

Kollektive investeringer

# Markedsudvikling 2016

## Indholdsfortegnelse

|                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Sammenfatning .....                                                                           | 3  |
| 2. Generel udvikling i 2016 for kollektive investeringer .....                                   | 5  |
| 3. Udvikling i danske investeringsforeninger i 2016 .....                                        | 11 |
| 4. Udvikling i alternative investeringsfonde .....                                               | 14 |
| Tema 1: Danske aktive fonde udgør langt det meste af danskernes formue i investeringsfonde ..... | 17 |
| Tema 2: Nye MiFID II-regler skal styrke investorbeskyttelsen .....                               | 27 |
| Tema 3: Risikostyring af likviditeten i danske investeringsforeninger .....                      | 30 |
| Appendiks .....                                                                                  | 35 |

## 1. Sammenfatning

Kollektive investeringer er blevet danskernes foretrukne investeringsprodukt til opsparing. Formuen placeret i traditionelle kollektive investeringer i danske fonde er stigende, og ved udgangen af 2016 udgjorde den næsten 2.050 mia. kr. Derudover havde andre alternative investeringsfonde ca. 86 mia. kr. under forvaltning.

Kollektive investeringer dækker over investeringsforeninger (UCITS) og alternative investeringsfonde (AIF). UCITS henvender sig især til detailinvestorer og har kun mulighed for at investere direkte i traditionelle værdipapirer (aktier og obligationer) uden brug af gearing og derivater. AIF'erne udgøres af kapitalforeninger, der også investerer i traditionelle værdipapirer, samt andre alternative investeringsfonde, såsom private equity-fonde og ejendomsfonde. AIF'erne er mindre stramt reguleret end UCITS hvad angår investeringsmulighederne, og de er primært henvendt til professionelle investorer.

### Risikoen er steget i de kollektive investeringer

I de senere år er risikoen steget for formuen placeret i kollektive investeringer. Det afspejles dels i, at formuen er steget i investeringsfonde, som traditionelt har haft højere risici, dels i at der er sket en forskydning i formuen mod mere risikable aktivtyper. Bevægelsen mod højere risiko skal ses i lyset af de senere års lavrentemiljø, som i stigende grad har bevirket søgen efter afkast på mere risikable markeder.

Danske UCITS-aktiefonde leverede i 2016 et gennemsnitligt afkast før omkostninger på 7,3 pct.<sup>1</sup> Det var noget lavere end det gennemsnitlige afkast på 14 pct. i de foregående fire år. Særligt fondene fokuseret på det danske marked klarede sig dårligere end i 2012-2015. Obligationfondene klarede sig omvendt bedre i 2016 end i de foregående år, og deres gennemsnitlige afkast var 5,6 pct. mod 3,3 pct. i 2012-2015.

Generelt har 2016 været præget af, at fonde fokuseret på udenlandske værdipapirer – modsat tidligere år – har opnået et betydeligt bedre afkast end de dansk fokuserede fonde.

### Danske aktive fonde udgør det meste af danskernes formue i investeringsfonde

Aktive fonde står for over 95 pct. af danskernes ejerskab i investeringsfonde. Dermed står passive fonde for en meget lille andel, også når der sammenlignes med udlandet.

Samtidig investerer danske husholdninger primært i danske fonde, mens forsikrings- og pensionselskaberne er mere tilbøjelige til at investere i udenlandske fonde.

Den meget begrænsede brug af passive fonde og den høje home bias giver anledning til at overveje, om danske investorer har sammensat det optimale mix af investeringsfonde.

---

<sup>1</sup> Finanstilsynet får indberetninger for bl.a. afkast og omkostninger fra danske UCITS, men ikke fra AIF'er.

## **Nye MiFID II-regler skal styrke investorbeskyttelsen**

Den 1. juli 2017 bliver det i Danmark forbudt for banker og øvrige distributører at modtage provisionsbetalinger fra en tredjepart, f.eks. en investeringsforening, når de køber et investeringsprodukt i forbindelse med porteføljepleje for en kunde. Formålet er at fjerne distributørens incitament til at handle mod kundens bedste interesse.

Investeringsforeninger, forvaltere af alternative investeringsfonde, banker og fondsmæglere er i gang med at tilpasse deres forretningsmodeller til de nye regler. Som konsekvens af de nye regler har flere investeringsforeninger oprettet nye andelsklasser og blandede (provisionsbetalende) investeringsforeningsafdelinger. Finanstilsynet vil følge denne udvikling.

## **Risikostyring af likviditeten i danske investeringsforeninger**

Finanstilsynet undersøgte i efteråret 2016 risikostyringen af likviditeten i danske investeringsforvaltningsselskaber og deres underliggende UCITS-fonde.

Baggrunden for undersøgelsen var bl.a. de seneste års meget lave renter, der har gjort det nødvendigt for forvalterne at gentænke investeringsstrategierne i deres fonde. Det har bidraget til, at det internationalt er observeret, at fonde indenfor alle aktivklasser har bevæget sig længere ud ad risikokurven i deres søgen efter afkast, hvilket formentligt har medvirket til, at likvidetsrisiciene i fondene er øget.

Undersøgelsen viste, at likviditetsstyringen primært afhænger af investeringsstrategien i den enkelte afdeling, og at forskellige forhold (f.eks. utilstrækkelig datakvalitet) besværliggør styringen og overvågningen af likviditeten i visse obligationsfonde. Samtidig viste undersøgelsen, at der i danske investeringsforeninger historisk kun har været indløsningspres, som kunne håndteres uden større tilpasninger.

## 2. Generel udvikling i 2016 for kollektive investeringer

### Hvad er kollektive investeringer?

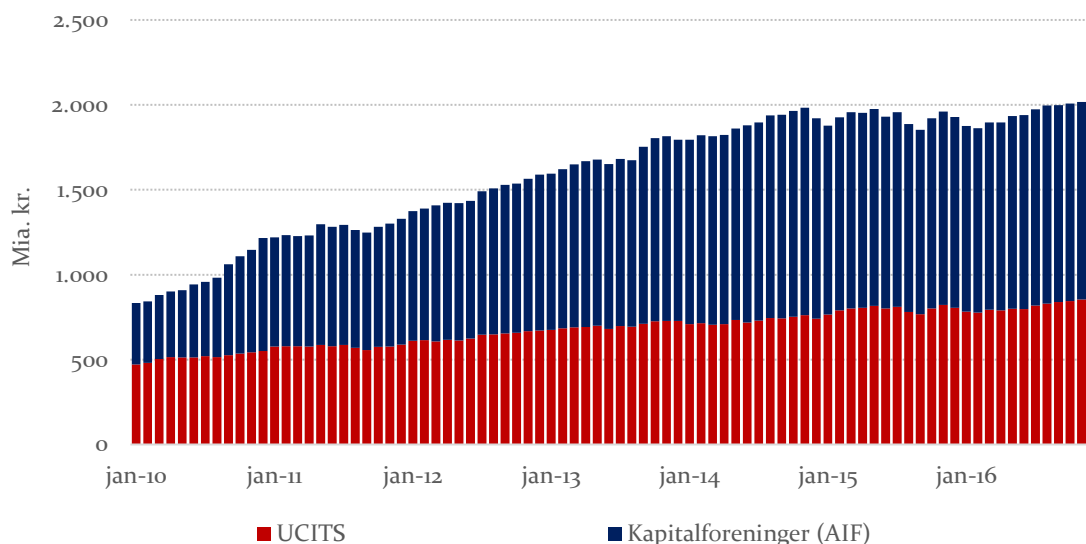
Kollektive investeringer dækker over traditionelle investeringsforeninger (UCITS) og alternative investeringsfonde (AIF). AIF'erne inkluderer både kapitalforeninger og andre AIF'er. De to typer AIF'er er underlagt de samme lovkrav, men kapitalforeningerne ligner i højere grad UCITS, fordi de også udelukkende investerer i traditionelle værdipapirer. Andre AIF'er dækker over fonde, der investerer i andre aktiver end traditionelle værdipapirer. Det inkluderer bl.a. private equity, ejendomme, råvarer og infrastruktur.

I dette afsnit ses der bort fra andre AIF'er, når udviklingen i de kollektive investeringer analyseres. Det skyldes, at der sammenlignet med kapitalforeningerne er forskelle i indberetninger, ligesom datahistorikken for disse er kortere, jf. boks 1. Desuden er Finanstilsynet ved at implementere en række kontroller for at højne datakvaliteten og sikre konsistens med det historiske data. I relation til dette analyseres andre AIF'er særskilt i afsnit 4.

### Formuen vokser i både investerings- og kapitalforeningerne

Den samlede medlemsformue placeret i både UCITS og kapitalforeninger er fortsat i vækst, jf. figur 1.<sup>2</sup> Der er nogle mindre udsving i formuen over tid, men det overordnede billede er, at formuen er steget i en længere årrække, bl.a. drevet af danskernes pensionsindbetalinger.

**Figur 1: Formuen placeret i kollektive investeringer steg igen i 2016**



Note: Andre AIF'er er ikke inkluderet, da Finanstilsynet historisk ikke har modtaget indberetninger på medlemsformuen, jf. Finanstilsynet (2016), "Markedsudviklingen i 2015 for kollektive investeringer."

Kilde: Finanstilsynet.

I UCITS voksede medlemsformuen i 2016 med godt 67 mia. kr., og den var ved udgangen af året 873 mia. kr. I kapitalforeningerne steg medlemsformuen med knap 48 mia. kroner til 1.171

<sup>2</sup> Medlemsformuen dækker over investorernes indskudte midler i investeringsfondene og er således et passiv på fondenes balance.

mia. kroner ultimo 2016. Væksten i UCITS kan tilskrives 85 pct. nettoindskud og 15 pct. værditilvækst. For kapitalforeningerne skyldes væksten udelukkende værditilvækst, da der skete et nettosalg af kapitalforeninger.

### **Boks 1: Indberetninger til Finanstilsynet**

#### **Indberetninger for UCITS og kapitalforeninger**

Finanstilsynet og Nationalbanken får indberetninger fra investeringsfundsbranchen – den såkaldte IF-statistik. Indberetningerne indsamles på afdelingsniveau og har til formål at give indsigt i de enkelte fondes forretningsmodel. Indberetningerne omfatter bl.a. resultatopgørelse, balance, fondenes transaktioner, værdipapirbeholdning og diverse nøgletal.

IF-statistikken omfatter både danske UCITS og kapitalforeninger. Sidstnævnte kan både være traditionelle kapitalforeninger, der investerer i aktier og obligationer, og også hedge- og pengemarkedsfonde. Betingelsen er, at forvalterne har tilladelse, og at afdelingen i vedtægterne er angivet som en kapitalforening. Indberetningskravene afhænger af fondstype. Det er eksempelvis kun UCITS, der skal indberette den årlige resultatopgørelse, udspecificere administrationsomkostninger samt indberette nøgletalsskemaet.

Indberetningerne bliver løbende revideret. Den seneste tilpasning blev foretaget efter høring af Investeringsfundsbranchen (IFB) og investeringsforeningssektoren primo 2017 og vil blive effektueret primo 2018. Revisionen indebærer bl.a., at investeringsforeninger fremover skal indberette information på andelsklasseniveau og med højere frekvens, samt nye nøgletal for risiko og performance. Derudover er en række af de tidligere indberetningskrav udgået.

#### **Indberetninger fra forvaltere af alternative investeringsfonde**

Forvaltere af alternative investeringsfonde har siden ultimo 2015 været forpligtet til at indberette forskellige data til Finanstilsynet for både forvaltningsselskabet og de underliggende fonde. Indberetningen er koordineret på europæisk plan af Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) og har til formål at sikre, at systemiske risici kan monitoreres og evalueres samt gøre det muligt at analysere bevægelserne på markedet på europæisk plan.

Indberetningen omfatter både kapitalforeninger og andre AIF-typer – private equity-fonde, ejendomsfonde, infrastrukturfonde m.v. Omfanget og frekvensen af indberetningen afhænger af fondens størrelse, og om den anvender gearing. Den samlede indberetning indeholder stamdata for forvalteren og de underliggende fonde samt information om fondenes investeringsstrategi, positioner, risiko og gearingsniveau m.v.

### **Kollektive investeringer er danskernes foretrukne produkt til opsparing**

De kollektive investeringer er de senere år blevet danskernes foretrukne investeringsprodukt til opsparing. Ved udgangen af 2016 stod de kollektive investeringer for 38 pct. af danskernes finansielle opsparing gennem ATP, forsikring og pension samt deres frie midler, jf. figur 2a.

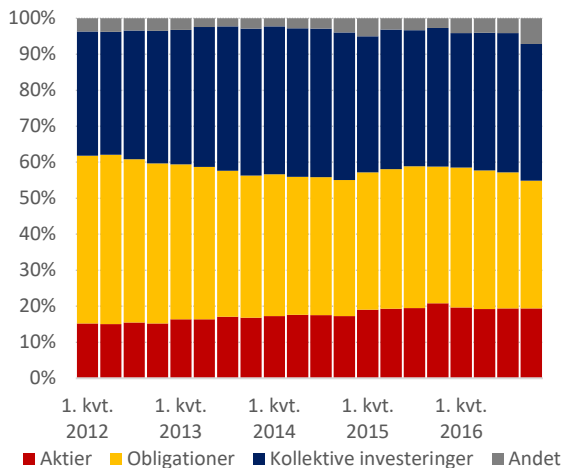
Fremgangen i de kollektive investeringer er især sket på bekostning af aftagende vækst i formuen placeret i obligationer. Det skal ses i sammenhæng med, at opsparingen i forsikrings-

og pensionsselskaberne i højere grad sker gennem markedsrenteprodukter, hvor aktier udgør en større andel sammenlignet med gennemsnitsrenteprodukter.<sup>3</sup> Bevægelsen fra markedsrente- til gennemsnitsprodukter har sandsynligvis også indflydelse på pensionskassernes valg af fonde.

