sælger porteføljeplejeordninger, nu i højere grad bliver underlagt krav om moms af det gebyr, som kunderne betaler for ordningerne. Samtidig bliver kunderne beskattet af det ekstra afkast, som bliver genereret af, at provisionen er fjernet.

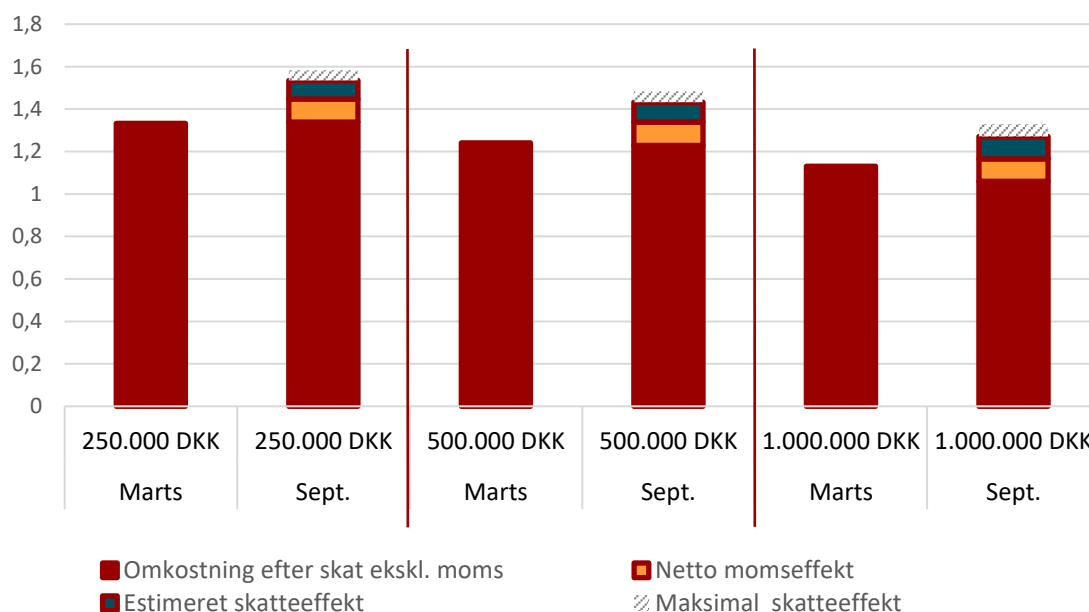
¹⁵ jf. bekendtgørelse om investorbekkyttelse og jf. artikel 50 i Kommissionens Delegerede Forordning (EU) 2017/565 af 25. april 2016

6.3 Risiko og formue betyder noget

Det er alment kendt, at risiko og formue har betydning for de omkostninger, man som investor betaler for bl.a. porteføljeplejeaftaler og investeringsfonde. Dette blev bl.a. belyst i undersøgelsens første del om fondsomkostningerne på markedet for investeringsfonde. Analysens resultater viser dog, at risiko og formue også har væsentlig betydning for provisionsforbuddets effekt på omkostningerne i plejeaftalerne. Dette må være en forventelig følge af, at betaling via et formueneutralt gebyr i form af provisioner er ændret til betaling i form af plejegebyrer, der typisk er formueafhængige og i reglen følger en gebyrtrappe baseret på formue og/eller risiko. Desuden viser analysens første del, at fondsomkostninger i de mindre risikable obligationsfonde er faldet mindst, mens fondsomkostninger i de mere risikofyldte aktiefonde er faldet mere. Dette hænger naturligt sammen med, at provisioner i aktiefonde typisk er væsentligt højere end i obligationsfonde.

Analysen viser dog også, at der fortsat er væsentlige forskelle på omkostninger for forskellige pengeinstitutters standardplejeordninger. På samme måde er der væsentlige forskelle på omkostningseffekten af provisionsforbuddet mellem de pengeinstitutter, som er omfattet af analysen.

Figur 11: Omkostningsprocenter for gennemsnitsinvestorer med lav risiko, formuepleje frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i lav risiko, når der er taget højde for moms og estimeret skat. Den estimerede skatteeffekt og momseffekten er de forøgede effekter, som følge af at betalingerne er blevet omlagt fra være provisioner til at være gebyrer direkte i porteføljeplejeordningen.

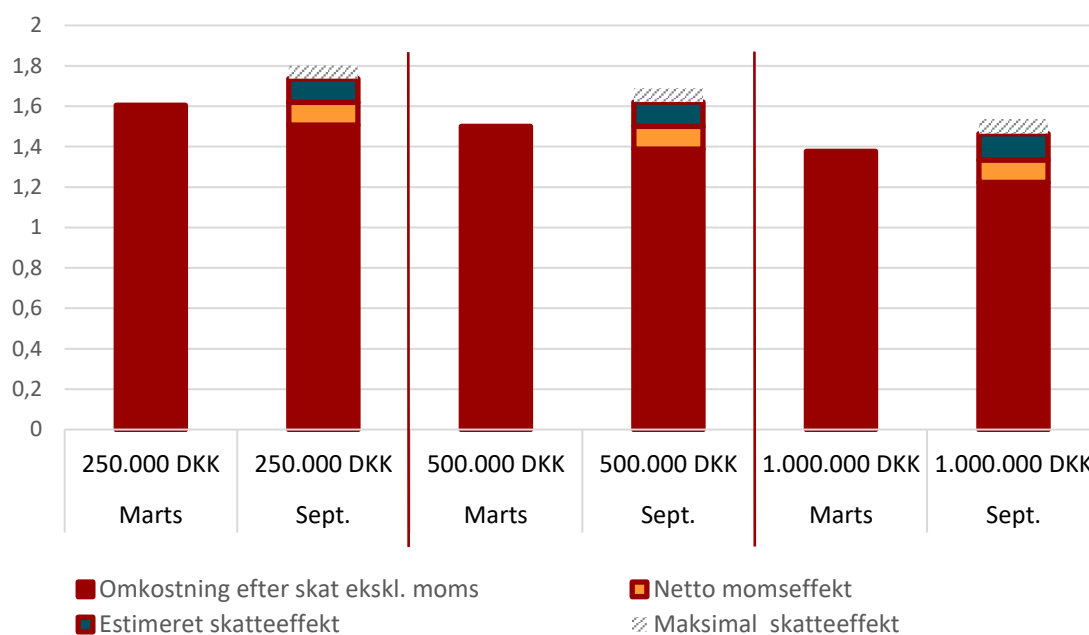
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 11 viser omkostningsprocenterne for den gennemsnitlige danske detailinvestor med porteføljepleje og lav risiko i tre forskellige formuesegmenter pr. marts og september 2017. Figuren tager højde for moms og estimeret skat, og den samlede moms- og skatteeffekt er illustreret særskilt.

