

# **Formidlingsprovision ved investeringsbeviser<sup>1</sup>**

*Rapport udarbejdet for Penge- og Pensionspanelet*

**12. marts 2012**

**Ken L. Bechmann, professor, Copenhagen Business School**

**Peter Wendt, cand.polit., tidligere Sekretariatschef for IFR**

---

<sup>1</sup> En række personer har givet nyttige kommentarer til en tidligere version af denne rapport. Dette gælder i særdeleshed de udpegede referees: Michael Christensen (Århus Universitet), Carsten Mahler (FundCollect), Michael Møller (Nykredit) samt en fjerde referee, som har ønsket at være anonym. Yderligere ønsker forfatterne at takke en række andre personer med indsigt i investeringsforeningsverdenen for kommentarer og sparring i forbindelse med udarbejdelsen af rapporten. Sluttelig vil forfatterne også gerne takke InvesteringsForeningsRådet og Morningstar for hjælp med fremskaffelse af de anvendte data.

## Indholdsfortegnelse

1. Indledning og baggrund.....	3
2. Investering i investeringsbeviser og tilhørende omkostninger .....	4
2.1 Omkostninger ved investering i investeringsbeviser .....	5
2.2 Formidlingsprovision .....	6
2.3 Hvad er formidlingsprovisionen betaling for? .....	10
3. Betydningen af formidlingsprovisionens størrelse .....	12
4. Hvad bestemmer formidlingsprovisionens størrelse?.....	15
4.1 Metode .....	15
4.2 Resultater .....	16
4.3 Robusthed og yderligere resultater .....	17
5. Formidlingsprovision og rådgivning .....	18
5.1 Har formidlingsprovisionen samlet set en passende størrelse?.....	18
5.2 Har formidlingsprovisionen uheldige konsekvenser?.....	20
5.3 Forslag til forbedringer .....	21
5.4 Betydningen af konkurrencen fra udlandet.....	23
5.5 Andre distributionsmuligheder .....	24
6. Konklusion/Resume.....	24
Appendiks 1: Omkostninger ved investering i investeringsbeviser.....	26
Appendiks 2: Betydning af formidlingsprovisionens størrelse.....	28
Appendiks 3: Beskrivelse af data.....	28
Appendiks 4: Supplerende resultater .....	30
Litteratur.....	31

## 1. Indledning og baggrund

Investeringsforeninger er en af de mest foretrukne former for opsparing blandt private. Således har omkring 810.000 private investorer i alt investeret 469 mia. kr. i de knap 440 forskellige danske investeringsafdelinger, der er rettet mod private kunder men som også efterspørges af andre investortyper – eksempelvis institutionelle investorer (se IFR, 2011).

Givet de mange forskellige afdelinger rettet mod private kunder er det naturligt, at distributionen spiller en betydelig rolle, og her er det især pengeinstitutterne, der fungerer som distributionskanal for investeringsbeviser. Som en grov indikation på dette kan det nævnes, at 87% af ovennævnte formue er placeret i investeringsforeninger, hvis navn er knyttet til en bank (eksempelvis Danske Invest, Sydinvest osv.). Medtages de investeringsforeninger, hvor det er pengeinstitutter, der har etableret foreningen og stadig har stærke bånd til denne gennem ejerskab af investeringsforvaltningsselskabet (BankInvest og Sparinvest), så kommer andelen op på lige knap 99%.

For blandt andet at få adgang til denne distribution betaler de fleste investeringsforeninger løbende en såkaldt formidlingsprovision til pengeinstitutterne. Som det vil fremgå af denne rapport, er der for 2010 tale om et samlet beløb på 2,3 mia. kr. svarende til i gennemsnit knap 0,5% p.a. af den investerede formue – et beløb der hvert år bliver trukket fra det afkast, som investeringsforeningerne har genereret gennem de foretagne investeringer. Mange ejere af investeringsbeviser er formodentlig ikke klar over, at de på denne måde hvert år indirekte betaler et betydeligt beløb til et pengeinstitut – typisk det pengeinstitut, hvor beviserne er købt og ligger i depot. Givet den begrænsede viden og gennemsigtighed omkring formidlingsprovisioner i distributionsleddet kan det heller ikke udelukkes, at der kan skabes utilsigtede incitamenters i forhold til pengeinstitutternes rådgivning af privatkunder.

Penge- og Pensionspanelet har derfor bedt forfatterne til denne rapport om at belyse disse forhold omkring investeringsforeningernes betaling af formidlingsprovision til pengeinstitutterne. Mere præcist er vi blevet bedt om at udarbejde en rapport, der besvarer følgende spørgsmål:

1. *Hvilke ydelser modtager investeringsforeningerne for formidlingsprovisionen?*
2. *Hvor meget betyder typiske formidlingsprovisioner isoleret set over en årrække for kundernes investeringer?*
3. *Er der sammenhæng mellem formidlingsprovisionens størrelse og investeringsforeningens/-afdelingens karakteristika, hvad angår:*
  - a. *forvaltningsteknik (aktiv/passiv)?*
  - b. *risiko – fx sikre obligationer (stat/real), usikre obligationer (virksomhed/højrisikolande) samt aktier?*
  - c. *investeringsforeningens størrelse?*
4. *Skaber formidlingsprovisionen uheldige incitamenters, således at pengeinstitutterne forledes til primært at sælge beviser, der er omkostningstunge og/eller indebærer en relativt høj investeringsrisiko for kunden?*