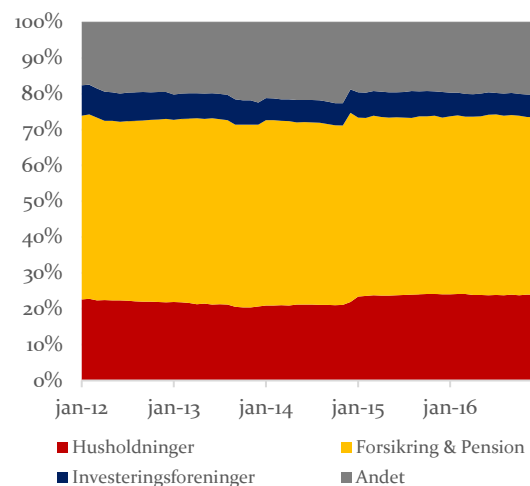
Stigningen i medlemsformuen for både UCITS og kapitalforeningerne er drevet af alle investorstørrelser, og investordelingen er stort set uændret fra 2012 til 2016, jf. figur 2b.

De primære investorer i investeringsfondene er forsikrings- og pensionssektoren, der ultimo 2016 ejede omkring halvdelen af formuen placeret i kollektive investeringer, og husholdningerne, som ejede knap en fjerdedel af formuen. Husholdningerne ejede 54 pct. af formuen i UCITS ultimo 2016, mens forsikring og pension ejede 81 pct. i kapitalforeningerne.<sup>4</sup>

**Figur 2a: Kollektive investeringer er det mest anvendte produkt til danskernes opsparing**



**Figur 2b: ... Investorfordelingen er uændret indenfor UCITS og kapitalforeninger**



Note: Figuren til venstre viser andelen af den danske opsparing i finansielle instrumenter fordelt på instrumenttype. Figuren til højre viser medlemsformuen i UCITS og kapitalforeninger fordelt på investortype.

Kilde: Finanstilsynet.

### Risikofyldte aktiver fylder mere i de kollektive investeringer

I de senere år har investorerne i UCITS og særligt i kapitalforeningerne bevæget sig i retning af større risici i deres investeringer. Det afspejler udviklingen i danskernes opsparing generelt og skal ses i lyset af de senere års lavrentemiljø, som i stigende grad har rykket investorenes eksponering i retning af mere risikable markeder.

Den højere risikotagning er bl.a. sket ved, at investorenes allokering imod fonde fokuseret på aktier er steget, jf. figur 3. Det gælder også blandede fonde, som investerer i både aktier og obligationer. Den seneste tids vækst i de blandede fonde kan potentielt tilskrives strukturelle

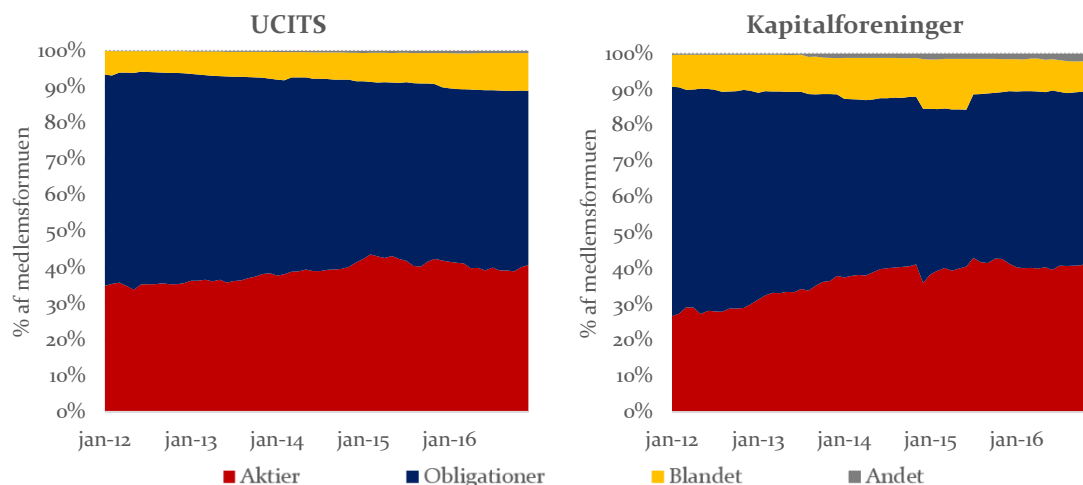
<sup>3</sup> Indbetalingerne til markedsrenteprodukter er steget markant i de senere år og udgør nu over 60 pct. af de samlede pensionsindbetalinger. Aktieandelen i markedsrenteprodukter er omkring 15 procentpoint højere end aktieandelen i gennemsnitsrenteprodukter. For mere information se Finanstilsynet (2017), "Pension når garantiene forsvinder", diskussionspapir.

<sup>4</sup> Indberetninger til Finanstilsynet og egne beregninger.

tilpasninger relaterede til MiFID II, jf. Tema 2: "Nye MiFID II-regler skal styrke investorbeskyttelsen" i denne artikel.

Formuefordelingen på tværs af aktivtyper har dog siden slutningen af 2015 været nogenlunde konstant. Der kan være flere årsager til denne opbremsning. De globale aktiemarkeder oplevede en korrektion i 2015, samtidig med at obligationsmarkederne igen blev stabile. Endelig blev en lille, men voksende, del af investorernes formue rettet mod andre alternativer end kollektive investeringer fokuseret på traditionelle værdipapirer.

**Figur 3: Forskydningen i retning af større andel aktier er ophørt**



Note: Figurerne viser medlemsformuen fordelt efter investeringspolitik for UCITS og kapitalforeninger. Ændringer i medlemsformuen inkluderer både køb og salg af investeringsforeningsbeviser, værdiændringer og udbyttebetalinger. Stigningen i januar 2015 i "Blandet" i figuren til højre skyldes, at en række afdelinger med aktier og obligationer ophørte ultimo 2014. Faldet senere på året skyldes, at to store blandede afdelinger overgik til at være henholdsvis aktie- og obligationsfonde.

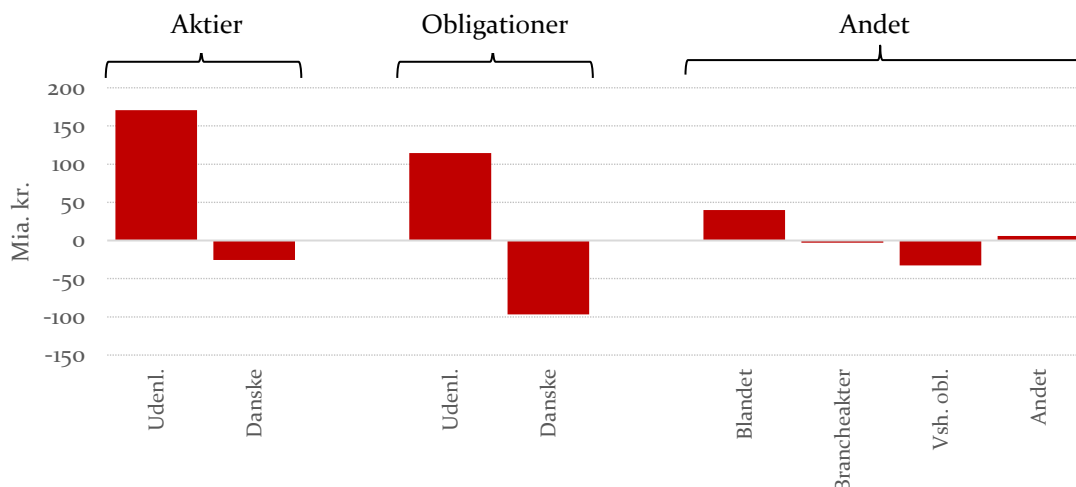
Kilde: Finanstilsynet.

Indenfor de enkelte aktivtyper er der sket en forskydning mod aktiver, som normalt betragtes som mere risikable. Figur 4 viser, at der siden 2012 kun har været nettokøb af investeringsforeningsbeviser i fonde fokuseret på udenlandske værdipapirer. Samtidigt er der sket et nettosalg af fonde fokuseret på danske aktier og obligationer.

Udviklingen illustrerer, at investorerne – udover at bevæge sig mod en mere risikofyldt allokering – også har fået en bredere eksponering på bl.a. geografi. I forhold til risici kan der her være to modsatrettede forhold, da en bredere diversificering mindsker sårbarhederne overfor udviklingen på de enkelte markeder, f.eks. det danske aktiemarked.

Det bemærkes, at bevægelsen mod udenlandske aktiver ikke i sig selv indebærer større risiko. Risikoen afhænger primært af den underliggende investering. En dansk aktie kan være lige så risikabel som eksempelvis en kinesisk aktie til trods for potentiel valutakursrisiko. Danske forvaltere bruger ofte eksterne rådgivere, hvilket formentligt mindsker potentielle forskelle i fondenes indsigt i forskellige markeder. Udenlandske investeringer kan dog omfatte investeringer på markeder med et mindre stabilt økonomisk klima end i Danmark, og det kan øge risiciene.

**Figur 4: Danske investorer har primært købt udenlandsk fokuserede fonde**



Note: Figuren viser nettokøbet i perioden 2012-2016 af investeringsforeningsbeviser fordelt på fondenes investeringsfokus. Branchefokuserede aktiefonde (fonde fokuseret på en specifik branche, f.eks. IT, miljø, medicinal mm.) og fonde fokuserede på virksomhedsobligationer (Vsh. obl.) kan inkludere både danske og udenlandske værdipapirer, som derfor ikke indgår i udenlandsk eller dansk fokuserede fonde i figuren. Danske aktiefonde inkluderer også fonde med et nordisk fokus.

Kilde: Finanstilsynet.

### Forskydning i formuen mod mere risikable sektorer

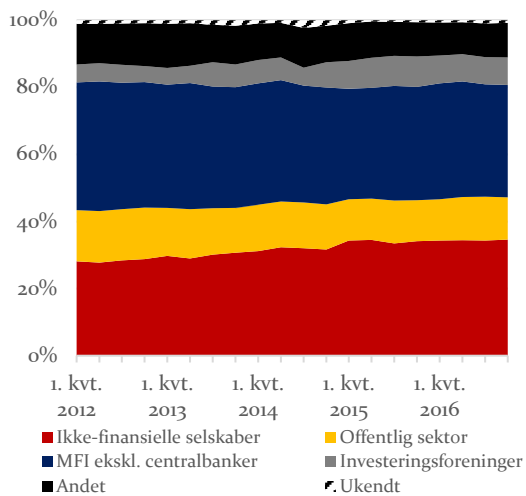
I de senere år har der været en forskydning i investeringsfondenes formue mod sektorer, der traditionelt må forventes at være mere risikable.

Ikke-finansielle selskabers andel af formuen i investeringsfondene er vokset til 35 pct. i slutningen af 2016, jf. figur 5a. Derudover har der været et fald i andelen af formuen placeret i MFI-sektoren, som i praksis er penge- og realkreditinstituttsektoren.

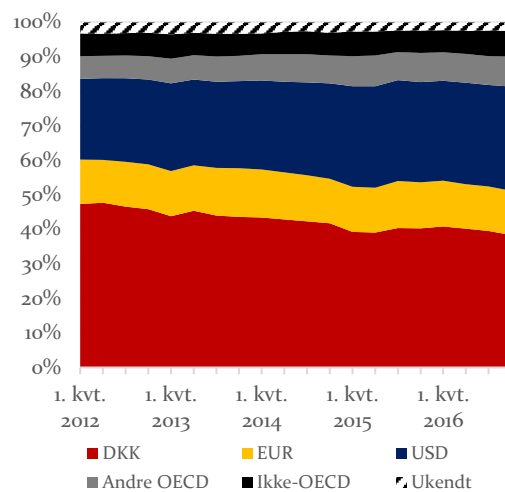
Samtidig er der sket en geografisk forskydning med hensyn til, hvor fondenes formue er placeret. Det kan indirekte ses ved figur 5b, hvor det fremgår, hvilken valuta aktiverne er i.

Danske aktivers andel er faldet med 9 procentpoint fra begyndelsen af 2012 til slutningen af 2016, mens der især er blevet investeret mere i aktiver i amerikanske dollars. Desuden har der været en stigning i valutaer fra OECD-lande, som ikke er euro, amerikanske dollars eller danske kroner.

**Figur 5a: Forskydning i fondenes formue fra MFI-sektoren til ikke-finansielle selskaber**



**Figur 5b: Forskydning fra danske kroner til især amerikanske dollars**



Note: Figurene viser andelen af medlemsformuen fordelt på sektor (til venstre) og valuta (til højre).

Kilde: Finanstilsynet.

Det er svært at konkludere, om disse forskydninger giver højere risici, da der ikke er data for de underliggende aktiver. MFI-selskaber regnes dog normalt for at være mere sikre end ikke-finansielle selskaber, og bevægelsen imod andre valutaer end den danske krone betyder alt andet lige, at porteføljeformere skal tage højde for flere faktorer. Det er dermed sandsynligt, at tendensen i retning af, at formuen er placeret mere risikofyldt, bliver forstærket, i takt med at fondene omlægges deres porteføljer i samme retning.

### 3. Udvikling i danske investeringsforeninger i 2016

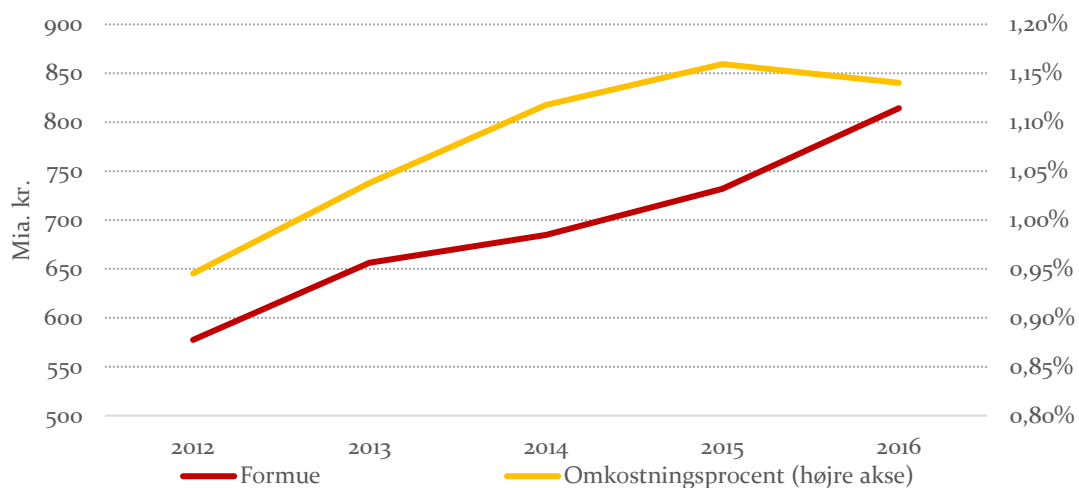
Investeringsforeninger (UCITS) henvender sig primært til husholdninger, der ultimo 2016 havde et direkte ejerskab på 54 pct. af den samlede formue i UCITS. De resterende investorgrupper ejede hver især under 10 pct. af den samlede medlemsformue.<sup>5</sup>

For husholdningerne kan der være en række fordele i at investere i en UCITS. Kunderne får bl.a. større diversificering af deres investeringer, professionelle porteføljeforvaltere til at investere for sig og en mindre arbejdsbyrde i forhold til, hvis de selv skulle forvalte deres portefølje.