Figuren viser, som ventet, at omkostningerne falder, i takt med at formuerne stiger, både før og efter forbuddet. Figuren viser desuden, at gennemsnitsinvestoren i lav risiko har en højere omkostningsprocent efter provisionsforbuddet end før i alle tre formuegrupper, når der tages højde for moms og estimeret skat. Moms og estimeret skatteeffekt er væsentlige faktorer bag, at det er blevet dyrere for gennemsnitsinvestoren efter forbuddet.

Figur 12 svarer til figur 11, men gælder gennemsnitsinvestoren i mellem risiko. Figuren viser, at omkostningsprocenten for gennemsnitsinvestoren i mellem risiko er væsentlig højere end i lav risiko, og at omkostningsprocenten falder, i takt med at formuen stiger. Figuren viser desuden, at alle tre formuesegmenter har en højere omkostningsprocent efter forbuddet. Forskellene kan dog primært henføres til skatte- og momseffekten af, at omkostningerne er blevet flyttet fra fondene til porteføljeplejeordninger. Den del af omkostningsprocenten, der tilgår pengeinstituttet, er faldet i alle tre formuesegmenter, og stigningen i de samlede omkostninger efter forbuddet i mellem risiko er væsentligt lavere end i segmentet lav risiko, jf. figur 11.

Figur 12: Omkostningsprocenter for gennemsnitsinvestorer med mellem risiko, formuepleje frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i mellem risiko, når der er taget højde for moms og estimeret skat. Den estimerede skatteeffekt og momseffekten er de forøgede effekter, som følge af at betalingerne er blevet omlagt fra være provisioner til at være gebyrer direkte i porteføljeplejeordningen.

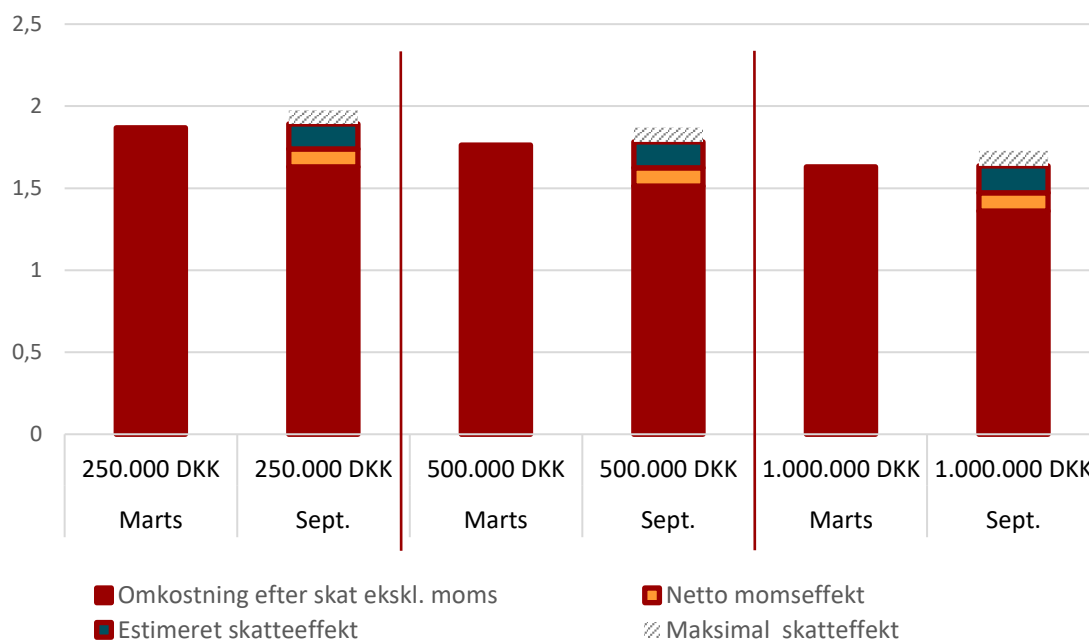
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 13 svarer til figur 11 og 12, men gælder gennemsnitsinvestorer i høj risiko. I dette risikosegment er omkostningerne for gennemsnitsinvestoren nogenlunde uændrede efter forbuddet, når der tages højde for moms og estimeret skat.

Også her er omkostningsprocenten væsentligt højere end for gennemsnitsinvestoren i de mindre risikofyldte plejeordninger, ligesom omkostningsprocenten falder i takt med stigende

formue. I dette segment afstår pengeinstitutterne gennemsnitligt estimeret indtjening (den røde boks), der svarer til hele moms- og estimeret skatteeffekt, så investor er stillet på samme måde som før forbuddet. Forskellen på effekten i segmentet høj risiko og segmentet mellem risiko er betydelig.

Figur 13: Omkostningsprocenter for gennemsnitsinvestorer med høj risiko, formuepleje frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i høj risiko, når der er taget højde for moms og estimeret skat. Den estimerede skatteeffekt og momseffekten er de forøgede effekter, som følge af at betalingerne er blevet omlagt fra være provisioner til at være gebyrer direkte i porteføljeplejeordningen.