Penge- og Pensionspanelets formål er at skabe gennemsigtighed og fremme forbrugernes viden om finansielle ydelser og produkter. Således har Penge- og Pensionspanelet også ladet udarbejde rapporter med anbefalinger om henholdsvis aktieinvesteringer og obligationsinvesteringer (Engsted et al., 2011, og Christiansen et al., 2011). Disse rapporter påpegede bl.a., at investeringsforeninger ofte er relativt omkostningstunge og anbefalede, at man derfor overvejede selv at investere direkte i de underliggende aktiver. I flere tilfælde var anbefalingen endnu klarere, således at hvis man eksempelvis vil investere i danske statsobligationer, danske realkreditobligationer eller danske aktier, så bør man gøre dette ved direkte investering i stedet for gennem en investeringsforening. Denne rapport skal således også ses i forlængelse af disse to tidligere rapporter, da den undersøger det største enkelt-element i omkostninger ved investering gennem investeringsforeninger.

Rapporten er opbygget på følgende måde: I afsnit 2 beskrives investering i investeringsbeviser og de tilhørende omkostninger med fokus på formidlingsprovisionen. I den forbindelse beskrives størrelsen af formidlingsprovisionen for danske detailafdelinger, og det søges afdækket, hvilke ydelser, formidlingsprovisionen er betaling for (spørgsmål 1). I afsnit 3 præsenteres en række beregninger af, hvilken effekt formidlingsprovisionen har på resultatet af investeringer i investeringsforeninger (spørgsmål 2). Rapportens empiriske analyse findes i afsnit 4, hvor sammenhængen mellem afdelingernes karakteristika og formidlingsprovisionen undersøges (spørgsmål 3). Endelig diskuteres det i afsnit 5 blandt andet, om formidlingsprovisionen kan give utilsigtede incitamenters i forbindelse med rådgivningen (spørgsmål 4), og vi kommer med forbedringsforslag. Rapporten afsluttes med en konklusion i afsnit 6.

## 2. Investering i investeringsbeviser og tilhørende omkostninger

Et investeringsbevis giver medejerskab af en portefølje, dvs. at prisfastsættelsen på og afkastet af beviset er bestemt af kursudviklingen og rente/-udbyttebetalinger på de underliggende værdipapirer, som udgør langt den overvejende del af en investeringsafdelings formue. Der findes en række gode argumenter for at investere i investeringsbeviser. De mest gængse er, at man som investor får en nem adgang til porteføljepleje og diversifikation (risikospredning), selv om man har forholdsvis begrænsede beløb at investere for. Yderligere kan man argumentere for, at investorerne ved at investere i forening skulle kunne hente stordriftsfordele, blandt andet i form af lavere omkostninger ved porteføljeomlægning i foreningen eller sparede depotudgifter i forbindelse med udenlandske investeringer.

Der er næppe to investeringsafdelinger, som over tid vil have identiske beholdninger af underliggende værdipapirer. I den forstand er hver afdeling unik. Med et udbud til private kunder på omkring 440 forskellige afdelinger må markedet for investeringsbeviser karakteriseres som relativt komplekst og mindre overskueligt for den enkelte potentielle investor.

Overskueligheden søges på forskellig måde øget. Dette sker typisk ved at gruppere afdelinger i henhold til kategorier på basis af visse fællestræk. Brancheforeningen InvesteringsForeningsRådet (IFR)

placerer således afdelingerne i 7 obligationskategorier, 14 aktiekategorier og kategorien 'Blandede'. Hertil kommer en kategori for hedgeforeninger og andre kollektive ordninger (som ikke henvender sig til private kunder). Morningstar, der foretager sammenligninger af afdelinger i en lang række lande, har en endnu finere kategoriopdeling, som ud over værdipapirernes hovedtype, geografiske tilhørsforhold eller erhverv opdeler i selskabsstørrelse (aktier) og udstedertype (obligationer).

Inden for de enkelte kategorier kan der være store forskelle i afkast. Det gælder i udpræget grad for aktieafdelinger, men også for obligationsafdelinger, jf. Tabel 1.

	Maks.	Min.	Median
Danske aktier	-8,7%	-25,5%	-20,2%
Europæiske aktier	-2,8%	-23,0%	-10,1%
Globale aktier	10,6%	-19,6%	-5,4%
Øvrige danske obligationer	11,3%	3,9%	7,7%
Obligationer, erhverv	5,4%	-8,1%	1,3%

**Tabel 1: Forskelle i afkast i 2011 for udvalgte IFR-kategorier.**

*Tabellen viser det maksimale, det minimale og median afkast for de betragtede afdelinger gennem 2011. Kilde: Beregninger foretaget baseret på IFR (2011).*

Årsagen til forskelle i afkast mellem de enkelte afdelinger inden for samme kategori skyldes en række forskellige forhold. Mange afdelinger – især inden for aktiekategorierne – har i deres investeringspolitik fastlagt overordnede principper for formuesammensætningen. Der kan være tale om en målsætning om at "slå" et givet markedsindeks eller investere i f.eks. vækst- eller small cap-aktier. Disse forskelle i investeringspolitik og valg af enkeltaktier med større eller mindre vægt i porteføljen giver forskelle i afkast.