#### Marginalt fald i omkostningerne pr. investeret krone

Omkostningsprocenten i danske investeringsforeninger faldt marginalt i 2016 efter en række år med stigninger, jf. figur 6. Omkostningsprocenten er et mål for prisen på investeringsforeningernes produkter, og den beregnes som forholdet mellem fondens administrative omkostninger og den gennemsnitlige medlemsformue i løbet af året.

**Figur 6: Marginalt fald i omkostninger pr. investeret krone i danske UCITS i 2016**



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

Kilde: Finanstilsynet.

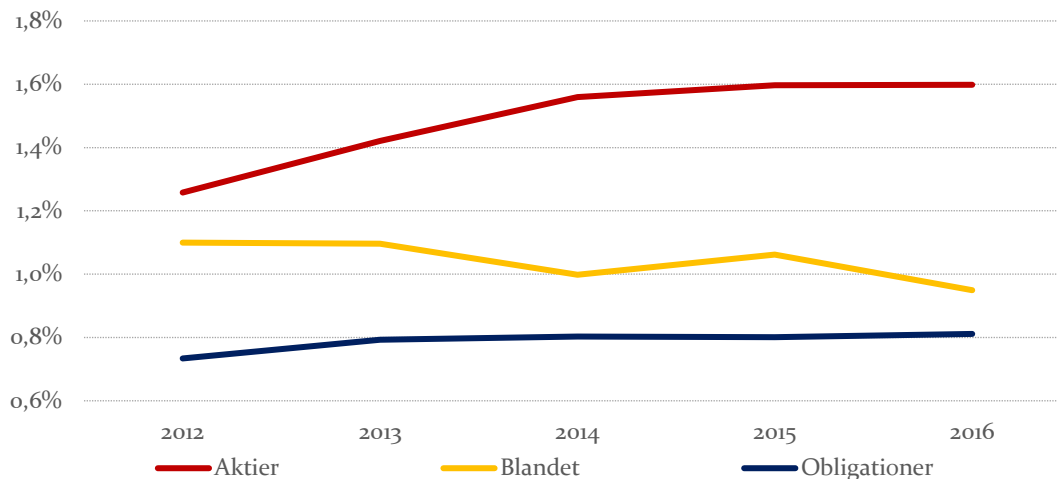
Det marginale fald i omkostningsprocenten i danske investeringsforeninger fra 2015 til 2016 skyldes to effekter.

For det første afspejler det, at de blandede fonde har oplevet et mindre fald i omkostninger pr. investeret krone, jf. figur 7. Det skyldtes, at medlemsformuen voksede mere end de administrative omkostninger. I både aktie- og obligationsfondene var omkostningsprocenten uændret fra 2015 til 2016.

<sup>5</sup> Baseret på indberetninger til Finanstilsynet og egne beregninger. De resterende investorgrupper omfatter forsikring og pension, andre finansielle formidlere, ikke-finansielle selskaber, investeringsforeninger, MFI ekskl. centralbanker, offentlig sektor og en residualgruppe.

For det andet har der fra 2015 til 2016 været en mindre forskydning i den gennemsnitlige medlemsformue på årsbasis fra aktiefondene mod blandede fonde og obligationsfonde, som begge i gennemsnit har lavere omkostningsprocenter end aktiefondene.

**Figur 7: Fald i omkostningsprocenten hos blandede fonde**



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

Kilde: Finanstilsynet.

Sammensætningen af formuen har betydning for den samlede omkostningsprocent, fordi der er betydelige forskelle i omkostningsprocenterne på tværs af fonde, afhængigt af om der er tale om en aktiefond, obligationsfond eller blandet fond. Det skyldes til dels, at opsætningen omkring en fond varierer afhængigt af investeringspolitik. Aktiefonde har eksempelvis generelt højere handels- og driftsomkostninger end obligationsfonde. Samtidig har det betydning, at omkring 90 pct. af aktiefondene på det danske marked er aktivt forvaltede, jf. Tema 1: "Danske aktive fonde udgør langt det meste af danskernes formue i investeringsfonde" i denne artikel, da aktivt forvaltede fonde generelt har højere omkostninger end passivt forvaltede fonde.

### 2016 var et relativt godt år for obligationsfonde og mindre godt for aktiefonde

I 2016 har de danske aktiefonde på tværs af investeringsstrategier generelt leveret et betydeligt lavere afkast end deres gennemsnitlige afkast i perioden 2012-2015, jf. figur 8a. Særligt aktiefondene fokuseret på det danske marked har klaret sig under niveau, og de gav i gennemsnit et afkast på ca. 2 pct. i 2016. Det skal ses i sammenhæng med, at f.eks. C20 Cap-indekset på Nasdaq Copenhagen faldt marginalt i løbet af året.

Obligationsfondene har derimod klaret sig over niveau i 2016, og de gav et afkast på 5,6 pct., som er noget over gennemsnittet på 3,3 pct. i de fire foregående år.

Kombinationen af, at aktiefondene har haft et mindre godt år, mens obligationsfondene har klaret sig relativt godt sammenlignet med tidligere år, kan være en del af forklaringen på stagnationen i investorernes eksponering imod aktiefonde i 2016, jf. afsnit 2.

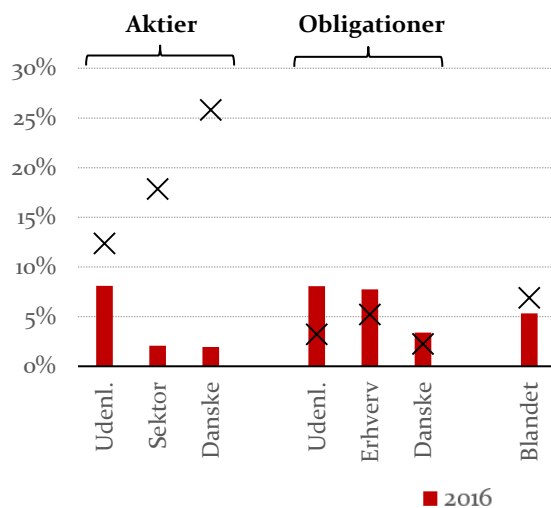
Generelt har 2016 været præget af, at fonde fokuseret på udenlandske værdipapirer – modsat de foregående år – har opnået et betydeligt højere afkast end de dansk fokuserede fonde.

Det er vigtigt at bemærke, at afkastene varierer betydeligt fra år til år, og at et godt afkast ét år ikke nødvendigvis medfører et godt afkast de følgende år – eller omvendt.

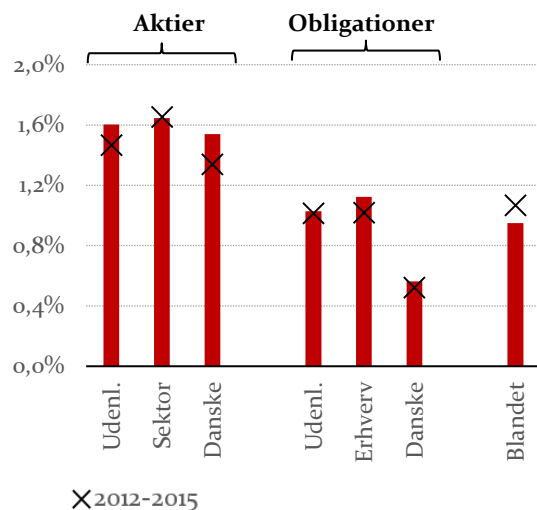
Omkostningsprocenterne er generelt steget for både udenlandsk og dansk fokuserede aktiefonde, jf. figur 8b. Det mindsker det for investorerne i forvejen lave afkast i 2016 yderligere.

Omkostningerne i obligationsfondene ligger omvendt på nogenlunde samme niveau i årene 2012-2016, bortset fra en mindre stigning for erhvervsobligationsfondene. Dermed var 2016 et relativt godt år for investorer i danske fonde med fokus på obligationer, fordi afkastet var relativt højt og omkostningerne stort set uændrede.

**Figur 8a: Afkast i 2016 lavere for aktiefonde og højere for obligationsfondene end i foregående år**



**Figur 8b: Omkostningsprocenterne generelt lidt højere i 2016 end i foregående år**



Note: Afkast- og omkostningsprocenterne i de enkelte år er beregnet som vægtede gennemsnit fordelt på medlemsformuen. Gennemsnittet for 2012-2015 er beregnet som det aritmetiske gennemsnit. Afkastprocenten er før omkostninger og angiver den relative vækst i den indre værdi pr. andel inkl. udlodning pr. andel. Omkostningsprocenten beregnes som de administrative omkostninger i forhold til den gennemsnitlige medlemsformue i løbet af året. Sektorfokuserede aktiefonde (fonde fokuseret på en specifik sektor, f.eks. IT, miljø, medicinal) og erhvervsfokuserede obligationsfonde kan inkludere både danske og udenlandske værdipapirer, som derfor ikke indgår i udenlandsk eller dansk fokuserede fonde i figuren. Danske aktiefonde inkluderer også fonde med et nordisk fokus.

Kilde: Finanstilsynet.

## 4. Udvikling i alternative investeringsfonde

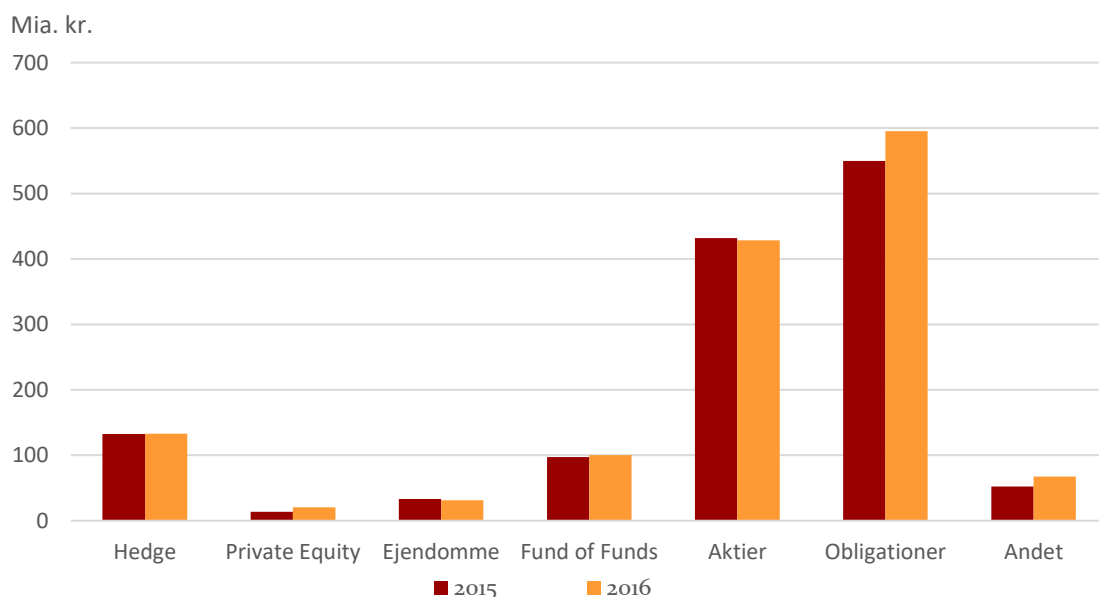
Formuen under forvaltning i de alternative investeringsfonde (AIF'er) med danske forvaltere er vokset 5 pct. i 2016 til 1.376 mia. kr. ved årets udgang.<sup>6</sup>

Langt størstedelen af formuen i AIF'er ligger i kapitalforeninger, mens kun 86 mia. kr., svarende til 6,2 pct. af den samlede AIF-formue, ligger i andre AIF'er. Det er dog en stigning i forhold til året før, hvor andelen var 4,8 pct. Der er altså sket en forskydning af formuen i AIF'er fra kapitalforeningerne i retning mod de alternative fonde med andre investeringsstrategier.

Den samlede formue i AIF'er er fordelt på fonde med meget forskellige investeringsstrategier, jf. boks 2. Næsten tre fjerdedele af formuen er dog placeret i fonde, hvor den primære investeringsstrategi er indenfor aktier eller obligationer, jf. figur 9.

Formuen i fonde med en investeringsstrategi indenfor obligationer er steget med 46 mia. kr. i 2016, og de står dermed for mere end to tredjedele af væksten i AIF'ernes samlede formue.

**Figur 9: Størstedelen af AIF-formuen er placeret i traditionelle værdipapirer**



Note: Formue under forvaltning (assets under management) i danske AIF'er (både registrerede og med tilladelse) fordelt på fondenes primære investeringsstrategi. Kategorierne Aktier, Obligationer og Andet er underkategorier i den primære investeringsstrategi Andre. I de tilfælde, hvor indberetningerne for en AIF endnu ikke foreligger for 2016, antages det, at formuen i 2016 er identisk med formuen i 2015.

Kilde: Finanstilsynet.

Formuen i infrastrukturfonde er mere end fordoblet i 2016 med en stigning fra knap 3 mia. kr. ved udgangen af 2015 til godt 6 mia. kr. et år senere. Fordoblingen af formuen skyldes hovedsageligt nye indskudte penge i allerede eksisterende fonde.

<sup>6</sup> Formuen under forvaltning (assets under management) dækker over de alternative investeringsfondes eksponering og inkluderer således også aktiver erhvervet ved brug af gearing og gennem derivater.