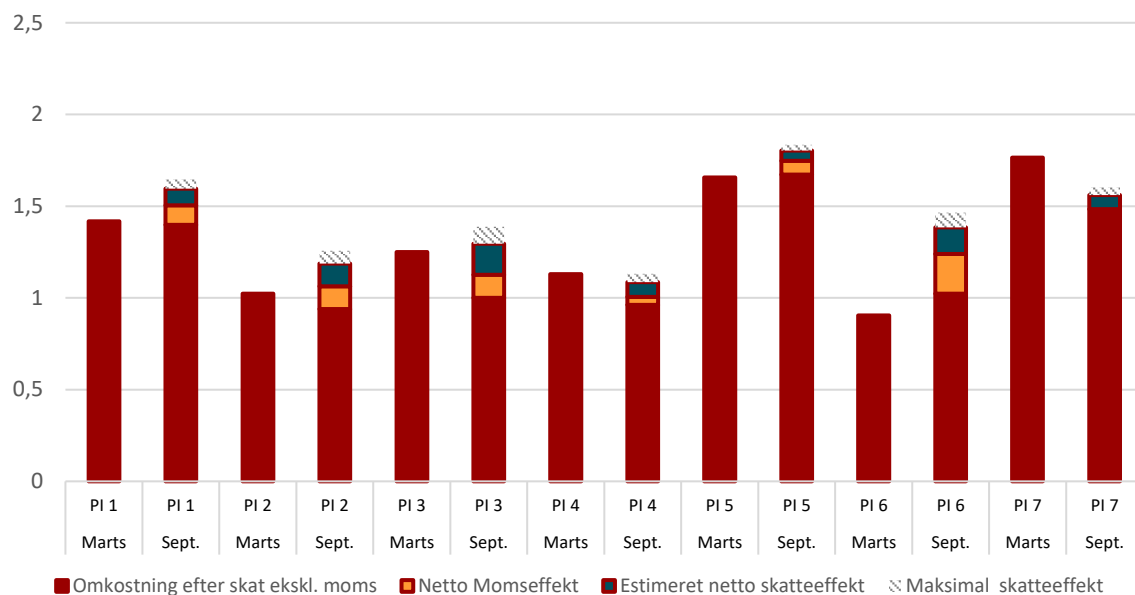
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Resultaterne ovenfor for de ni investortyper skal dog ses i lyset af væsentlige forskelle i omkostninger i de syv pengeinstitutter, der indgår i analysen, og dermed i gennemsnitsbetragtningerne.

Figurene 14 og 15 illustrerer forskellene mellem de to ekstremer i analysen, hhv. lav formue (250.000 kr.) og lav risiko, og høj formue (1.000.000 kr.) og høj risiko. Figurene illustrerer, i lighed med de foregående, moms- og skatteeffekten af forbuddet på omkostningsprocenterne for de to investortyper.

Figur 14 viser forskellene på omkostningerne for porteføljeplejekunder i lav risiko og lav formue mellem de syv pengeinstitutter, der indgår i analysen. Figuren illustrerer, at der er væsentlig spredning i omkostningsprocenterne efter moms og estimeret skat på tværs af pengeinstitutterne. Figuren viser dog også, at pengeinstitutternes indtjeningsandel for fem ud af syv institutter er faldet, illustreret ved den røde søjle. Det er med andre ord primært skatteeffekten og momseffekten, der giver en stigende nettoomkostningsprocent for fem ud af syv institutter for investortypen med 250.000 kr. i lav risiko.

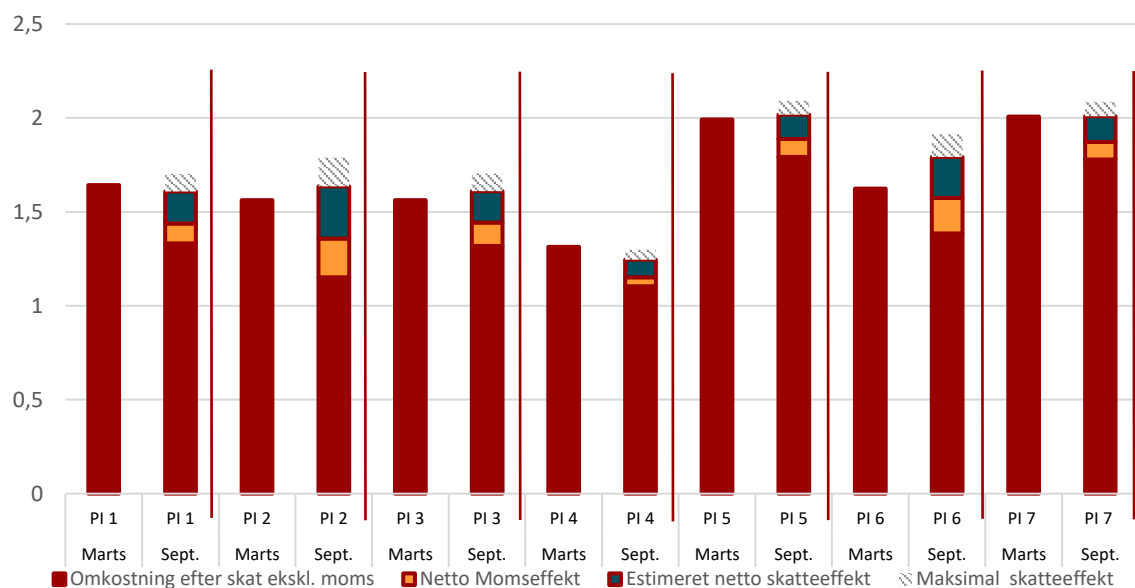
Figur 14: Omkostningsprocenter pr. distributør, lav formue og risiko, formuepleje frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i lav risiko og lav formue for de syv pengeinstitutter, når der er taget højde for moms og estimeret skat. Den estimerede skatteeffekt og momseffekten er de forøgede effekter, som følge af at betalingerne er blevet omlagt fra være provisioner til at være gebyrer direkte i porteføljeplejeordningen.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 15 viser investortypen med høj formue og høj risiko. Omkostningsprocenten efter skat og moms er stort set uændret for seks ud af de syv pengeinstitutter.