Af andre forhold, der også giver anledning til forskelle i afkast på tværs af afdelingerne, vil være forskelle i omkostninger, der eksempelvis er forbundet med afdelingens løbende drift. Disse omkostninger beskrives i det følgende.

## 2.1 Omkostninger ved investering i investeringsbeviser

Som det fremgår af indledningen er det ikke hovedformålet at undersøge det samlede omkostningsniveau ved investering i investeringsbeviser. Ét mål for det samlede omkostningsniveau er afdelingernes Årlige Omkostninger i Procent, ÅOP. Dette nøgletal er blandt andet beskrevet og analyseret i Rangvid (2008), og det skal her kun kort nævnes, at ÅOP beregnes på basis af de enkelte afdelingers administrationsomkostninger, handelsomkostninger samt en vægtning af de maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag, idet der antages en investeringshorisont på 7 år. Disse enkelte omkostninger og andre omkostninger, der påløber ved investering i investeringsbeviser, er beskrevet i appendiks 1.

I forlængelse heraf skal det også nævnes, at andre undersøgelser mere indgående har betragtet størrelsen og udviklingen over tid af ovennævnte omkostninger. Flere af disse studier har også beskrevet betydningen af det samlede omkostningsniveau og herunder også undersøgt betydningen for de afkast, som de enkelte afdelinger leverer til medlemmerne af investeringsforeningen. Et eksempel herpå er Bechmann og Rangvid (2007), der betragter danske foreninger og finder, at afdelingerne med lave omkostninger på længere sigt i gennemsnit giver et bedre afkast end afdelingerne med høje omkostninger.

Selv om hovedformålet med rapporten er at undersøge formidlingsprovision, så er det på sin plads at placere formidlingsprovision i forhold til de omkostningselementer, der eksempelvis indgår i ÅOP. I ÅOP, og dermed også i de samlede omkostninger ved investering i investeringsbeviser, udgør de årlige administrationsomkostninger en væsentlig faktor, og formidlingsprovisionen indgår som en del af disse administrationsomkostninger. Som det fremgår af de senere resultater udgør formidlingsprovisionen i gennemsnit ca. halvdelen af de samlede administrationsomkostninger. Med andre ord går ca. halvdelen af de årlige omkostninger, der påløber i forbindelse med drift af en investeringsafdeling, til de pengeinstitutter, der står for distributionen. Da formidlingsprovisionen her ud over kan skabe utilsigtede incitament i forbindelse med pengeinstitutternes rådgivning af privatkunder, er det formidlingsprovisionen, der fokuseres på i resten af denne rapport.

## 2.2 Formidlingsprovision

Formidlingsprovision er som nævnt en årlig betaling fra foreningerne til pengeinstitutterne. Formidlingsprovision kaldes også markedsføringsprovision, beholdningsprovision, rådgivningshonorar og formidlingshonorar. Det følgende beskriver størrelsen af provisionen både absolut og målt relativt til administrationsomkostningerne. Yderligere gives et første indblik i, hvorledes provisionen varierer på tværs af afdelingstype, og hvorledes provisionen har udviklet sig gennem de senere år. I det næste afsnit diskuteres mere indgående, hvad provision kan siges at være en betaling for.

Først beregnes den samlede formidlingsprovision, som de betragtede afdelinger har betalt i 2010. Dette gøres ved at beregne summen af alle afdelingernes ”afdelingsspecifikke markedsføringsomkostninger i kr.”, der jf. beskrivelsen i appendiks 3 næsten udelukkende dækker udgifter til formidlingsprovision. Dette giver en samlet formidlingsprovision på 2,3 mia. kr., og gennemsnittet er på 5,4 mio. kr. pr. afdeling, mens maksimum er på 74,4 mio. kr.

Tabel 2 og Figur 1 betragter formidlingsprovisionen angivet i procent af de enkelte afdelingers størrelse (formue). For samtlige de betragtede 418 afdelinger haves en gennemsnitlig formidlingsprovision på 0,51%, mens medianen er på 0,55%. Fra tabellen og figuren ses dog, at formidlingsprovisionen varierer både indenfor de enkelte kategorier og på tværs af de forskellige IFR-kategorier. Inden for de enkelte kategorier ses blandt andet, at minimum ofte svarer til tilfældet stort set uden formidlingsprovision, mens maksimum kan udgøre næsten det tredobbelte af gennemsnittet.