## **Boks 2: Alternative investeringsfonde dækker meget forskellige fondstyper**

De alternative investeringsfondes investeringsstrategier kategoriseres i henhold til lovgivningen overordnet i fem primære investeringsstrategier: Hedge, Private equity, Ejendomme, Fund of Funds og Andre. Nedenfor 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. En hedgefond kendetegnes 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 bygger på opkøb af selskaber. Formålet er at videreudvikle og justere selskaberne og dermed tilføre værdi, så de senere kan videresælges med fortjeneste eller børsnoteres. Det varierer, hvilke typer af selskaber en private equity-fond er ude efter. Typiske opkøbskandidater kan være virksomheder i opstartsfasen, der arbejder på at udvikle et produkt, eller mere etablerede virksomheder, 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.

### **Fund of Funds**

Fund of Funds er en investeringsstrategi, hvor hovedparten af fondens portefølje består af positioner i andre fonde. Det sker i stedet for direkte investeringer i de underliggende aktiver, såsom aktier eller obligationer.

### **Andre**

Kategorien dækker over fonde med et specifikt fokus på aktier og/eller obligationer (hovedsageligt kapitalforeninger) eller andre aktivtyper, såsom råvarer eller infrastruktur, og hvor den primære investeringsstrategi ikke kan karakteriseres som hverken Hedge, Private equity, Ejendomme eller Fund of Funds.

## **Private equity-fonde er i vækst**

Fonde med primær investeringsstrategi indenfor private equity har haft en stigning i formuen på omkring 40 pct. fra ca. 12 mia. kr. ved udgangen af 2015 til ca. 17 mia. kr. et år senere. Den markante udvikling er især drevet af et øget antal nye fonde med private equity som investeringsstrategi.

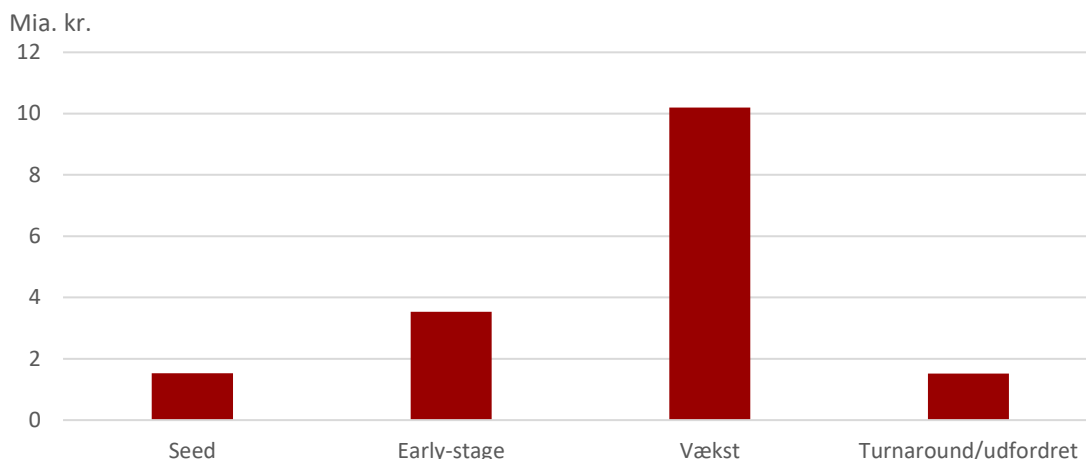
Investeringsstrategien i en private equity-fond bygger på opkøb af selskaber med det formål at videreudvikle og justere selskaberne, så der opnås værdiskabelse, jf. boks 2. Hvilke virk-

somheder fonden gerne vil købe, afhænger af den enkelte fonds investeringsfokus og kompetencer, og opkøbskandidaterne kan spænde bredt fra iværksættervirksomheder til mere etablerede selskaber.

Næsten to tredjedele af formuen i danske private equity-fonde er placeret i fonde med fokus på mindre og mellemstore virksomheder, som de vurderer har et stort vækst- og udviklingspotentiale, jf. figur 10. Sådant en virksomhed kan typisk have haft høj vækst i en årrække, men har brug for en kapitalindsprøjtning for eksempelvis at opnå en bedre positionering på markedet eller forøge sin omsætning og dermed sikre værdiskabelse.

Det er vanskeligt at vurdere risikoen for disse selskaber, men de må alt andet lige forventes at være mere sikre end selskaber, der er i den spæde opstartsfase og endnu ikke har lanceret et produkt på markedet.

**Figur 10: Danske private equity-fonde har især fokus på etablerede selskaber**



Note: Overordnet investerer private equity fonde i selskaber, som de vurderer har et stort vækst- og udviklingspotentiale. Figuren illustrerer formue under forvaltning (assets under management) fordelt på private equity fondenes primære investeringsfokus vurderet ud fra det enkelte selskabs hjemmeside og udbudsmateriale. Seed-fasen dækker over iværksættervirksomheder, der befinder sig i start-up fasen. Early-stage dækker over selskaber, der er tæt på eller har fået et produkt på markedet. Vækst dækker overordnet mere etablerede selskaber med et stort vækst- og udviklingspotentiale. Turnaround/udfordret dækker etablerede og ældre virksomheder, som f.eks. står over for et generationsskifte, eller hvor markedsvilkår gør, at den nuværende ledelse har vanskeligt ved at videreudvikle forretningen.

Kilde: Finanstilsynet og selskabernes egne oplysninger.

### Især professionelle investorer i AIF'er

Det er primært professionelle investorer<sup>7</sup>, der investerer i AIF'er. Det er ensbetydende med, at husholdningerne og private investorer fortsat foretrækker at investere i UCITS-fonde, hvilket er i tråd med det oprindelige formål med lovgivningen. Endvidere indikerer det, at den generelle tendens til jagt på afkast ikke har udmøntet sig i et skifte for husholdningernes frie midler mod AIF'er, men kun et skifte mod mere risikable fonde indenfor UCITS-regimet, jf. afsnit 2.

Husholdningernes formue i AIF'er udgør derfor en mindre del af den samlede formue under forvaltning i AIF'er. Indberetningerne til Finanstilsynet viser, at husholdningernes formue i AIF'er er investeret via fonde med investeringsstrategier indenfor aktier og obligationer samt via hedgefonde.

<sup>7</sup> Professionel investor defineres her som en investor med en investeret formue over 100.000 euro.

## Tema 1: Danske aktive fonde udgør langt det meste af danskernes formue i investeringsfonde

Danske investorer, heriblandt husholdninger samt forsikrings- og pensionsselskaber, ejer for ca. 2.300 mia. kr. i investeringsfonde. Det svarer til omkring 38 pct. af danskernes konsoliderede finansielle formue. Det er derfor vigtigt, at danskerne ejer de rigtige produkter i investeringsfondene vurderet i forhold til f.eks. afkast, omkostninger, risikoprofil, investeringshorisont osv.

Aktive fonde står for over 95 pct. af danskernes ejerskab i investeringsfonde. Dermed står passive fonde for en meget lille andel, også når man sammenligner med udlandet. Samtidigt investerer de danske husholdninger primært i danske fonde, mens forsikrings- og pensions-selskaberne er mere tilbøjelige til at investere i udenlandske fonde.

Den meget begrænsede brug af passive fonde og den høje home bias giver anledning til at overveje, om danske investorer har sammensat det optimale mix af investeringsfonde.

### Hvad er aktive og passive investeringsfonde?

Aktive og passive fonde adskiller sig fra hinanden ved den måde, de forvalter den administrerede formue på. Forskellene kan have afgørende betydning for, hvilken fondstype der stiller en investor bedst med hensyn til risikoprofil, investeringshorisont m.v. En investor bør derfor altid vurdere, om en fonds strategi passer med hans præferencer.

En passiv fond er kendetegnet ved, at den replikerer porteføljesammensætningen bag et bestemt benchmark. C20 Cap-indekset på Nasdaq Copenhagen er et eksempel på et benchmark. Den passive fond ejer som udgangspunkt de samme aktiver, som er inkluderet i benchmarket, og vægter dem tilsvarende. Udgør en aktie f.eks. 5 pct. af det valgte benchmark, vil fonden i teorien placere 5 pct. af sin formue i samme aktie. Den passive fonds målsætning er således at ramme markedsafkastet.

En forvalter af en aktiv fond forsøger at få fonden til at give et merafkast i forhold til et valgt benchmark ved at købe og sælge forskellige aktiver på baggrund af markedsanalyser og forvalterens egne sonderinger af markedet. Modsat passive fonde behøver aktive fondes investeringer derfor ikke at tage udgangspunkt i faste regler og metoder som f.eks. indeksreplikering.

Udover rene aktive og passive fonde findes der også delvist aktive og delvist passive fonde. Et eksempel herpå kan være, hvis en fond investerer med udgangspunkt i kvantitative kriterier uden at involvere en forvalter og uden at være bundet op på et specifikt indeks.<sup>8</sup> Sådanne kvantitative kriterier kan f.eks. være, at der kun investeres i aktier med en price-earning ratio under et vist niveau eller i aktiver, hvor afkastet har været højt de sidste tre måneder.

---

<sup>8</sup> Eksempler herpå er fonde, der anvender strategier såsom Smart Beta, factor investing og enhanced index-strategier, ligesom nogle typer Exchange Traded Funds også kan betragtes som delvist aktive, jf. boks 3.

## **Passive fonde har typisk lavere omkostninger**

Den enkle konstruktion i passive fonde gør, at administrations- og handelsomkostningerne typisk er lavere end i aktive fonde. Det skyldes bl.a., at de passive fonde har lavere lønudgifter, fordi der ikke er behov for at udarbejde investeringsanalyser af forskellige aktiver, ligesom handlerne kan eksekveres af en algoritme. Aktive fonde har højere driftsomkostninger som følge af deres brug af forvaltere og analyser.<sup>9</sup>

De passive fonde foretager typisk færre handler, fordi der kun er behov for at handle ved emission og indløsning, eller hvis det fulgte indeks bliver ændret. Modsat har de aktive fonde typisk et mere hyppigt handelsmønster, som bl.a. er fordret af et ønske om at udskifte dårlige investeringer og afdække risici.

En fonds omkostninger afhænger også af den valgte strategi, aktivtype, markedsfokus m.v. Eksempelvis kan en fond, der ønsker at sælge en stor mængde mindre likvide aktiver, på grund af handelsstørrelsen være nødt til at sænke salgsprisen markant for at finde nok købere i markedet. Både aktive og passive fonde kan møde denne omkostning. En investor bør derfor være opmærksom på, om strategien i en fond medfører ekstra omkostninger. Det kan især være relevant for aktive fonde som følge af deres større investeringsfleksibilitet.

## **Aktive fonde kan forvaltes mere fleksibelt end passive fonde**

I passive fonde bestemmes aktivsammensætningen alene af det fulgte benchmark. Hvis benchmarket f.eks. inkluderer et nyt aktiv, skal fonden købe det pågældende aktiv. Forvaltere af aktive investeringsfonde har derimod flere muligheder for at beslutte, hvilke aktiver der skal indgå i fonden. Det betyder, at forvalteren kan købe et aktiv til fonden, hvis han vurderer, at det er attraktivt.

Samtidigt kan aktive fonde bedre efterkomme efterspørgslen på nicheprodukter såsom en speciel investeringsstrategi eller specifikke aktivtyper og investeringsmarkeder. De aktive fonde er nemlig ikke begrænset af, om der findes et benchmark, hvis underliggende aktiver på tilsvarende måde kan tilfredsstille den pågældende produktefterspørgsel. Det er dog muligt at få oprettet nye, skræddersyede benchmarks hos internationale udbydere af indeks. Denne løsning er dog dyr og forudsætter derfor, at fonden er tilstrækkelig stor til, at omkostningen kan deles ud på mange investeringskroner.

Den aktive forvalters større råderum for at investere giver også mulighed for at afdække fondens investeringer mod forskellige typer af risici ved at gøre brug af finansielle produkter, f.eks. derivater. Det øger mulighederne for at tilpasse fondens risikoeksponering og dermed gøre afkastet mere robust overfor forskellige begivenheder. Denne mulighed har den passive fond som udgangspunkt ikke, fordi det ligger i dens konstruktion, at den alene skal følge benchmarkets aktivsammensætning.

---

<sup>9</sup> Se Nikolaj Holdt Mikkelsen, 2016, 'European Fund Expenses are Decreasing in Percentage', Morningstar.

### Boks 3: Exchange Traded Funds

En Exchange Traded Fund (ETF) er en investeringsfond, der handles på børsen på samme måde som en aktie. Fonden replikerer et indeks for aktier, råvarer, valutaer eller en samling af forskellige aktiver. Modsat en aktivt forvaltet investeringsfond forsøger en ETF ikke at "slå" markedet.

ETF'en adskiller sig bl.a. fra de traditionelle passive og aktive investeringsforeninger på dens bagvedliggende struktur. I modsætning til traditionelle investeringsfonde er det ikke selve fonden, der køber de underliggende aktiver, men derimod store institutionelle investorer, som efterfølgende overdrager aktiverne til fonden. ETF'en udsteder herefter ETF-andele, som den institutionelle investor efterfølgende sælger til markedspriser på det sekundære marked. Forvalteren af en ETF har desuden typisk flere muligheder for at investere end de traditionelle investeringsfonde.

#### Markedet for Exchange Traded Funds er i kraftig vækst

Der udbydes ikke danske ETF'er, men danske investorer kan købe udenlandske ETF'er i Danmark og udlandet. I første kvartal 2017 ejede danske investorer ETF'er for godt 45 mia. kr., hvoraf husholdninger stod for 2,6 mia. kr. Værdien af ETF'er udgør dermed ca. 2 pct. af danskernes samlede formue i investeringsfonde og svarer til ca. 40 pct. af de passive fonde. Til sammenligning var den investerede formue i det samlede europæiske ETF-marked omkring 550 mia. euro ved udgangen af 2016. Det matcher formuen investeret i de traditionelle passive investeringsfonde.

ETF'ernes popularitet skal bl.a. ses i lyset af, at deres omkostningsprocent typisk er markant lavere end i de traditionelle investeringsfonde. Det skyldes, at ETF'erne har meget store formuer under forvaltning og dermed stordriftsfordele. Dertil er udbuddet af ETF'er stort og giver investorerne adgang til en lang række komplekse og eksotiske investeringer, som ikke er tilgængelige gennem traditionelle investeringsfonde.