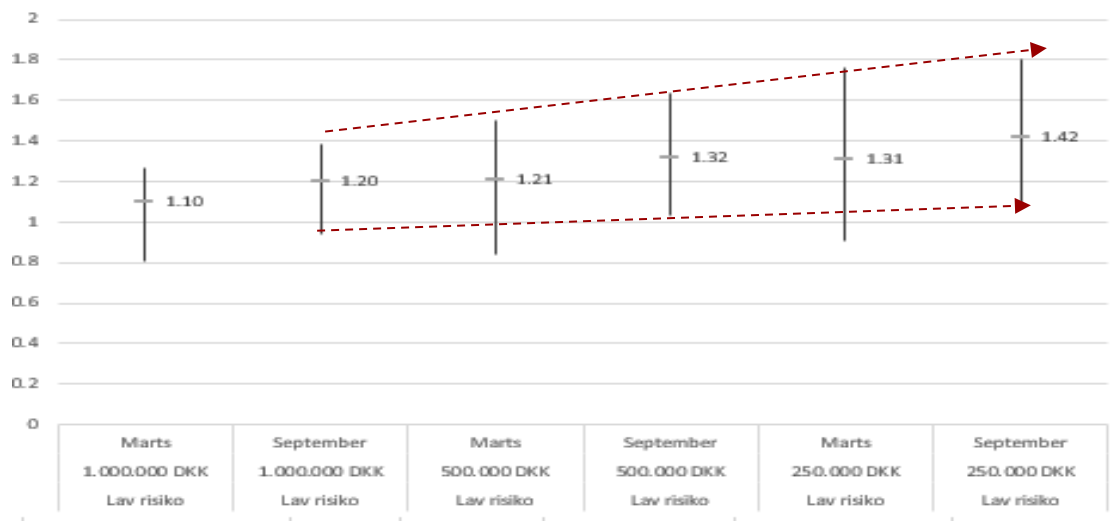
Figur 15: Omkostningsprocenter pr. distributør, høj formue og risiko, formuepleje frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser omkostningsprocenter for standardplejeordninger i høj risiko og stor formue for de syv pengeinstitutter, når der er taget højde for moms og estimeret skat. Den estimerede skatteeffekt og momseffekten er de forøgede effekter, som følge af at betalingerne er blevet omlagt fra være provisioner til at være gebyrer direkte i porteføljeplejeordningen.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Der er dog væsentlige forskelle på niveauet for omkostningsprocenten såvel før som efter forbuddet. For seks ud af syv pengeinstitutter i analysen er omkostningsprocenten før skat og moms efter forbuddet sænket så meget, at investortypen har nogenlunde den samme gennemsnitlige omkostningsprocent efter skat og moms efter forbuddet. Pengeinstitutterne har med andre ord absorberet stort set hele skatte- og momseffekten for denne investortype.

Figur 16: Spredning i omkostningsprocenter for lav risiko, plejeordning frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017

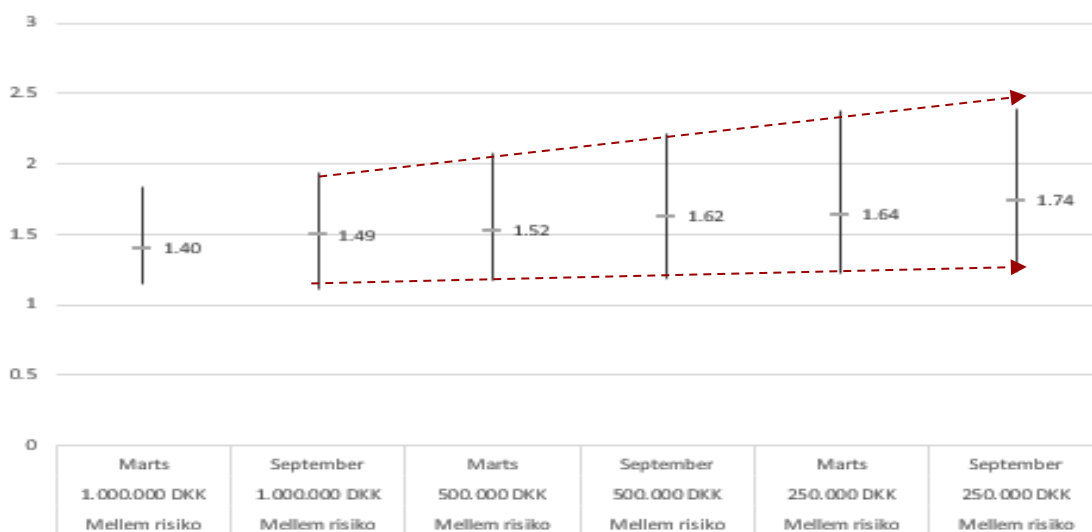


Note: Figuren viser spredningen i omkostningsprocenter for standardplejeordninger i lav risiko for de syv pengeinstitutter, når der er taget højde for skat.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