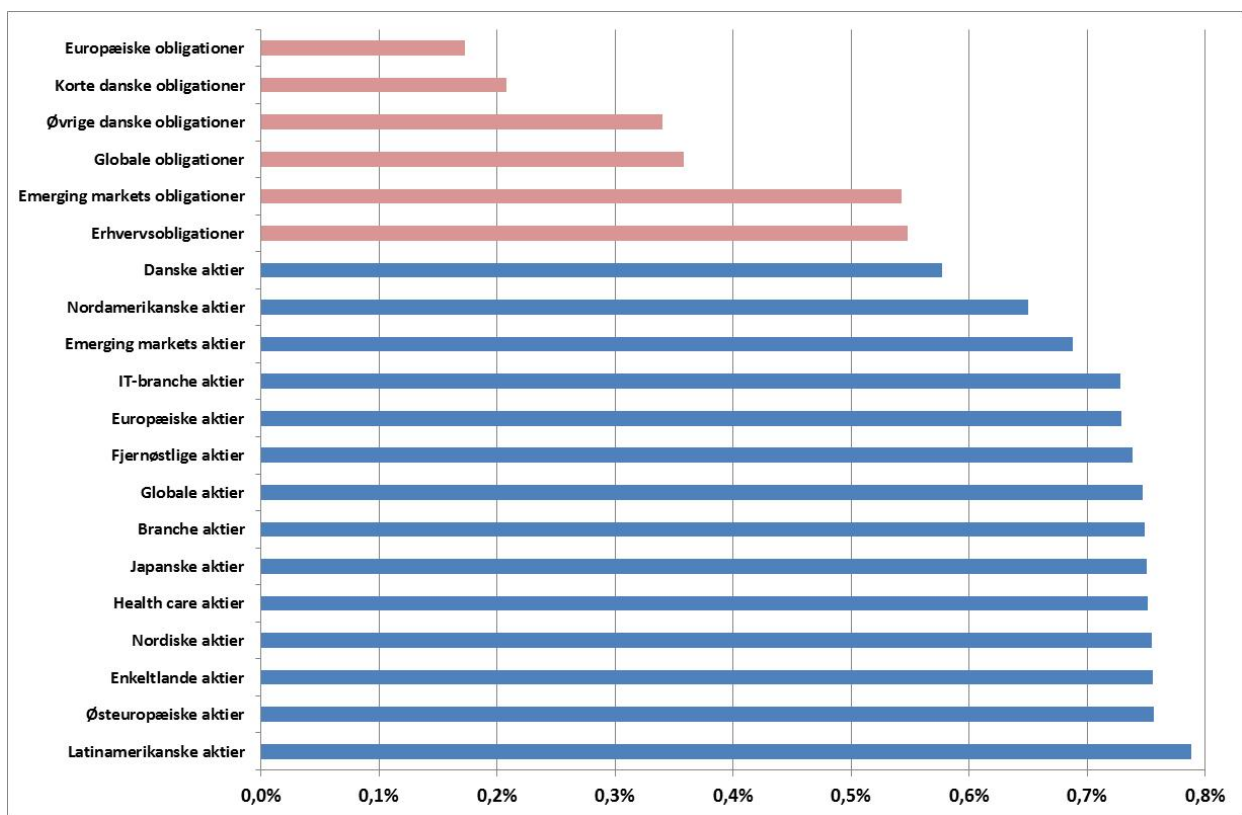
I forhold til kategorierne er det tydeligt, at formidlingsprovisionen er lavere for obligationsafdelinger end for aktieafdelinger. Yderligere er der indikationer – specielt for obligationsafdelinger – på, at formidlingsprovisionen er højest for de mere komplekse og/eller risikable afdelinger. Dette vil blive indgående analyseret i afsnit 4. For alle obligationsafdelinger ses mere præcist, at den gennemsnitlige estimerede formidlingsprovision er 0,34%, mens gennemsnittet for aktieafdelinger er 0,64%. Da alle afdelinger vægter ens i disse beregninger, selv om størrelsen af afdelingerne udviser stor variation, kan det i forhold til vurderingen af den økonomiske betydning også være relevant at se på et formuevægtet gennemsnit af formidlingsprovisionen. Dette gennemsnit viser sig at være 0,38% for obligationsafdelingerne og 0,71% for aktieafdelingerne – altså i begge tilfælde højere end det simple gennemsnit. Dette tyder på, at store afdelinger betaler mere i formidlingsprovision end de mindre afdelinger, hvilket også vil blive analyseret mere indgående i afsnit 4.