#### Stor variation mellem ETF'ernes struktur og risikoprofil

De fleste ETF'er minder på en række parametre mest om traditionelle passive fonde, mens andre har mere tilfælles med aktive fonde. Desuden findes der ETF'er, der gør brug af finansielle instrumenter, som de traditionelle fonde ikke anvender. Disse ETF'er er typisk meget risikable.

En ETF, der investerer direkte i et indeks, kaldes en fysisk ETF. Fonden ejer helt eller delvist de underliggende aktiver i indekset og har en række egenskaber tilfælles med en passiv investeringsfond. Investorerne skal dog være opmærksomme på, at nogle fysiske ETF'er anvender gearing forstået sådan, at afkastet stiger med en faktor (typisk faktor 3), når indekset stiger. Omvendt falder fondens afkast også med samme faktor, når indekset falder. Gearede ETF'er er forbundet med høj risiko, da gearingen som følge af volatiliteten i det underliggende indeks kan medføre store udsving i fondens afkast.

I stedet for at investere direkte i et indeks, kan en ETF eje et derivat (f.eks. en swap). ETF'en replikerer dermed et indeks gennem komplekse modkøbshandler og ejer altså ikke de underliggende aktiver. Denne form for ETF kaldes en syntetisk ETF.<sup>10</sup> En syntetisk ETF har generelt en kompleks investeringsstruktur og en væsentligt højere risikoprofil end både den fysiske ETF og de traditionelle passive og aktive investeringsfonde. En syntetisk investeringsstrategi indebærer typisk en modpartsrisiko. Investorerne har normalt begrænset information om disse modparter, og det giver usikkerhed i forbindelse med risikovurderingen af den pågældende ETF.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Ifølge Morningstar Direct udgjorde de fysiske ETF'er 80 pct. af det europæiske ETF-marked ultimo 2016, mens de syntetiske ETF'er stod for de resterende 20 pct.

<sup>11</sup> ETF-strukturer og de mange nye typer af ETF'er, herunder syntetiske og gearede ETF'er, identificeres også af den irske centralbank som en af de væsentligste kilder til risici, jf. Central Bank of Ireland, 2017, 'Exchange Traded Funds'.

## Aktive og passive fonde kan sammen bidrage til velfungerende markeder

Om en investor vælger at investere i en aktiv eller passiv fond er en individuel beslutning og afhænger i høj grad af hans præferencer. For markedet som helhed kan det dog være en fordel, at der kan handles både aktive og passive fonde, og at udbuddet er tilstrækkeligt i forhold til efterspørgslen, da det kan påvirke markedsefficiensen positivt og bidrage til velfungerende markeder.

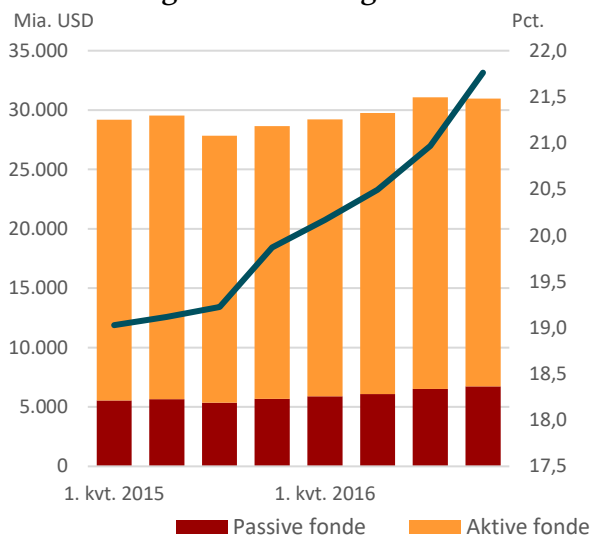
Aktive og passive fonde har forskellige egenskaber og er ikke nødvendigvis målrettet samme investorgruppe. De kan dog til en vis grad erstatte hinanden. Hvis en aktiv fond f.eks. har meget høje omkostninger, kan en investor foretrække at opgive fleksibiliteten i den aktive fond til fordel for de lavere omkostninger i en passiv fond.

Muligheden for, at investorerne kan skifte fra en aktiv til en passiv fond, kan lægge et pres på de aktive fonde og kan derved medføre, at kvaliteten af og prisen på ydelserne leveret af aktive fonde forbedres til fordel for investoren.

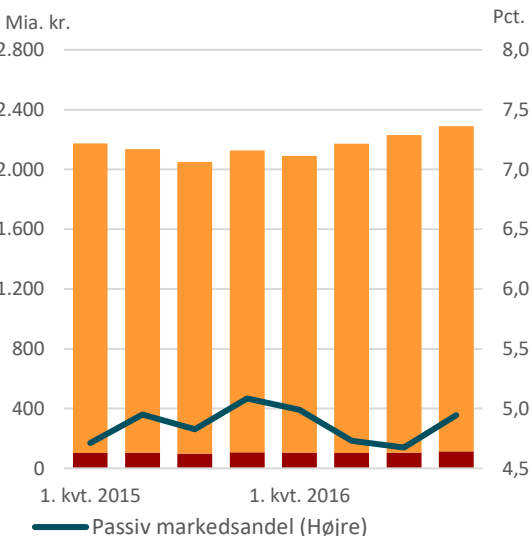
## Aktive fonde dominerer det danske marked for investeringsfonde

Passive fonde udgør en meget lille andel af danskernes beholdning af investeringsfonde sammenlignet med udlandet, jf. figur 11a og 11b.

**Figur 11a: Passive fonde udgør en stadig større andel globalt...**



**Figur 11b: ... men fylder kun lidt hos danske investorer**



Note: Globale henholdsvis danske investorers beholdninger af aktive og passive investeringsprodukter. Passive fonde er her defineret som fonde, hvis strategi er at følge et indeks. Datagrundlaget for danske tal er beskrevet i boks 4.

Kilde: Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank, Morningstar Direct, Bloomberg og Investeringsfondsbranchen.

De passive fonde har over en årrække vundet markedsandele fra de aktive fonde og udgjorde næsten 22 pct. af det globale investeringsfondsmarked i slutningen af 2016, jf. figur 11a. Udviklingen er i høj grad drevet af Exchange Traded Funds, bl.a. afledt af deres omkostningseffektivitet, se boks 3, samt nye og mere tilgængelige distributionskanaler for passive fonde.

Blandt danske investorer har passive fondes markedsandel ligget nogenlunde konstant i 2015 og 2016, og de udgjorde i slutningen af 2016 blot 5 pct. af den samlede beholdning af andele i investeringsfonde, hvilket svarer til ca. 110 mia. kr., jf. figur 11b.<sup>12</sup>

#### **Boks 4: Datagrundlag for danske beholdninger af investeringsfonde**

Data for danskernes andele i aktive og passive fonde er baseret på værdipapirstatistik på fondskodeniveau og udtræk fra Danmarks Nationalbank.

Værdipapirstatistikken er baseret på depotoplysninger fra VP Securities samt indberetninger fra de største ikke-finansielle og finansielle selskaber. Statistikken dækker på sektorniveau danskernes beholdning af danske investeringsforeningsbeviser i dansk depot samt udenlandske beviser i dansk depot. Beviser i udenlandske depoter indgår også for de største finansielle og ikke-finansielle selskaber, men ikke for husholdningerne. Det vurderes dog, at danske husholdningers andele i fonde placeret i udenlandske depoter er begrænsede.

Fonde kategoriseres som enten aktive eller passive ved at basere på indberetninger til Finanstilsynet, offentligt tilgængelige oplysninger fra Investeringsfondsbranchen samt de kommercielle platforme Bloomberg og Morningstar Direct.

Data dækker over bevisudstedende fonde, både noterede og unoterede, fra både ind- og udland. Beholdninger i ikke-bevisudstedende fonde indgår derved ikke i statistikken. Endvidere er alle typer fonde inkluderet, herunder aktie-, obligations- og blandede fonde mv.

#### **Passive fonde benyttes i mindre grad af de store danske investorgrupper**

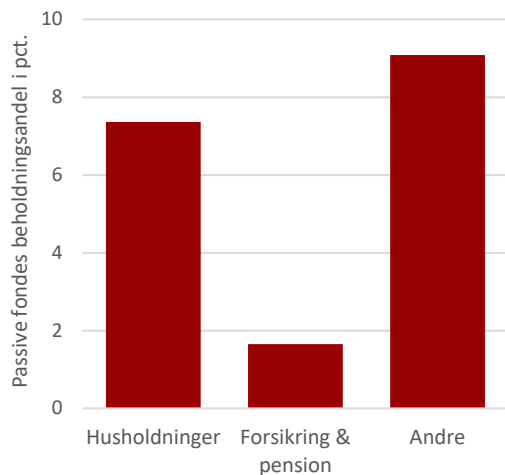
Danske investorer ejer kun i lav grad passive fonde, jf. figur 12a. Hvad angår forsikrings- og pensionsselskaberne kan den lave passive andel være et udtryk for et strategisk valg, bl.a. som følge af bedre tilpasnings- og afdækningsmuligheder. Store investorer kan desuden ofte indgå særskilte aftaler med forvaltere eller få oprettet dedikerede fonde, hvor f.eks. administrationsomkostningerne kan forhandles ned.<sup>13</sup>

Formuen i passive fonde er primært ejet af andre danske finansielle selskaber end forsikrings- og pensionsselskaber (disse finansielle selskaber udgjorde ca. 75 pct. af gruppen 'Andre'), jf. figur 12b. Det betyder, at både aktive og passive danske investeringsfonde, der indgår i gruppen 'Andre' i figur 12b, også ejer andele i passive fonde. Derved har husholdningerne samt forsikrings- og pensionsselskaberne gennem deres ejerskab i aktive investeringsfonde større eksponering mod passive fonde, end deres direkte ejerandele giver udtryk for.

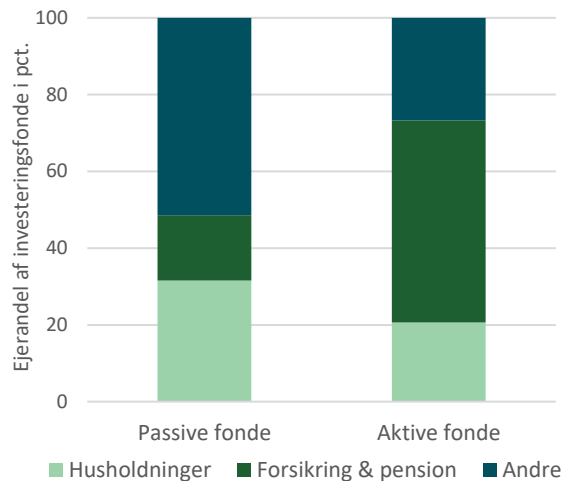
<sup>12</sup> Passive fonde er primært aktiefonde. Det kan derfor også være relevant at sætte formuen i passive fonde i forhold til den samlede formue placeret i aktiefonde – og ikke som i figuren i forhold til formuen i alle fondstyper. Andelen af danske investorers formue placeret i aktiefonde svarer dog omtrent til andelen på det globale marked. Potentielle forvriddninger i sammenligningen mellem Danmark og udlandet forårsaget af metoden vurderes derfor at være uden egentlig betydning for det overordnede billede.

<sup>13</sup> Bl.a. finder ESMA, at omkostningerne i danske fonde har en ca. dobbelt så stor effekt på reduktionen i afkastet for detailkunder i forhold til institutionelle kunder, og at dette er relativt højt sammenlignet med resten af EU, jf. ESMA, 2017, 'Trends, Risks and Vulnerabilities Report, no. 2, 2017', præliminær version.

**Figur 12a: Passive investeringer udgør en lille andel af danskernes fondsejerskab...**



**Figur 12b: ... og er drevet af andre finansielle selskaber**



Note: Figuren til venstre viser passive fondes porteføljeandel hos de tre investorgrupper, og figuren til højre illustrerer ejerfordelingen af danskernes andele i aktive og passive fonde. Data er fra ultimo 2016. 'Andre' inkluderer andre finansielle selskaber samt offentlige og ikke-finansielle selskaber.

Kilde: Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank, Morningstar Direct, Bloomberg og Investeringsfundsbranchen.

## Danske investorer ejer danske fonde

Indenlandske fonde udgør ca. 95 pct. af danske husholdningers andele i investeringsfonde, uanset om de er aktivt eller passivt forvaltede, jf. figur 13a.

Blot 5-10 pct. af de udbudte udenlandske investeringsforeningsbeviser (UCITS) blev holdt af danske husholdninger i perioden 2015-2016.<sup>14</sup> Tendensen til at foretrække indenlandske investeringer er også afspejlet i husholdningernes aktieinvesteringer.<sup>15</sup>

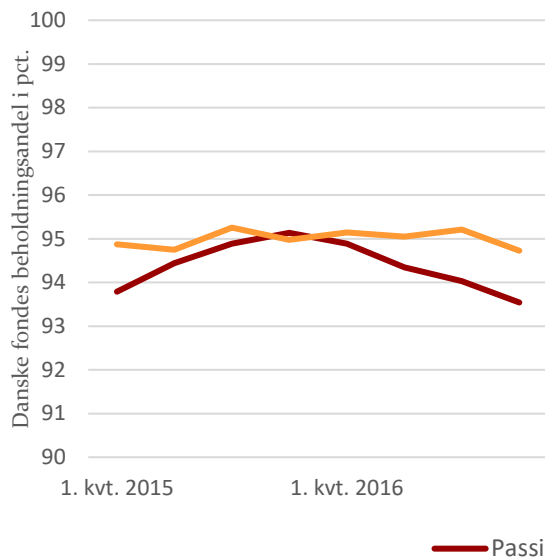
Forsikrings- og pensionsselskaberne ejer primært danske fonde, når det gælder aktive fonde, jf. figur 13b. Omvendt er kun en meget lille del af selskabernes passive fonde danske, og denne andel er desuden faldende. Danske passive fonde har svært ved at konkurrere med udenlandske fonde, hvis størrelse medfører markant lavere omkostningsprocenter, end danske fonde kan tilbyde.<sup>16</sup> F.eks. kan udenlandske Exchange Traded Funds med store formuer under forvaltning være et omkostningseffektivt alternativ til en dansk passiv fond.