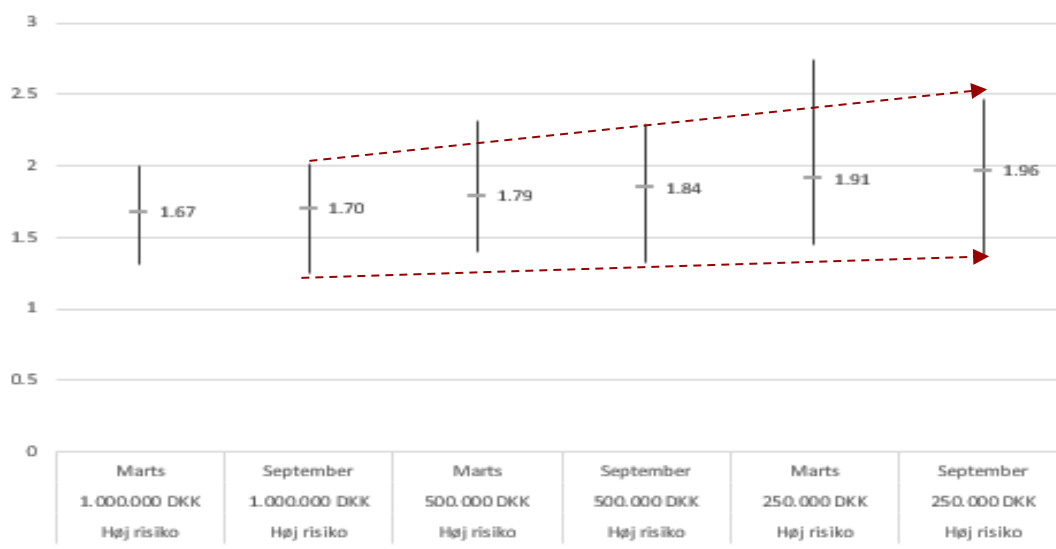
Figur 16-18 viser forskellene på omkostningsprocenter på de tre niveauer af risiko på de tre niveauer af formue i hhv. marts og september 2017. De lodrette markeringer viser det simple gennemsnit for de syv institutter for den pågældende investortype.

Figur 17: Spredning i omkostningsprocenter for mellem risiko, plejeordning frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser spredningen i omkostningsprocenter for standardplejeordninger i mellem risiko for de syv pengeinstitutter, når der er taget højde for skat.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 18: Spredning i omkostningsprocenter for høj risiko, plejeordning frie midler pr. 31. marts og 30. september 2017



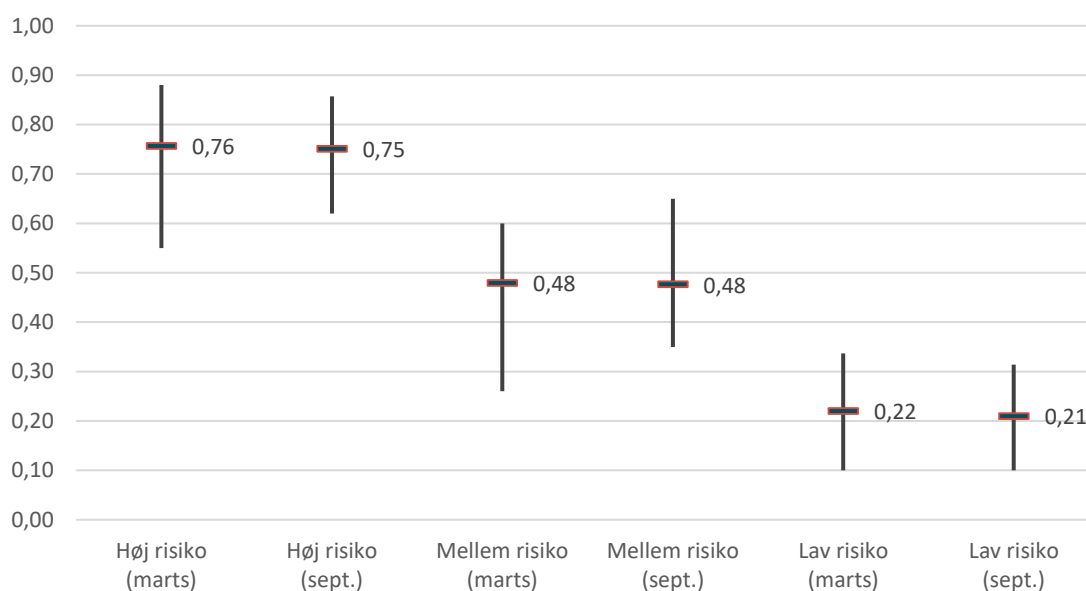
Note: Figuren viser spredningen i omkostningsprocenter for standardplejeordninger i høj risiko for de syv pengeinstitutter, når der er taget højde for skat.
Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figureerne viser, at den største spredning i omkostningsprocenter er i de mindste formuer. Det gælder såvel før som efter forbuddet og for alle tre risikoklasser.

6.4 Korrektion for forskelle i plejeordningernes risiko

Figur 7 viser den faktiske risiko målt på aktieandele i de standardplejeordninger, som pengeinstitutterne har indberettet data for. Plejeordningerne ligger gennemsnitligt med en risiko, der matcher investortyperne målt på aktieandele, dvs. hhv. 80 pct. i høj risiko, 50 pct. i mellem risiko og 20 pct. i lav risiko. Der er dog en vis spredning i risikospektret for plejeordningerne i hver risikokategori såvel i marts som i september. Der er sket visse reallokeringer i institutternes plejeprodukter fra marts til september, specielt er spredningen i høj risiko indsnævret. Primært model 2- pengeinstitutter har i forbindelse med, at forbuddet trådte i kraft, lagt om i standardplejeordningerne for at gøre dem mere markedskonforme i allokeringen, jf. bilag 1. De vandrette streger og tilhørende værdier udgør ikkeformuevægtede middelværdier.

Figur 7: Spredning på aktieandele i standardplejeordninger pr. 31. marts og 30. september 2017



Note: Figuren viser spredningen i aktieandelene i pengeinstitutternes standardporteføljeplejeordninger. De røde vandrette niveauer angiver det simple gennemsnit.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

To pengeinstitutter har udenlandske værdipapirer og fonde i deres standardplejeordninger, som udgør hhv. 17 pct. og 9 pct. i mellem risiko. De udenlandske værdipapirer samlet set på tværs af de syv pengeinstitutter udgør mindre end 1 pct. af formuen i standardplejeordningerne i mellem risiko.

Analysens tidligere afsnit viste, at risikoprofil er væsentlig for omkostninger i plejeordningerne. Allokeringsskiftene inden for hver risikokategori i plejeordningerne mellem marts og september har betydning for spredningen i omkostningsprocenter institutterne imellem.