		Estimeret formidlingsprovision					Oplyst formidlingsprovision				
		Antal	Gns.	Median	Min.	Maks.	Antal	Gns.	Median	Min.	Maks.
Obligationer	Korte danske obligationer	25	0,22%	0,21%	0,00%	0,51%	21	0,25%	0,20%	0,00%	0,50%
Obligationer	Øvrige danske obligationer	51	0,29%	0,34%	0,00%	0,53%	47	0,29%	0,35%	0,00%	0,50%
Obligationer	Europæiske obligationer	6	0,18%	0,17%	0,00%	0,40%	5	0,27%	0,25%	0,15%	0,40%
Obligationer	Emerging markets obligationer	23	0,51%	0,54%	0,00%	0,86%	18	0,61%	0,58%	0,45%	0,86%
Obligationer	Globale obligationer	14	0,31%	0,36%	0,01%	0,57%	12	0,36%	0,40%	0,00%	0,56%
Obligationer	Erhvervsobligationer	23	0,50%	0,55%	0,01%	0,83%	23	0,55%	0,60%	0,00%	0,90%
Aktier	Danske aktier	28	0,56%	0,58%	0,10%	1,05%	26	0,68%	0,75%	0,20%	1,35%
Aktier	Nordiske aktier	12	0,69%	0,75%	0,24%	0,97%	12	0,72%	0,78%	0,25%	1,00%
Aktier	Europæiske aktier	41	0,60%	0,73%	0,00%	1,05%	38	0,66%	0,75%	0,00%	1,60%
Aktier	Østeuropæiske aktier	6	0,70%	0,76%	0,05%	1,05%	6	0,83%	0,80%	0,75%	1,05%
Aktier	Nordamerikanske aktier	19	0,55%	0,65%	0,05%	0,88%	17	0,68%	0,75%	0,25%	1,50%
Aktier	Enkeltlande aktier	11	0,81%	0,76%	0,55%	1,35%	10	0,90%	0,80%	0,55%	2,00%
Aktier	Japanske aktier	10	0,55%	0,75%	0,02%	0,87%	9	0,77%	0,75%	0,25%	1,60%
Aktier	Latinamerikanske aktier	6	0,80%	0,79%	0,54%	1,05%	6	0,83%	0,80%	0,55%	1,05%
Aktier	Fjernøstlige aktier	13	0,64%	0,74%	0,01%	1,05%	13	0,83%	0,75%	0,30%	1,60%
Aktier	Emerging markets aktier	14	0,64%	0,69%	0,00%	1,21%	14	0,64%	0,75%	0,00%	1,06%
Aktier	Globale aktier	53	0,65%	0,75%	0,01%	1,20%	44	0,67%	0,75%	0,00%	1,45%
Aktier	Branche aktier	11	0,77%	0,75%	0,56%	1,23%	11	0,79%	0,75%	0,55%	1,05%
Aktier	Health care aktier	7	0,69%	0,75%	0,21%	0,82%	7	1,05%	0,80%	0,75%	1,75%
Aktier	IT-branche aktier	6	0,70%	0,73%	0,56%	0,76%	6	1,00%	0,80%	0,55%	1,55%
Andet	Blandede	37	0,35%	0,46%	0,00%	0,85%	33	0,53%	0,70%	0,00%	0,85%
<b>Alle obligationsafdelinger</b>		<b>144</b>	<b>0,34%</b>	<b>0,35%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,86%</b>	<b>128</b>	<b>0,39%</b>	<b>0,35%</b>	<b>0,00%</b>	<b>1,00%</b>
<b>Alle aktieafdelinger</b>		<b>237</b>	<b>0,64%</b>	<b>0,75%</b>	<b>0,00%</b>	<b>1,35%</b>	<b>219</b>	<b>0,73%</b>	<b>0,75%</b>	<b>0,00%</b>	<b>2,00%</b>
<b>Samtlige afdelinger</b>		<b>418</b>	<b>0,51%</b>	<b>0,55%</b>	<b>0,00%</b>	<b>1,35%</b>	<b>380</b>	<b>0,60%</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,00%</b>	<b>2,00%</b>

**Tabel 2: Størrelsen af formidlingsprovisionen for de forskellige afdelingstyper.**

Tabellen viser gennemsnitlig, median, minimum og maksimum formidlingsprovision i 2010 for de forskellige typer afdelinger angivet ved IFR-kategorierne. 'Estimeret formidlingsprovision' er estimeret ud fra de "afdelingsspecifikke markedsføringsomkostninger i kr." mens 'Oplyst formidlingsprovision' er den formidlingsprovision, som er oplyst i afdelingernes prospekter – begge datasæt og de tilhørende beregninger er nøjere beskrevet i appendiks 3. I begge tilfælde er formidlingsprovisionen angivet i procent af afdelingernes formue. Kun kategorier med mindst fem afdelinger er betragtet i forbindelse med oplysninger på kategoriniveau.

Fra Tabel 2 ses yderligere, at de estimerede formidlingsprovisioner generelt er en smule lavere end de formidlingsprovisioner, der er oplyst i foreningernes prospekter.<sup>2</sup> Dette skyldes, at der er nogle få investeringsforeninger, der ikke betaler fuld formidlingsprovision på hele formuen i deres respektive afdelinger. En forklaring på dette kan være, at en del af beviserne er solgt gennem pengeinstitutter, hvor der ikke er indgået en formidlingsaftale. Det typiske billede for langt de fleste investeringsforeninger er dog, at den estimerede formidlingsprovision svarer ret præcist til den, der er oplyst i prospektet. Med andre ord betaler disse foreninger således fuld formidlingsprovision for hele formuen i de enkelte afdelinger. I de tilfælde, hvor beviser således er solgt gennem et pengeinstitut, hvor der ikke er nogen formidlingsaftale, eller hvor der er aftalt en lavere formidlingsprovision, er det vores klare indtryk, at den resterende formidlingsprovision går til moder-pengeinstituttet.<sup>3</sup>



**Figur 1: Størrelsen af formidlingsprovisionen for de forskellige afdelingstyper.**

Figuren er en grafisk illustration af medianen af den estimerede formidlingsprovision fra Tabel 2. Kun aktie- og obligationskategorier med mindst fem afdelinger er angivet.

<sup>2</sup> Det skal bemærkes, at det omvendte også er tilfældet for et par enkelte afdelinger. Den typiske forklaring er formodentlig, at disse afdelinger har sænket formidlingsprovisionen efter 2010 regnskabet. De lavere satser vil da fremgå af de satser for formidlingsprovision, som Morningstar har indsamlet fra prospekterne, mens de ikke vil fremgå af de estimerede satser.

<sup>3</sup> Dette er eksempelvis tilfældet for Danske Invest. Her fremgår det af prospektet, at Danske Bank modtager provision ... ”af de af afdelingens investeringsandele, som opbevares i depot i Danske Bank eller i pengeinstitutter uden formidlingsaftale med foreningen.” Yderligere fremgår det, at ”Aftalen indebærer endvidere, at Danske Bank via sin Investeringslinje (tlf. 55850435) yder rådgivning til investorer hjemmehørende i pengeinstitutter, som ikke har indgået formidlingsaftale med foreningen.”