<sup>14</sup> Baseret på tal fra Danmarks Nationalbank beriget med data fra Morningstar Direct.

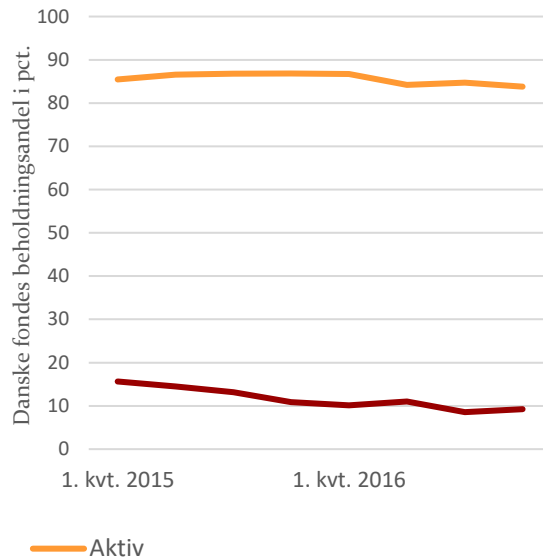
<sup>15</sup> En høj home bias for danskernes aktieinvesteringer bliver bl.a. fremhævet af Jesper Rangvid m.fl., 2016, 'Turning Local: Home-bias dynamics of relocating foreigners', working paper, CBS.

<sup>16</sup> Nikolaj Holdt Mikkelsen, 2016, 'European Fund Expenses are Decreasing in Percentage', Morningstar, estimerer den formuevægtede omkostningsprocent i danske passive fonde til 0,59 pct. i 2016. Til sammenligning var niveauet 0,20 pct. og 0,30 pct. i Storbritannien henholdsvis Irland. For amerikanske passive aktiefonde blev den formuevægtede omkostningsprocent estimeret til 0,09 pct. i 2016, jf. Sean Collins og James Duvall, 2017, 'Trends in the Expenses and Fees of Funds', Investment Company Institute.

**Figur 13a: Danske husholdninger ejer indenlandske fonde...**



**Figur 13b: ... imens F&P ejer udenlandske passive fonde**



Note: Figurene viser danske fondes andel i pct. af den samlede beholdning af aktive og passive fonde for danske husholdninger henholdsvis forsikrings- og pensionselskaber.

Kilde: Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank, Morningstar Direct, Bloomberg og Investeringsfundsbranchen.

## Danske fonde har leveret afkast på niveau med udlandet

Danskerne ejer stort set kun aktivt forvaltede danske fonde og har dermed en sammensætning af investeringsfonde, som er meget anderledes, end man ser det i udlandet.

Det kan skyldes danske investorers præferencer, såfremt de foretrækker indenlandske aktive fonde. Andre potentielle forklaringer er skatteforhold, der giver indenlandske fonde en fordel i forhold til udenlandske fonde, samt eventuelle barrierer i distributionen, der begrænser det effektive produktudbud, som investoren står overfor.<sup>17</sup> Det kan f.eks. være teknologiske barrierer i form af manglende IT-løsninger hos de enkelte distributører. På dette punkt er der dog i Danmark observeret en stigende udvikling af nye produkter, der letter adgangen til investeringsfonde for den almene investor.

Hvis distributionsbarrierer er den primære forklaring bag danskernes begrænsede brug af udenlandske fonde, vil det betyde, at danske investorer ufrivilligt kan være gået glip af omkostningseffektive passive fonde fra udlandet, og at markedsfunktionen potentielt hæmmes.

Danske fonde har i perioden 2013-2015 leveret et gennemsnitligt afkast efter omkostninger på niveau med udlandet, jf. figur 14. Det taler for, at danskernes høje home bias ikke har givet dem et lavere afkast i perioden. Fondenes individuelle afkast kan dog variere meget, og figuren

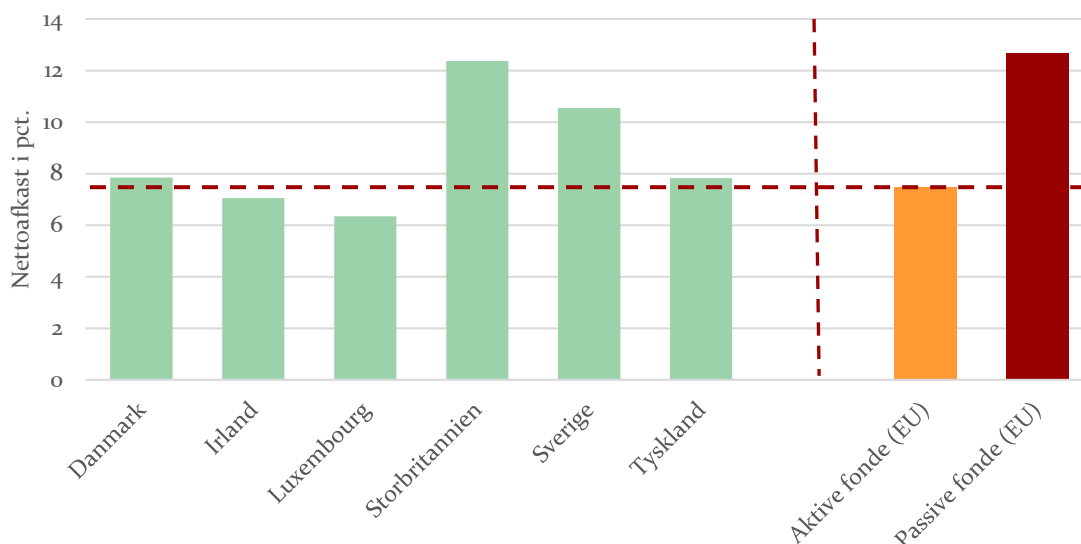
<sup>17</sup> Distributionen af fonde i Danmark er bl.a. undersøgt af Jesper Rangvid m.fl., 2017, 'Switching bank: Banking-customer relationships and retail investors' choice of mutual funds' working paper, CBS. Her var konklusionen, at valget af bank har stor indflydelse på, hvilke fonde investorerne køber andele i, og at de pågældende fonde ofte tilhører samme koncern som investorens bank.

siger således noget om produktudbuddet generelt, men ikke nødvendigvis noget om den enkelte fond.

Samtidigt har passive fonde på europæisk plan i gennemsnit givet højere afkast efter omkostninger end aktive fonde. Det skal ses i lyset af aktive fondes højere omkostninger og det lave rentemiljø, der har presset afkastet hos fondene, hvor de passive fonde, der primært er aktiefonde, dog har haft gavn af markante værdistigninger på aktiemarkederne. Med udgangspunkt i figur 14 lader det til, at danske investorer i årene 2013-2015 er gået glip af noget ekstra afkast på grund af deres store beholdning af aktive fonde.

Historiske afkast repræsenterer ikke fremtidige afkast. Det kan derfor ikke udelukkes, at danske fonde i fremtiden vil give lavere afkast end udenlandske fonde, eller at aktive fonde vil give højere afkast end passive fonde.<sup>18</sup>

**Figur 14: Afkastet i danske fonde har ligget tæt på europæisk niveau i 2013-2015**



Note: Figuren viser det formuevægtede gennemsnit af fondes afkast efter omkostninger, men ekskl. salgsomkostninger, for 2013-2015. Tallene inkluderer alle fondstyper på tværs af aktiv- og strategifokus.

Kilde: ESMA, 2017, 'Trends, Risks, and Vulnerabilities Report, no. 2, 2017', præliminær version.

## Danske aktive og passive fonde har de senere år givet samme gennemsnitlige merafkast

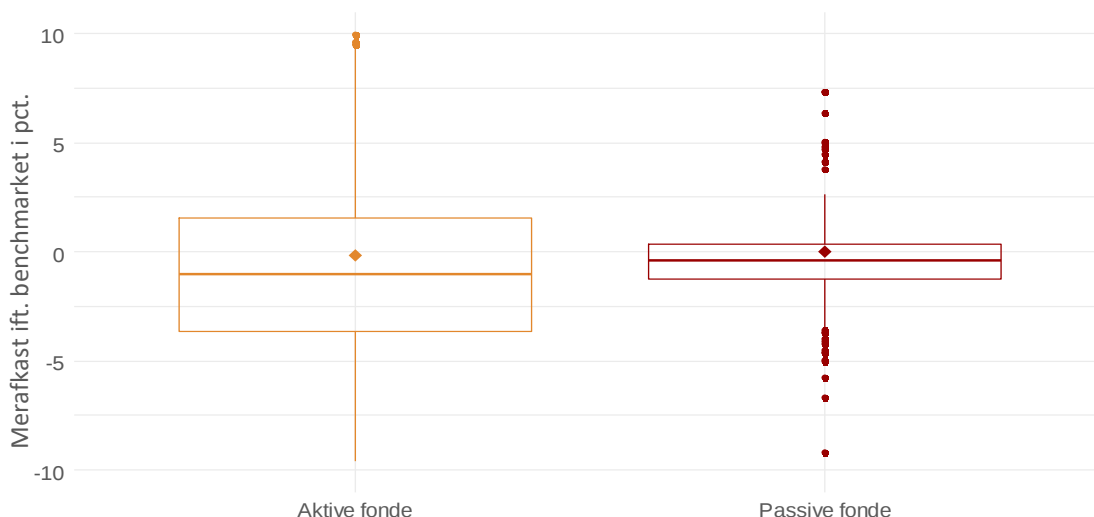
Med udgangspunkt i danskernes store beholdning af indenlandske aktive fonde er det relevant at undersøge, hvordan danske fonde har klaret sig i forhold til deres målsætninger, dvs. deres valgte benchmarks.

<sup>18</sup> Bl.a. finder det britiske finanstilsyn, Financial Conduct Authority (FCA), at omtrent 50-80 pct. af britiske fonde over en 5-årig periode vil underperforme i forhold til deres benchmark mindst én gang, og at der generelt ikke er tendens til at overperforme over længere perioder, jf. FCA, 2016, 'Asset Management Market Study: Interim Report'. For danske fonde finder bl.a. Ken Bechmann og Mads Stenbo Nielsen, 2016, 'Formidlingsprovision og performance af danske investeringsfonde', Finans/Invest, nr. 1, 2016, at alene afdelinger med en 5-årig investeringshorisont udviser afkastpersistens i to på hinanden følgende år. Samtidig finder arbejdsgruppen fra honorarmodeller, at det ikke er entydigt kan konkluderes, hvorvidt aktiv eller passiv forvaltning er bedst til at skabe merværdi for investoren efter omkostninger, jf. Finanstilsynet, 2015, 'MiFID II og investeringsforenings betaling af formidlingsprovision – Rapport fra arbejdsgruppen om honorarmodeller'.

Aktive fonde bliver ofte præsenteret som fonde, der kan slå deres benchmarks og dermed have en fordel i forhold til passive fonde. Merafkastet kan fungere som et mål for, om fonden giver et højere afkast end det valgte benchmark. Merafkastet angiver forskellen mellem netto-afkastet, dvs. afkastet efter omkostninger, for fonden og det valgte benchmark. Målet er dermed følsomt overfor, hvilket benchmark der er valgt, og det siger ikke noget om strategi eller det absolutte afkast leveret af fonden.

Både aktivt og passivt forvaltede danske fonde gav i perioden 2013-2016 et formuevægtet merafkast i forhold til benchmarket efter omkostninger tæt på, men lidt under nul, jf. figur 15. Det vil sige, at danske investorers formue i gennemsnit var placeret i aktive og passive fonde, der ikke slog deres benchmarks efter omkostninger.<sup>19</sup> Samtidigt var den gennemsnitlige formuevægtede merafkast for passive og aktive fonde stort set ens i perioden.<sup>20</sup>

**Figur 15: Merafkastet i danske aktiefonde var i gennemsnit tæt på nul, 2013-2016**



Note: Fordeling af årligt merafkast i danske aktiefonde i perioden 2013-2016. Data for merafkast stammer fra Morningstar Direct og inkluderer observationer for 544 og 83 aktive henholdsvis passive aktiefonde. Der er korrigeret for driftsomkostninger, herunder provisioner, men ikke salgsomkostninger som f.eks. emissionstillæg og indløsningsfradrag. Boksen angiver 1. og 3. kvartil samt medianen, og diamanten viser det formuevægtede gennemsnit i perioden. Cirkler angiver outliers.

Kilde: Finanstilsynet og Morningstar Direct.

Aktive fonde har højere omkostninger end passive fonde som følge af måden, formuen forvaltes på, jf. ovenfor. I givet fald betyder det, at de aktive fonde før omkostninger har været mere tilbøjelige til at slå deres benchmarks end de passive fonde i årene 2013-16, om end der er forskelle mellem de enkelte fonde. For de fleste aktive fonde har omkostningerne imidlertid udlignet gevinsten ved aktiv forvaltning, som derfor ikke er blevet sendt videre til investoren.

<sup>19</sup> Denne konklusion kan være følsom over for, hvilket sammenligningsgrundlag der tages udgangspunkt i. Der henvises derfor til rapporten fra arbejdsgruppen om honorarmodeller fra 2015, 'MiFID II og investeringsforeningers betaling af formidlingsprovision' for en gennemgang af litteraturen omkring afkast og performance i danske fonde.

<sup>20</sup> Dette ses også i Ken Bechmann og Mads Stenbo Nielsen, 2016, 'Formidlingsprovision og performance af danske investeringsfonde', Finans/Invest, nr. 1, 2016. De finder endvidere, at tendensen er robust overfor investeringshorisonten, da de gennemsnitlige merafkast i aktive og passive danske fonde er negative og tæt på nul for en investeringshorisont på 1, 3, 5 og 7 år.

Merafkastet blandt aktive fonde havde i årene 2013-2016 større spredning end blandt passive fonde – og dermed større usikkerhed om, hvilket afkast en aktiv fond ville give i forhold til benchmarket. En investor var derfor bedst stillet ved at investere i en passiv fond i perioden, hvis han ønskede et afkast tæt på et givet benchmark, f.eks. fordi han ikke ønskede den ekstra risiko, der kan være ved et positivt eller negativt merafkast.