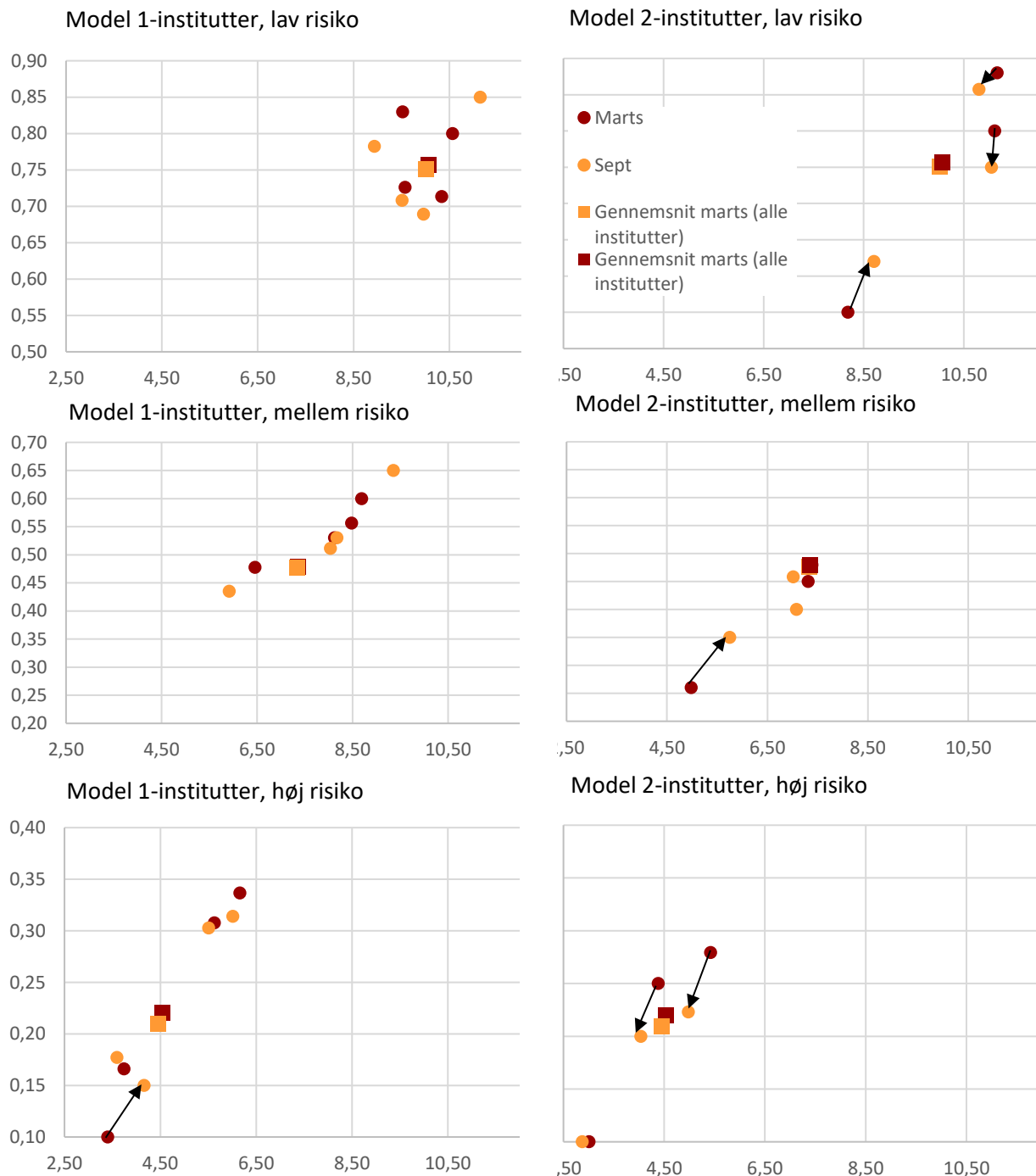
Samtlige analyser af omkostninger er derfor også gennemført med en korrektion for spredningen på risiko i standardplejeordningerne for investortyperne for at validere og kvalitetssikre analyseresultaterne. Metoden bag korrektionen er beskrevet i bilag 2.

Resultaterne for de ni investortyper efter korrektion for risikoeksponering afviger ikke væsentligt fra de ikke-korrigerede resultater. Korrektionen medfører en lidt mindre spredning på omkostningsprocenter institutterne imellem både før og efter forbuddet. Dette underbygger, at forskellen i faktisk risikoeksponering forklarer en del af forskellene i omkostningsprocenter institutterne imellem inden for hver risikokategori.

Bilag

Bilag 1: Risiko i standardporteføljeplejeordningerne

Figurene illustrerer bevægelsen i plejeordningernes risiko målt ved aktieandele (y-akse) og treårige standardafvigelser. Disse afvigelser er beregnet som et formuevægtet gennemsnit af de treårige standardafvigelser i de underliggende fonde i plejeordningerne. Pilene viser de mest markante ændringer i retning af mere markedskonform risikoeksponering.



Bilag 2: Metode og datagrundlag

Første del af undersøgelsen bygger på indberetninger fra samtlige danske investeringsforvaltningsselskaber (IFS'er), der er under tilsyn af Finanstilsynet. Selskaberne er blevet spurgt om omkostninger i deres fonde, som inkluderer 395 afdelinger og 498 underliggende andelsklasser. Anden del af undersøgelsen bygger på indberetninger fra syv udvalgte pengeinstitutter.

Valg af periode

Undersøgelsen tager udgangspunkt i to datoer, hhv. den 31. marts 2017 og den 30. september 2017, dvs. tre måneder før og efter, at provisionsforbuddet trådte i kraft. Finanstilsynet har forventet en omlægningsproces i perioden op til forbuddet i relation til både fondene (mht. omkostninger) og i porteføljeplejeordningerne (mht. kunder og eventuelle pristilpasninger). De to datoer er derfor valgt som målepunkter for at få et rent billede af markedet og dermed på bedst mulig måde belyse eventuelle tiltag og justeringer fra IFS'ernes og pengeinstitutternes side kort før og efter, at forbuddet trådte i kraft.