Som nævnt i afsnit 2.1 udgør de årlige administrationsomkostninger typisk det største element af de omkostninger, der påløber ved at investere gennem investeringsforeninger. Det er derfor også relevant kort at beskrive, hvor stor en del af disse administrationsomkostninger, der skyldes formidlingsprovisionen. Dette betragtes i Tabel 3.

		Estimeret formidlingsprovision i % af administrationsomkostningerne				
		Antal	Gns.	Median	Min.	Maks.
Obligationer	Korte danske obligationer	25	43%	45%	0%	63%
Obligationer	Øvrige danske obligationer	51	46%	45%	0%	72%
Obligationer	Europæiske obligationer	6	29%	30%	0%	59%
Obligationer	Emerging markets obligationer	23	41%	45%	0%	63%
Obligationer	Globale obligationer	14	38%	43%	0%	57%
Obligationer	Erhvervsobligationer	23	46%	51%	1%	64%
Aktier	Danske aktier	28	43%	44%	3%	75%
Aktier	Nordiske aktier	12	45%	47%	15%	73%
Aktier	Europæiske aktier	41	42%	47%	0%	73%
Aktier	Østeuropæiske aktier	6	45%	50%	3%	59%
Aktier	Nordamerikanske aktier	19	42%	45%	10%	70%
Aktier	Enkeltlande aktier	11	52%	53%	42%	61%
Aktier	Japanske aktier	10	36%	36%	4%	62%
Aktier	Latinamerikanske aktier	6	49%	48%	40%	61%
Aktier	Fjernøstlige aktier	13	43%	40%	0%	72%
Aktier	Emerging markets aktier	14	42%	42%	0%	62%
Aktier	Globale aktier	53	45%	46%	0%	73%
Aktier	Branche aktier	11	48%	51%	26%	65%
Aktier	Health care aktier	7	47%	49%	8%	73%
Aktier	IT-branche aktier	6	42%	42%	36%	48%
Andet	Blandede	37	34%	35%	0%	75%
<b>Alle obligationsafdelinger</b>		<b>144</b>	<b>43%</b>	<b>45%</b>	<b>0%</b>	<b>72%</b>
<b>Alle aktieafdelinger</b>		<b>237</b>	<b>44%</b>	<b>46%</b>	<b>0%</b>	<b>75%</b>
<b>Samtlige afdelinger</b>		<b>418</b>	<b>43%</b>	<b>45%</b>	<b>0%</b>	<b>75%</b>

**Tabel 3: Størrelsen af formidlingsprovision for de forskellige afdelingstyper i forhold til de årlige administrationsomkostninger.**

Tabellen viser gennemsnitlig, median, minimum og maksimum formidlingsprovision i 2010 i forhold til administrationsomkostningerne for IFR-kategorierne ligeledes for 2010. Her betragtes kun 'Estimeret formidlingsprovision' som beskrevet i appendiks 3 og kun kategorier med mindst fem afdelinger er betragtet.

Fra Tabel 3 ses, at formidlingsprovisionen er forholdsvis stabil på tværs af samtlige kategorier svarende til lige i underkanten af halvdelen af de årlige administrationsomkostninger. Således er gennemsnittet (medianen) på tværs af alle afdelinger 43% (45%).

Som et sidste aspekt af formidlingsprovisionen betragtes udviklingen i denne over tid. Som beskrevet i appendiks 3 muliggør data kun at betragte perioden 2006 til 2010. Tabel 4 viser formidlingsprovisionen målt som en procentdel af afdelingernes formue. For obligationsafdelinger var den gennemsnitlige formidlingsprovision i 2006 0,36%, mens den i 2010 var 0,34%. For aktieafdelinger var den

gennemsnitlige formidlingsprovision i 2006 0,60%, mens den i 2010 var 0,64%. For aktieafdelinger er der således tale om en stigning i gennemsnittet på 0,04%-point. I appendiks 4 betragtes ændringen i formidlingsprovisionen for afdelinger der har eksisteret i hele perioden 2006-2010. Disse resultater og yderligere tests viser, at niveauet for formidlingsprovisionen er ret stabil over tid. Kun for aktieafdelinger er der tale om en begrænset stigning i formidlingsprovisionen fra 2006 til 2010.

		2006	2007	2008	2009	2010
Obligationer	Gennemsnit	0,36%	0,38%	0,38%	0,36%	0,34%
	Median	0,36%	0,38%	0,35%	0,34%	0,35%
Aktier	Gennemsnit	0,60%	0,63%	0,64%	0,61%	0,64%
	Median	0,66%	0,68%	0,70%	0,70%	0,75%
Blandede	Gennemsnit	0,31%	0,34%	0,33%	0,38%	0,35%
	Median	0,22%	0,30%	0,32%	0,44%	0,46%
Alle	Gennemsnit	0,50%	0,52%	0,53%	0,51%	0,51%
	Median	0,54%	0,55%	0,57%	0,54%	0,55%

**Tabel 4: Udviklingen i formidlingsprovision i perioden 2006-2010.**

*Tabellen viser udviklingen i den estimerede formidlingsprovision for årene 2006 til 2010. I tabellen er alle afdelinger, der eksisterer de pågældende år, medregnet.*