Andre faktorer end afkast kan dog spille ind i en investors valg af investeringsfond. Ønsker en investor f.eks. en særlig risikoprofil, at følge en bestemt strategi eller at eksponere sig mod et specifikt marked eller aktivklasse, gør aktive fondes større investeringsfleksibilitet dem ofte til et attraktivt valg, også selvom det kan give mindre stabile afkast i forhold til benchmarket. En aktiv fond med høje omkostninger og stor afkastspredning kan således godt have en eksistensberettigelse, selvom der findes en billigere passiv fond med samme benchmark. Det forudsætter, at den aktive fond efterkommer en specifik efterspørgsel i markedet og har en strategisk målsætning, der ikke nødvendigvis kan udtrykkes gennem et benchmark alene, og dermed ikke udbydes af en passiv fond.

## Tema 2: Nye MiFID II-regler skal styrke investorbeskyttelsen

Den 1. juli 2017 bliver det i Danmark forbudt for banker og øvrige distributører at modtage provisionsbetalinger fra en tredjepart (f.eks. en investeringsforening), når de køber et investeringsprodukt i forbindelse med porteføljepleje for en kunde.

Hvis et investeringsprodukt har en omkostningsstruktur, der indebærer provisionsbetalinger, som nedskriver produktets afkast, så vil distributøren fremover kun kunne anvende dette investeringsprodukt i porteføljeplejeordninger, hvis distributøren viderefører provisionsbetalingerne til kunden.<sup>21</sup>

Formålet med provisionsforbuddet er at fjerne distributørens incitament til at handle mod kundens bedste interesse. Det kan f.eks. være incitamentet til at vælge provisionsbetalende investeringsprodukter fremfor andre, når distributøren vælger produkter til kundens porteføljeplejeordninger.

### Krav om kvalitetsforbedrende service ved provision

Forbuddet mod provisionsbetalinger er første del af, at Danmark indfører de fælleseuropæiske regler i MiFID II om investorbeskyttelse. Anden del træder i kraft den 3. januar 2018.

Anden del indeholder bl.a. krav om, at banker og øvrige distributører skal yde en kvalitetsforbedrende service til deres kunder for at måtte modtage provision fra tredjepart. Det gælder både, når distributører yder kunderne investeringsrådgivning, og når de gennemfører rene ordreførelser ("execution only"-handler). Anden del indeholder også krav om, at den service, som distributøren yder, skal være proportional med den betaling, som distributøren modtager.

Distributørerne skal leve op til nye udvidede krav til oplysninger om omkostningerne. Investorerne skal have oplyst de samlede omkostninger ved at investere som ét samlet kronebeløb. Beløbet skal omfatte henholdsvis produktets omkostninger og omkostningerne ved den service, distributøren yder, f.eks. den tilknyttede porteføljepleje.

### Sektoren tilpasser deres forretningsmodeller

Investeringsforeninger, forvaltere af alternative investeringsfonde, banker og fondsmæglere er i gang med at tilpasse deres forretningsmodeller til de nye regler.

Flere investeringsforeninger har oprettet nye andelsklasser som konsekvens af de nye regler. Der er hovedsageligt tale om andelsklasser uden provision, ligesom der i et vist omfang også er tale om andelsklasser, som ikke børsnoteres. Banker og øvrige distributører vil kunne anvende andelsklasser uden provision, når de yder porteføljepleje til kunderne. På den måde kan banken overholde provisionsforbuddet, uden at skulle sende penge videre til kunden.

Flere investeringsforeninger opretter også nye blandede (provisionsbetalende) investeringsforeningsafdelinger.

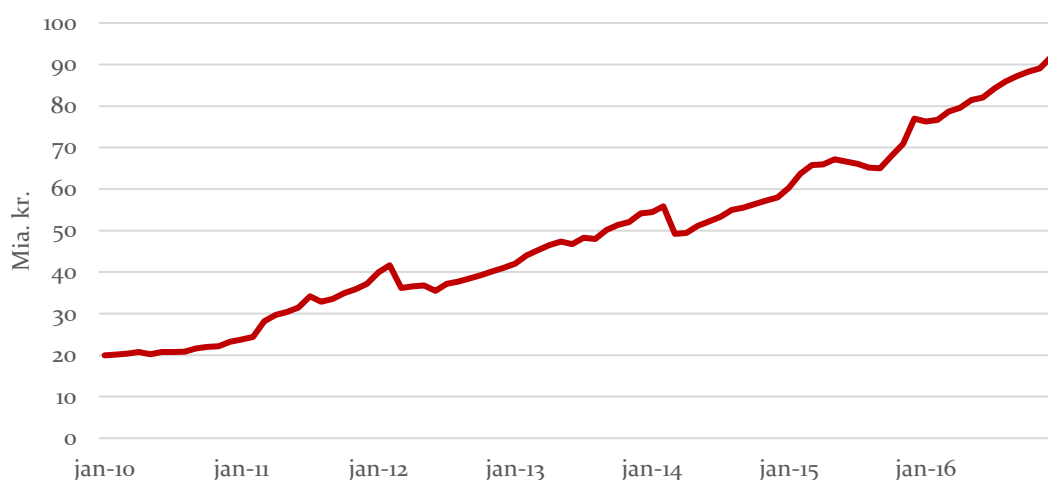
---

<sup>21</sup> Provisionsforbuddet blev vedtaget ved lov nr. 632 af 8. juni 2016.

De nye blandede afdelinger, der oprettes, er primært blandede afdelinger, som baserer sig på en investeringsstrategi med investering i andre aktie- og obligationsbaserede fonde (såkaldte "funds of funds"). Afdelingerne bliver i et vist omfang oprettet med det formål, at de kan anvendes af bankerne til kunder, der modtager investeringsrådgivning mod at betale provision. De nye regler stiller krav om, at banken skal yde en kvalitetsforbedrende service, der er proportional med provisionens størrelse.

Medlemsformuen i blandede UCITS-fonde er steget betydeligt i hele perioden fra primo 2010 til ultimo 2016, jf. figur 16. Samtidig har Finanstilsynet i første halvår af 2017 set en vækst i antallet af ansøgninger om oprettelse af nye blandede afdelinger, som baserer sig på en "funds of funds"-investeringsstrategi.

**Figur 16: Medlemsformuen i blandede UCITS-fonde er steget**



Note: Figuren viser medlemsformuen i alle blandede UCITS-afdelinger, hvoraf kun en vis del er såkaldte "funds of funds"-afdelinger, der investerer i andre fonde.

Kilde: Finanstilsynet.

### Finanstilsynets fortolkning af reglerne

Finanstilsynet offentliggjorde i februar 2017 sin fortolkning af forbuddet mod, at banker og øvrige distributører modtager provisionsbetalinger i forbindelse med porteføljeplejeaftaler.<sup>22</sup>

Hensigten med fortolkningen er at vejlede den finansielle branche inden reglerne træder i kraft. Det kan hjælpe virksomhederne, så de ikke når at indrette sig på en måde, som de efterfølgende vil være nødt til at ændre.

Det fremgår af fortolkningen, at banker og øvrige distributører især skal være tilbageholdende med at modtage betaling for rådgivning, distribution, salg og markedsføring fra bl.a. investeringsforeninger, når de leverer porteføljepleje til kunderne.

Det er derimod som udgangspunkt i orden, at banker og øvrige distributører modtager betaling for eksempelvis administration og investeringsforvaltning. Skillelinjen går dér, hvor betalingen reelt afhænger af distributionsindsatsen.

<sup>22</sup> Se Finanstilsynets brev "Orientering om Finanstilsynets fortolkning af MiFID II's regler om provisionsbetalinger vedrørende porteføljeplejeordninger" fra den 24. februar 2017.

### **Fremadrettet fokus på området**

Finanstilsynet vil følge tæt, hvordan MiFID II-reglerne om bl.a. provisionsbetalinger bliver implementeret i det øvrige Europa, og deltager i det arbejde, der foregår i Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) på området.

Tilsvarende vil Finanstilsynet følge udviklingen på markedet for salg af investeringsbeviser. Det gælder f.eks. eventuelle forskydninger væk fra porteføljeplejeordninger mod produkter, der ikke er omfattet af provisionsforbuddet. Det skal bl.a. sikre, at de aftaler, som en investeringsforening indgår med en bank om levering af ydelser, ikke hindrer foreningen i at overholde lovgivningens krav om, at foreningen skal administreres i medlemmernes interesse.

## Tema 3: Risikostyring af likviditeten i danske investeringsforeninger

Finanstilsynet undersøgte i efteråret 2016 risikostyringen af likviditeten i danske investeringsforvaltningsselskaber (herefter IFS'er) og deres underliggende UCITS-fonde.<sup>23</sup>

Undersøgelsen viser, at likviditetsstyringen bl.a. afhænger af investeringsstrategien i den enkelte afdeling, og at forskellige forhold (f.eks. utilstrækkelig datakvalitet) besværliggør styringen og overvågningen af likviditeten i obligationsfonde. Samtidig viser undersøgelsen, at der i danske investeringsforeninger historisk kun har været indløsningspres, som kunne håndteres uden større tilpasninger.

### Lavrentemiljøet har medført et skifte mod mindre likvide aktiver og højere risiko

Baggrunden for undersøgelsen er bl.a. de seneste års lave renter, der har gjort det nødvendigt for IFS'erne at gentænke fokus og eksponering i deres fonde. Denne gentænkning har bidraget til, at fonde indenfor alle aktivklasser har bevæget sig længere ud ad risikokurven i deres søgen efter afkast, hvilket formentligt har bidraget til, at likviditetsrisiciene i fondene er øget.

På globalt plan har der således været en øget kapitalindstrømning til mindre likvide aktiver, såsom virksomhedsobligationer, mere eksotiske aktier og small cap-segmentet på de større og mere velkendte aktiemarkeder. Dette giver anledning til en vis bekymring i relation til IFS'ernes styring af likviditeten. Det er f.eks. spørgsmålet, om fondene vil være i stand til at leve op til deres forpligtelser overfor investorerne under stressede markedsbetingelser.

På den baggrund er der blevet iværksat et stort internationalt arbejde på området. I 2015 foretog The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en undersøgelse blandt udvalgte lande for at få et indblik i den eksisterende lovgivning på likviditetsområdet, herunder tilgængelige værktøjer til at afhjælpe et potentielt likviditetspres.<sup>24</sup>

I begyndelsen af 2017 udgav Financial Stability Board (FSB) en rapport, der overordnet havde til formål at adressere de potentielle risici i relation til likviditet, gearing og finansiell stabilitet.<sup>25</sup> Fokus i rapporten var at vurdere tendenser og forandringer på de finansielle markeder, identificere og prioritere potentielle kilder til uro samt evaluere den gældende lovgivning. Desuden kom FSB med en række anbefalinger, der spændte bredt fra indberetninger og information til investorerne til brugen af likviditetsværktøjer og stresstests. Finanstilsynet har brugt disse anbefalinger som input i sin undersøgelse af likviditeten i danske investeringsforeninger.

I 2016 nedsatte European Systemic Risk Board (ESRB) en arbejdsgruppe sammensat af personer fra nationale centralbanker og tilsynsmyndigheder. Hovedformålet var at gå videre med anbefalingerne fra FSB, gøre dem mere konkrete og sikre, at de er i overensstemmelse med de aktuelle forskelle mellem medlemslande. Arbejdet resulterer i en række anbefalinger til blandt andet ESMA, der har mandat til at operationalisere disse anbefalinger, så de bliver

<sup>23</sup> Undersøgelsen blev gennemført som en spørgeskemaundersøgelse af udvalgte danske IFS'er.

<sup>24</sup> IOSCO, 2015, 'Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members'.

<sup>25</sup> FSB, 2017, 'Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities'.

gældende på tværs af medlemslandene i EU. Finanstilsynet afventer det endelige resultat af drøftelserne i internationalt regi.

### **Undersøgelsen belyser fondenes potentielle vanskeligheder i likviditetsstyringen**

Finanstilsynets undersøgelse er rettet mod danske IFS'ere og deres underliggende UCITS-fonde. Disse fonde er primært tilegnet private investorer, hvorfor de er underlagt lovkrav om, at IFS'erne skal have en passende proces for risikostyring af likviditeten.<sup>26</sup> Desuden har investorerne i udgangspunktet ret til at få indløst deres andele i investeringsforeninger til en korrekt fastsat pris. Dog har et IFS mulighed for at udsætte indløsning af andele, hvis hensynet til ligebehandlingen af investorerne kræver det.<sup>27</sup>

Undersøgelsen er bygget op omkring forskellige spørgsmål til IFS'erne, der bredt relaterer sig til fire hovedtemaer:

1. Processer til risikostyring af likviditet
2. Ex ante (forebyggende) likviditetsstyring
3. Ex post (afhjælpende) likviditetsstyring
4. Erfaringer med likviditetsrisici og indløsningspres.

Undersøgelsen giver et indblik i IFS'ernes processer for risikostyring af likviditeten i de forvaltede fonde og sætter fokus på, hvordan selskaberne i praksis anvender forskellige likviditetsværktøjer til at styre hver enkelt fonds likviditetsprofil og samtidig håndterer investorernes indløsningsordrer. Desuden belyser undersøgelsen IFS'ernes erfaringer med likviditetsrisici og indløsningspres.

Undersøgelsen giver Finanstilsynet et dybere kendskab til IFS'ernes likviditetsstyring, ligesom den gør det muligt at klarlægge mulige risici i relation hertil. Det er relevant i forhold til Finanstilsynets fremtidige tilsyn med danske UCITS og fungerer desuden som et godt input til de europæiske drøftelser på området.

De fire hovedtemaer i undersøgelsen bliver gennemgået i det følgende.

#### **1. Processer til risikostyring af likviditet**

Processer til risikostyring af likviditeten er vigtige, da IFS'erne bl.a. skal sikre, at der foretages en konsistent og systematisk overvågning af markedet og af den enkelte fonds portefølje. Processerne skal også sikre, at en eventuel identificeret situation, der potentielt kan lægge pres på fondens likviditet, bliver analyseret, monitoreret og kommunikeret korrekt.

Besvarelsene i undersøgelsen viser, at IFS'erne typisk inkorporerer likviditetsstyring allerede i udviklingsfasen af den enkelte afdeling. Det indebærer en klassificering af markedslikviditeten i de relevante aktivklasser, hvorefter porteføljens andele indenfor de enkelte aktivklasser kan

<sup>26</sup> Jf. § 33 i Bekendtgørelse om ledelse, styring og administration af danske UCITS (BEK nr. 865 af 02/07/2014).