Datamateriale – del 1

Det indsendte materiale fra IFS'erne dækker over de samlede fondsomkostninger på afdelings- og andelsklasseniveau. De samlede fondsomkostninger er opdelt i tre hovedkategorier: Administration, investeringsforvaltning og "Tredjepartsbetalinger i MiFID II regi", der dækker over betalinger for distribution, markedsføring og formidling. Enkelte omkostningsposter indgår ikke i undersøgelsen, hvilket gælder omkostninger i forbindelse med handel, herunder emissionstillæg og indløsningsfradrag samt eventuelle performance fees i fondene.

Selskaberne har samtidig indsendt informationer om varetagelse af delegerede opgaver, herunder administration og investeringsforvaltning, i deres fonde under forvaltning. Hvis IFS'et har delegeret hele eller dele af afdelingens eller andelsklassens administration og/eller investeringsforvaltning til én eller flere eksterne selskaber (f.eks. et pengeinstitut eller et fondsmæglerselskab), er dette angivet ved CVR-nummeret på det selskab, der varetager opgaven.

Alle oplysninger for hver afdeling og andelsklasse er indberettet for både den 31. marts og den 30. september 2017. Referencer til den 30. september 2017 gælder værdierne efter, at provisionsforbuddet trådte i kraft.

Finanstilsynet har sammenholdt de indberettede data med de faste indberetninger fra selskaber under tilsyn, f.eks. investeringsstrategi og om en afdeling eller andelsklasse er børsnoteret eller ej.

De indberettede værdier for hver periode er blevet sammenlignet på tværs af markedet med særligt fokus på de provisionsfrie (clean) afdelinger og andelsklasser, der er direkte berørt af provisionsforbuddet. "Direkte berørt" vedrører i denne sammenhæng afdelinger, der enten er nyoprettede eller konverteret til clean, eller som er nyoprettede clean andelsklasser. Dermed er hovedfokus i første del af undersøgelsen på godt 61 pct. af den samlede formue i clean fonde i september. Det svarer til omkring en tredjedel af formuen på hele det danske UCITS-investeringsmarked.

Datamateriale – del 2

Finanstilsynet bad syv udvalgte pengeinstitutter om data til anden del af undersøgelsen. De syv institutter estimeres at opbevare knap 70 pct. af den samlede investerede formue blandt detailkunder.

Indberetningen faldt i tre dele:

1. Data for detailkunders formuer og antal depoter fordelt på typer af investeringsservice hhv. den 31. marts og den 30. september 2017
2. Omkostningsdata vedrørende ni typer af detailkunder, der har placeret frie midler i standardporteføljeplejeprodukter hhv. den 31. marts og den 30. september 2017. Desuden har pengeinstitutterne indberettet de underliggende værdipapirer og deres respektive vægte i standardporteføljeplejeprodukterne
3. Skriftlige redegørelser, der indeholder forklaring af de indberettede data.

Finanstilsynet har ud fra betragtninger om risiko, relevans og indberetningsbyrde fokuseret undersøgelsen på detailkunder og omkostningsanalysen på pengeinstitutternes standardplejeprodukter til detailkundesegmentet.

Ad 1) Redegørelsen omfattede en totaltælling af antal detailkunder målt på depoter og formue i hhv. marts og september 2017 i plejeprodukter, puljer og anden investeringsservice. Anden investeringsservice udgør en residual og omfatter execution only og investering med rådgivning. Analysegrundlaget kan derfor betragtes som en totaltælling af detailkundedepoter og formue i de syv pengeinstitutter. Pengeinstitutterne er udvalgt for at opnå så bred dækning som muligt på hhv. totalformue og forretningsmodeller.

Ad 2) Foruden spørgsmål om totalformue svarede pengeinstitutterne på spørgsmål om omkostninger i deres standardporteføljeplejeprodukter til detailkunder med frie midler. Kunderne var opdelt i ni standardtyper fordelt på risiko og formue ultimo marts og september 2017. Netop risiko og formue er centrale parametre for prisen på porteføljeplejeordninger. De ni investortyper er udvalgt for at give et så ensartet sammenligningsgrundlag som muligt på tværs af pengeinstitutterne. Udgangspunktet var at skabe et fair sammenligningsgrundlag på baggrund af de omkostningstrapper, pengeinstitutterne generelt har for hhv. formue og risiko i deres prisstruktur for porteføljepleje.

Omkostningsanalysen betragter dermed ni typer af detailinvestorer fordelt på formuer og risiko. Analysen omfatter investorer med hhv. 250.000 kr., 500.000 kr. og 1.000.000 kr. i plejeordninger og i tre risikoklasser, fordelt på lav, mellem og høj risiko¹⁶. Der er alene taget udgangspunkt i omkostningssatser i pengeinstitutternes primære plejeprodukt til disse investorsegmenter. Analysen omfatter ikke samtlige omkostningselementer for investor, idet analysen ser bort fra emissions- og indløsningsomkostninger samt handelsomkostninger. Dette er et bevidst fravalg, fordi analysen fokuserer på ændringer i, og ikke niveauet af, omkostningerne.

¹⁶ Høj risiko=80 pct. aktier, mellem risiko=50 pct. aktier og lav risiko=20 pct. aktier.

Antagelser og beregninger

Første del af undersøgelsen inddrager en række antagelser og korrektioner i data.

Flere IFS'er har valgt andelsklassemetoden i etableringen af clean fonde. Det betyder, at der er blevet oprettet mange andelsklasser, helt konkret 147, fra marts til september. Det medfører, at der mangler data for disse andelsklasser for marts, fordi de endnu ikke eksisterede. Dette problem er løst ved, at hver nyoprettet andelsklasse har fået tildelt de samme karakteristika og omkostningssatser i marts, som den eksisterende afdeling havde i marts. På den måde kan en ændring fra marts til september på andelsklasseniveau blive belyst.