### 2.3 Hvad er formidlingsprovisionen betaling for?

Ovenstående definerede kort formidlingsprovision som en betaling til pengeinstitutterne for de omkostninger, der er forbundet med at stille rådgivningsfaciliteter og de bankansattes kompetencer samt et distributionsnet til rådighed i forbindelse med salg af investeringsbeviserne. Det følgende søger mere præcist at beskrive disse ydelser.<sup>4</sup>

Som det fremgår af ovenstående er der tale om, at en investeringsafdeling er karakteriseret ved en lang række faktorer som investeringsstrategi, risikoprofil, forskellige omkostninger osv. Overfor disse vigtige faktorer står privatkunden, hvis viden herom normalt vil være begrænset. Det har derfor været praksis, at investeringsbeviser markedsføres af pengeinstitutter/fondsmæglere med en forklaring om, hvad produktindholdet er. Behovet for personlig rådgivning skyldtes tidligere ikke mindst, at de officielle prospekter dels var vanskelig læsning for udenforstående, dels naturligvis ikke kunne tage udgangspunkt i den individuelle kundes specifikke behov i relation til afdelingens særlige profil.

Investeringsforeningerne har derfor – ikke mindst ud fra et salgsfremmende synspunkt – lagt vægt på, at der overfor pengeinstitutkunden blev foretaget en præsentation af afdelinger med en gennemgang af de fordele, der kunne være forbundet med at placere opsparing deri. Til dette brug er der tradition for, at foreningerne udarbejder markedsføringsmaterialer m.v. til brug for distributionen og rådgivningen gennem pengeinstitutternes filialer – og i stigende omfang også gennem netbankerne. Udover på den

<sup>4</sup> Forfatterne takker i denne forbindelse specielt InvesteringsForeningsRådet, BankInvest, Invest Administration og Maj Invest for input til denne beskrivelse. Beskrivelsen her er dog alene forfatternes og står for deres regning.

måde at købe hyldeplads har foreningernes forventning været, at (udvalgte) filialmedarbejdere i pengeinstitutterne blev sat ind i de afdelingsspecifikke karakteristika for at kunne udpege afdelinger, der passer til den enkelte kundes behov. Specielt rådgivning om de skattemæssige forhold, omkostninger og optimal asset allokering i forbindelse med investering i forskellige investeringsafdelinger kan være kompliceret.

En sådan rådgivning i pengeinstitutterne vil også indebære et rådgivningsansvar, der nødvendiggør anvendelse af kvalificeret personale. Dette rådgivningsansvar og de ressourcer, der kræves for at leve op til dette rådgivningsansvar, er steget igennem de seneste år, herunder specielt i forbindelse med indførelsen af MIFID reglerne.<sup>5</sup>

Foreningerne betragter således formidlingsprovisionen som betaling for køb af en distributionskanal og herunder som betaling til pengeinstitutterne for de uddannelses- og personaleressourcer, der skønnes nødvendige for en kvalificeret afsætning af beviserne til privatkunder.

Da kundernes behov for tilpasning af deres beholdning af allerede anskaffede beviser varierer med ændringer i såvel kundens situation som ændringer i den enkelte afdelings karakteristika, argumenteres der for, at behovet for rådgivning ikke blot er aktuelt på det initiale anskaffelsestidspunkt, men også løbende. Dette er argumentet fra foreningernes side for den løbende betaling af formidlingsprovision.

Argumentet for en graduering af satsen for formidlingsprovision mellem afdelinger med forskellig investeringspolitik er angiveligt, at visse afdelinger er mere rådgivningskrævende – eksempelvis fordi de er specialiserede. Normalt vil danske obligationsafdelinger være nemmere at gå til og kræve mindre arbejde i forhold til udenlandske obligationsafdelinger og ikke mindst i forhold til afdelinger med erhvervsobligationer. Tilsvarende vil aktieafdelinger generelt stille større krav end det, der gælder for obligationsafdelinger.

Ovenstående argumentation for formidlingsprovisionen som betaling for den service, som pengeinstitutterne leverer til investeringsforeningernes medlemmer giver anledning til bemærkninger.

Fastholdes det synspunkt, at investeringsforeningens ansvarlige ledelse indkøber kvalificeret rådgivning i pengeinstitutterne til deres medlemmer – en rådgivning, der for at være ”pengene værd” i overvejende grad vil sikre, at den enkelte investor mindst opnår en forbedring af afkastet af sin investering i forhold til situationen uden rådgivning – forekommer foreningernes evaluering af ydelsen ret overfladisk.

Det er således ikke vort indtryk fra samtaler med foreningernes repræsentanter, at der haves noget kvantitativt billede af, hvor megen rådgivning, der fås for den erlagte betaling, og om den ydede rådgivning er ”pengene værd” for den enkelte investor i sin egenskab af foreningsmedlem. Det må derfor antages, at foreningsledelserne ikke selvstændigt kan danne sig et klart billede af, om udgifterne til rådgivning er rimelige. De har kun sælgers (pengeinstitutternes) ord for det.

---

<sup>5</sup> MIFID reglerne er blandt andet beskrevet i Christiansen et al. (2011).