<sup>27</sup> Jf. § 74 i Lov om investeringsforeninger (LBK nr. 1051 af 25/08/2015).

fastlægges.<sup>28</sup> Eksempelvis kategoriserer nogle IFS'er danske realkreditobligationer som likvide og virksomhedsobligationer som mindre likvide.

Nogle IFS'er oplyser, at de har investeringsretningslinjer, som sætter passende og konkrete restriktioner for porteføljesammensætningen og likviditetsprofilen i en afdeling, hvis den f.eks. på grund af sin investeringsstrategi vurderes at være særligt udsat for likviditetsrisici. Det kan f.eks. være tilfældet, hvis afdelingen har mange high yield-virksomhedsobligationer, som vurderes at være mindre likvide.

Efter afdelingens etablering vurderer IFS'et løbende (typisk på ugebasis) porteføljens likviditetsprofil og dens evne til at kunne imødekomme potentielle indløsningsforpligtelser overfor investorerne. Dermed etablerer selskabet en overensstemmelse mellem afdelingens investeringsstrategi (aktivsiden) og den overordnede investorsammensætning (passivsiden).

Hvis et potentielt likviditetsproblem bliver identificeret i overvågningen, henvender den ansvarlige medarbejder sig til personer med beslutningskompetencen, typisk direktionen. De beslutter herefter det videre forløb, som eksempelvis kan være en midlertidig suspension af emission og indløsning.

## 2. Ex ante (forebyggende) likviditetsstyring

IFS'erne benytter ex ante likviditetsværktøjer forebyggende i deres risikostyring. Formålet er at mindske risikoen for, at der senere opstår likviditetsproblemer, hvor selskabet er nødt til at benytte ex post (afhjælpende) likviditetsværktøjer, som i yderste konsekvens fratager investorerne retten til at indløse deres andele.

Flere IFS'er oplyser, at de har interne modeller til at overvåge, monitorere og beregne likviditetsrisikoen i en afdeling. Det er med til at sikre overensstemmelse mellem aktiv- og passivsiden i en afdeling, hvilket bl.a. sker ved at justere porteføljen i tide, hvis allokeringen af aktiver ikke er optimal i forhold til likviditetsrisikoen.

IFS'erne sonderer ofte mellem aktivklasser i deres likviditetsovervågning. Overvågningen i aktieafdelinger er typisk baseret på markedsdata, f.eks. den enkelte akties samlede omsætning (handelsvolumen) på markedet, hvilket er et mål for likviditet, og aktiens andel i porteføljen. På den baggrund kan IFS'et estimere, hvor stor en del af porteføljen den kan afhænde indenfor f.eks. 1-3 dage. Det bliver sammenholdt med udviklingen i indløsninger og emissioner. Hvis der identificeres et mismatch, kan det give anledning til, at IFS'et rebalancerer fondens portefølje.

Investeringer i visse obligationstyper kan betegnes som niche-strategier, hvorfor likviditetsovervågningen ofte er udfordret af lav handelsvolumen, og dermed mangel på konsistente og gennemsigtige data.<sup>29</sup> Det kan i perioder resultere i et ufuldstændigt billede af likviditeten og de aktuelle risici på markedet.

<sup>28</sup> Markedslikviditet defineres ved, hvor hurtigt og omkostningsefficient det pågældende aktiv kan konverteres til kontanter under både normale og stressede markedsforhold.

<sup>29</sup> Visse typer af obligationer handles typisk over-the-counter (OTC), hvilket kan resultere i en begrænset datatilgængelighed.

Undersøgelsen viser, at der er flere metoder til at tackle disse vanskeligheder på. Som eksempel har et IFS udviklet en intern model, hvor målet er at kvantificere den samlede grad af likviditet i hver afdeling. Det sker med udgangspunkt i en række faktorer, herunder bid-ask spreads, rating og afdelingens andel af den samlede udstedelse af obligationen på markedet. Ved hjælp af disse faktorer beregnes en likviditetsscore for hver enkelt obligation, hvilket summeres til en samlet likviditetsscore for hele porteføljen. Scoren fungerer som et pejlemærke for IFS'et i forhold til hvilke obligationsafdelinger, der skal tildeles ekstra opmærksomhed i likviditetsstyringen.

Ex ante likviditetsstyring kan også inkludere stresstests, der er et godt redskab til at teste porteføljen overfor voldsomme, men sandsynlige begivenheder, der kan give et likviditetsstød f.eks. ved at mindske porteføljens likviditetsniveau og/eller øge indløsningspresset fra investorerne.

Der er stor forskel på, om IFS'erne anvender stresstests i likviditetsstyringen af deres UCITS-fonde. F.eks. udfører et IFS månedligt fire faste stresstests af sine obligationsafdelinger, mens et andet IFS slet ikke benytter stresstests i likviditetsstyringen af sine UCITS-fonde. De fleste af de adspurgte IFS'er har som ambition at forbedre scenarieanalyserne på obligationer.

### **3. Ex post (afhjælpende) likviditetsstyring**

Ex post likviditetsstyring omfatter de værktøjer, som et IFS kan benytte til at håndtere et opstået likviditetsproblem. Grundlæggende er suspension af emission og indløsning det mest ekstreme ex post likviditetsværktøj til rådighed. Brugen af dette værktøj kan muligvis afhjælpe et potentielt likviditetsproblem, men samtidig vil det fjerne investorernes mulighed for at kunne indløse deres andele i en given periode.

Generelt har IFS'erne flere muligheder, der kan virke som likviditetsbuffer og derved midlertidigt skaffe likviditet til den relevante fond under stressede markedsforhold. En mulighed er at optage et kortfristet lån på op til 10 pct. af afdelingens formue til at honorere indløsningsordrer (dette kræver tilladelse fra Finanstilsynet).<sup>30</sup> En anden mulighed er en midlertidig ændring af tillæg og fradrag til kursen i forhold til de faktiske handelsomkostninger, hvormed det bliver mindre attraktivt for investorerne at foretage handler. Flere IFS'er vurderer, at denne mulighed er en medvirkende årsag til, at store indløsningspres historisk er udeblevet.

På baggrund af undersøgelsen kan Finanstilsynet desuden konstatere, at der for de fleste IFS'ere ikke er prædefinerede betingelser, der skal være opfyldt, før et likviditetsværktøj kan aktiveres. De fleste IFS'er foretager en vurdering i den konkrete situation, der bl.a. afhænger af fondstype, investeringsstrategi og de konkrete omstændigheder i den pågældende situation.

### **4. Erfaringer med likviditetsrisici og indløsningspres**

Finanstilsynets undersøgelse viser, at der i danske investeringsforeninger historisk kun har været indløsningspres, som kunne håndteres uden større tilpasninger.

Flere IFS'er oplyser, at større indløsninger historisk set typisk har været drevet af store institutionelle investorer. På den baggrund har IFS'erne ofte en tæt og løbende dialog med de store investorer for at sikre, at afdelingen ikke pludselig står overfor markante uforudsete indløsninger. Som resultat heraf aftales det eksempelvis ofte på forhånd, at en indløsning kan

<sup>30</sup> Jf. § 68 i Lov om investeringsforeninger (LBK nr. 1051 af 25/08/2015).

nedbrydes i flere mindre dele. Investor har typisk også interesse i, at indløsningen bliver foretaget i et tempo, som er afstemt med markedsforholdene.

Samlet set vurderer de adspurgte IFS'er, at der ikke er en reel indløsningstrussel fra private investorer. Det skyldes, at private investorer erfaringsmæssigt kun bidrager med begrænset handelsaktivitet i forbindelse med enkeltstående markedsbegivenheder, såsom Brexit eller et rentemøde i den amerikanske centralbank, Federal Reserve.

## Appendiks

### A1. Investeringsforeninger og værdipapirfonde under tilsyn pr. 1. juni 2017

|                                                             | Antal af<br>afdelinger |
|-------------------------------------------------------------|------------------------|
| <b>BI Management A/S</b>                                    | <b>45</b>              |
| Investeringsforeningen AL Invest, Udenlandske Aktier, Etisk | 1                      |
| Investeringsforeningen Valueinvest Danmark                  | 4                      |
| Investeringsforeningen AL Invest Obligationspleje           | 1                      |
| Investeringsforeningen BankInvest                           | 26                     |
| Investeringsforeningen Nielsen Global Value                 | 1                      |
| Investeringsforeningen Stonehenge                           | 3                      |
| Investeringsforeningen Alm. Brand Invest                    | 9                      |
| <b>C WorldWide Fund Management A/S</b>                      | <b>7</b>               |
| Investeringsforeningen C WorldWide                          | 7                      |
| <b>Danske Invest Management A/S</b>                         | <b>134</b>             |
| Investeringsforeningen Procapture                           | 8                      |
| Investeringsforeningen Profil Invest                        | 2                      |
| Investeringsforeningen Danske Invest                        | 84                     |
| Investeringsforeningen Danske Invest Select                 | 40                     |
| <b>Formuepleje A/S</b>                                      | <b>13</b>              |
| Investeringsforeningen Absalon Invest                       | 9                      |
| Investeringsforeningen Formuepleje                          | 4                      |
| <b>Handelsinvest Investeringsforvaltning A/S</b>            | <b>15</b>              |
| Investeringsforeningen Handelsinvest                        | 15                     |
| <b>ID-Sparvest A/S</b>                                      | <b>52</b>              |
| Værdipapirfonden Sparinvest                                 | 10                     |
| Investeringsforeningen Sparinvest                           | 38                     |
| Værdipapirfonden Lokalinvest                                | 4                      |

|                                                                                                             |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Invest Administration A/S</b>                                                                            | <b>16</b> |
| Investeringsforeningen Carnegie Wealth Management                                                           | 2         |
| Investeringsforeningen StockRate Invest                                                                     | 1         |
| Investeringsforeningen Lån & Spar Invest                                                                    | 6         |
| Investeringsforeningen Gudme Raaschou                                                                       | 4         |
| Investeringsforeningen Fundamental Invest                                                                   | 2         |
| Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest                                                             | 1         |
| <b>Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S</b>                                                      | <b>48</b> |
| Investeringsforeningen MS Invest                                                                            | 1         |
| Investeringsforeningen SEBinvest                                                                            | 18        |
| Investeringsforeningen Wealth Invest                                                                        | 17        |
| Investeringsforeningen Maj Invest                                                                           | 12        |
| <b>Investeringsforeningen SmallCap Danmark</b>                                                              | <b>1</b>  |
| Investeringsforeningen SmallCap Danmark                                                                     | 1         |
| <b>Jyske Invest Fund Management A/S</b>                                                                     | <b>67</b> |
| Investeringsforeningen Jyske Portefølje                                                                     | 13        |
| Investeringsforeningen Jyske Invest                                                                         | 25        |
| Investeringsforeningen Jyske Invest International                                                           | 29        |
| <b>Nordea Fund Management, administrerer via Nordea Fund Management, Filial af Nordea Funds OY, Finland</b> | <b>69</b> |
| Investeringsforeningen Nordea Invest                                                                        | 39        |
| Investeringsforeningen Nordea Invest Bolig                                                                  | 1         |
| Investeringsforeningen Nordea Invest Engros                                                                 | 14        |
| Investeringsforeningen Nordea Invest Kommune                                                                | 2         |
| Investeringsforeningen Nordea Invest Portefølje                                                             | 13        |
| <b>Nykredit Portefølje Administration A/S</b>                                                               | <b>93</b> |
| Investeringsforeningen HP Invest                                                                            | 3         |
| Investeringsforeningen Nykredit Invest Almen Bolig                                                          | 2         |
| Investeringsforeningen Nykredit Invest                                                                      | 15        |
| Investeringsforeningen BIL Danmark                                                                          | 1         |
| Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros                                                               | 17        |
| Investeringsforeningen Lægernes Invest                                                                      | 25        |
| Investeringsforeningen Investin                                                                             | 18        |
| Investeringsforeningen Multi Manager Invest                                                                 | 12        |

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>PFA Asset Management A/S</b>             | <b>12</b> |
| Investeringsforeningen PFA Invest           | 12        |
| <b>Quenti Asset Management A/S</b>          | <b>1</b>  |
| Investeringsforeningen Amalie Invest        | 1         |
| <b>Syd Fund Management A/S</b>              | <b>54</b> |
| Investeringsforeningen Sydinvest Portefølje | 6         |
| Værdipapirfonden Sydinvest                  | 8         |
| Investeringsforeningen Sydinvest            | 37        |
| Investeringsforeningen Strategi Invest      | 2         |
| Investeringsforeningen Finansco             | 1         |
| <b>Tiedemann Independent A/S</b>            | <b>5</b>  |
| Værdipapirfonden Independent Invest         | 3         |
| Værdipapirfonden Independent Invest II      | 2         |

## **A2. Danske forvaltere af alternative investeringsfonde under tilsyn pr. 1. juni 2017**

Artha Forvaltning A/S  
Axcel Management A/S  
BI Management A/S  
Britannia Invest A/S  
Capital Four AIFM A/S  
Copenhagen Infrastructure Partners II P/S  
Copenhagen Infrastructure Partners P/S  
Core Property Management P/S  
Danske Invest Management A/S  
Danske Private Equity A/S  
DEAS Property Asset Management A/S  
Ejendomsselskabet Norden I Management A/S  
Fokus Fund Management A/S  
Formuepleje A/S  
Invest Administration A/S  
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S  
Investeringsselskabet Luxor A/S  
IR Administration ApS  
IWC Investment Partners A/S  
Jyske Invest Fund Management A/S  
Koncenton A/S  
Kristensen Properties A/S  
Maj Invest Equity A/S  
Moma Advisors A/S  
MP Investment Management A/S  
Navigare Capital Partners A/S  
Nordea Ejendomsforvaltning A/S  
Nordens Management A/S  
Nykredit Portefølje Administration A/S  
PATRIZIA Fund Management A/S  
PFA Asset Management A/S  
Polaris Management A/S  
Prime Office A/S  
Quenti Asset Management A/S

Secure Alternative Investments A/S

Small Cap Danmark A/S

Strategic Investments A/S

Syd Fund Management A/S

Thylander Gruppen A/S

Tiedemann Independent A/S