Enkelte investeringsforvaltningsselskaber havde gennemført nogle få ændringer som følge af provisionsforbuddet før den valgte dato i denne analyse (den 31. marts 2017). Disse provisionsfrie afdelinger og andelsklasser vil derfor indgå i datasættet, som om der ikke er sket en ændring som følge af provisionsforbuddet, idet de vil være clean i både marts og september.

Anden del af undersøgelsen inddrager en række antagelser og beregninger.

Gennemsnitsinvestor

Finanstilsynet har formuevægtet omkostningssatserne fra de syv pengeinstitutter med formuen i porteføljepleje for det pågældende formuesegment på den pågældende dato for at få et billede af gennemsnitsinvestoren på markedet. Analysen beskriver dermed omkostningsændringerne for den danske gennemsnitsinvestor i de tre formuesegmenter og de tre risikoprofiler under antagelse af, at de syv pengeinstitutter udgør hele det danske detailmarked for porteføljeplejeprodukter.

Moms

Omkostningsanalysen udskiller moms. Moms beregnes af plejegebyret på plejeordningerne i hhv. marts og september 2017. Figur 11-15 viser differencen mellem momsbetaling i marts og september. Denne andel af moms-merbetaling af den samlede omkostningsprocent efter moms og skat vises i september.

Estimeret skat

Den skattemæssige behandling af frie midler i plejeordninger baseret på underliggende investeringsforeninger afhænger af, om investeringsforeningerne er udbyttebetalende og aktiebaseret, udbyttebetalende og obligationsbaseret, eller akkumulerende. Langt de fleste afdelinger i plejeordningerne i analysen er udbyttebetalende.

Udbyttebetalende og aktiebaseret:

Udbytter og gevinster eller tab beskattes som aktieindkomst. Aktieindkomst op til 52.900 kr. (sats i 2017) beskattes med 27 pct. Aktieindkomst, der overstiger 52.900 kr., beskattes med 42 pct. Grænsen for samlevende ægtefæller er det dobbelte.

Antagelser: I beregningen af skatteeffekten anvendes den lave skattesats på 27 pct., som svarer til, at investortypernes aktieindkomst ikke overstiger 52.900 kr. for enlige og 105.800 kr. for samlevende ægtefæller. Denne antagelse er konservativ, men selv investoren i den

højeste formueklasse i analysen med 1.000.000 kr. i plejeordninger (enlig) skal have et afkast på mere end 5,29 pct., før skattesatsen overstiger de 27 pct. (her antages, at investortypen kun har aktieindkomst fra denne plejeordning). Denne kundetype vil eksempelvis opleve en skattesats på 32,1 pct. med et afkast på 8 pct., hvilket ikke rykker væsentligt ved analysens konklusioner. Der er dog i det højeste formue- og risikosegment en mindre tendens til, at analysen undervurderer skatteeffekten, men den vurderes marginal.

Udbyttebetalende og obligationsbaseret samt akkumulerende investeringsforeninger:

Gevinst på beviser i obligationsbaserede udbyttebetalende investeringsforeninger beskattes som kapitalindkomst. Skatten er derfor afhængig af porteføljeplejekundens øvrige kapitalindkomst. Hvis kunden samlet set har negativ nettokapitalindkomst (f.eks. pga. store renteudgifter på et realkreditlån), vil skatten udgøre fra 27 pct. (beløb under -50.000 kr.) til 34 pct. (beløb over -50.000 kr.). Hvis nettokapitalindkomsten er positiv, vil beskatningen udgøre fra 38 pct. (beløb under 43.800 kr. eller 87.600 kr. for ægtefæller) til 42 pct. (beløb over 43.800 kr. eller 87.600 kr. for ægtefæller) på det høje progressionstrin.

Gevinst og tab på investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes efter lagerprincippet og som kapitalindkomst. Det betyder, at årets realiserede og urealiserede kursgevinster samt kurstab opgøres ved årets udgang.

Antagelser: I beregningerne af skatteeffekten af udbyttebetalende investeringsforeninger og akkumulerende investeringsforeninger antages en flad skat på 27 pct. for alle ni investortyper. Dermed behandles udbyttebetalende obligationsafdelinger skattemæssigt på linje med udbyttebetalende aktieafdelinger i estimeringen af skatteeffekten. Hermed antages et konservativt estimat for skatteeffekten. Igen vil der være en marginal tendens til, at skatteeffekten undervurderes for de formuende og risikovillige investortyper.

Der beregnes en skatteeffekt på de omkostningsposter, der fragår i investors afkast i marts og i september 2017. I figur 11-15 vises differensen mellem skattefradrag i marts og september.

Figur 8-10 viser de gennemsnitlige omkostninger for de tre risikoklasser og formuesegmenter, men uden at tage højde for estimeret skatteeffekt. Det betyder at omkostningsprocenterne sammenlignet med figur 11-15 er væsentlig højere i såvel marts som september for alle risikoklasser og formuesegmenter.

Korrektion for risikospredning

For at korrigere for diversifikationen af risikoeksponering inden for hver risikokategori er porteføljerne revægtet sådan, at alle plejeordninger rammer de samme risikomål bestemt ved aktieandele i plejeordningerne, altså hhv. 80 pct. i høj risiko, 50 pct. i mellem risiko og 20 pct. i lav risiko. Finanstilsynet har fået indberettet CI-omkostningsprocenterne i de underliggende fonde både i marts og september 2017. Den nye omkostningsprocent, der kommer fra fondene i plejeordningerne ved de nye standardiserede allokeringer, er derfor beregnet. Den samlede omkostningsprocent for plejeordningerne er dermed korrigeret uden at ændre plejegebyerne, og på den baggrund er en ny omkostningsprocent og en ny skatte- og momseffekt beregnet.