Det er heller ikke vort indtryk, at foreningsledelserne bedømmer medlemmernes behov for rådgivning, hvilket for så vidt er forståeligt, fordi langt det overvejende antal investorer kun har kontakt med deres pengeinstitutfilial og ikke med foreningsadministrationen. Givet er det imidlertid, at der er et varierende rådgivningsbehov blandt kunder, og at langt fra alle kunder har specifikt behov for løbende rådgivning. Ud fra dette synspunkt kan foreningerne ikke bedømme, om betalingen for rådgivning er ”pengene værd”, men burde overlade dette til individuelle forhandlinger mellem kunde og pengeinstitut.

I MIFID-sammenhæng (og i almindelig praksis før MIFID trådte i kraft) er investeringsbeviser værdipapirer på linje med andre værdipapirer. Når det gælder børsnoterede aktier og obligationer, betaler udstederne ikke for rådgivning i de distribuerende pengeinstitutter. Her betales kurtage ved køb (og salg) samt løbende depotomkostninger. Ud fra et rådgivningsmæssigt synspunkt er børsnoterede aktier ikke mindre krævende i relation til den enkelte kunde. Pengeinstituttet har i forbindelse med rådgivning under alle omstændigheder en forpligtelse til at vurdere den enkelte kunde og udstikke rammer for sin rådgivning baseret på denne vurdering. Investeringsforeningerne betaler med andre ord for en ydelse, som andre udstedere ikke betaler for.

Hvad foreningen kan opnå ved betaling af formidlingsprovision, er derfor formodentlig at blive anbefalet frem for andre potentielle investeringsmuligheder, der ikke er indtægtsgivende for pengeinstituttet.

### 3. Betydningen af formidlingsprovisionens størrelse

I dette afsnit belyses, hvad de typiske formidlingsprovisioner betyder for medlemmernes investeringer. Dette kan gøres på forskellige måder, og billedet kan både afhænge af, hvilken måde dette gøres på samt hvilke antagelser, der benyttes. Vi har her valgt at følge stort set samme fremgangsmåde, som anvendt i Bechmann og Rangvid (2004) i forbindelse med deres illustration af, hvad de andre typer af omkostninger har af betydning for afkastet af investeringsbeviser.

Mere præcist tages der udgangspunkt i en hypotetisk investor, der ønsker at investere 100.000 kr. i typiske obligations- og aktieafdelinger. For denne investor betragtes betydningen af en formidlingsprovision svarende til henholdsvis den gennemsnitlige og den maksimale formidlingsprovision for den betragtede type afdeling (obligations- eller aktieafdeling).

For at foretage disse beregningerne er det nødvendigt med nogle antagelser. Det antages, at obligationsafdelinger kan opnå et afkast på 4% p.a. før omkostninger, mens aktieafdelinger kan opnå et afkast på 7% p.a. før omkostninger.<sup>6</sup> Formidlingsprovision varieres som nævnt fra gennemsnittet til maksimum for obligations- og aktieafdelinger jf. Tabel 2. Yderligere antages i forlængelse af resultaterne i Tabel 3,

---

<sup>6</sup>Disse antagelser er baseret på de såkaldte Samfundsforudsætninger for pensionsfremskrivninger udarbejdet af Finansrådet i samarbejde med L&P branchen, se [www.finansraadet.dk](http://www.finansraadet.dk).

at de samlede administrationsomkostninger svarer til det dobbelte af formidlingsprovisionen. Der ses bort fra andre omkostninger, eftersom disse har mere begrænset betydning for konklusionerne.

Tabel 5 viser betydningen af formidlingsprovisionen for den slutformue, man vil opnå ved investering i obligations- og aktieafdelinger med ovenstående forudsætninger for forskellige investeringshorisonter. De bagvedliggende beregninger er yderligere beskrevet i appendiks 2.

Obligationer	Horisont (år)	Slutformue		Forskel i kr.	Forskel i %
		med betaling af formidlingsprovision	uden betaling af formidlingsprovision		
Gennemsnit 0,34%	2	106.750	107.454	704	0,7%
	7	125.687	128.611	2.924	2,3%
	20	192.171	205.222	13.051	6,8%
Maksimum 0,86%	2	104.612	106.379	1.767	1,7%
	7	117.094	124.162	7.068	6,0%
	20	156.969	185.585	28.616	18,2%
Aktier	Horisont (år)	Slutformue		Forskel i kr.	Forskel i %
		med betaling af formidlingsprovision	uden betaling af formidlingsprovision		
Gennemsnit 0,64%	2	111.767	113.124	1.357	1,2%
	7	147.605	153.974	6.370	4,3%
	20	304.189	343.215	39.027	12,8%
Maksimum 1,35%	2	108.785	111.619	2.834	2,6%
	7	134.273	146.922	12.648	9,4%
	20	232.106	300.186	68.080	29,3%

**Tabel 5: Betydning af formidlingsprovision ved investering af 100.000 kr. i henholdsvis obligations- og aktieafdelinger.**

Beregningerne viser, hvad 100.000 kr. vil være vokset til for forskellige horisonter og for afdelinger med en formidlingsprovision svarende til gennemsnittet og den maksimale for den pågældende type af afdeling. I beregningerne er antaget, at obligationsinvesteringer før omkostninger giver et afkast på 4% p.a., mens aktieinvesteringer giver 7% p.a. Yderligere er det antaget, at formidlingsprovisionen udgør halvdelen af de samlede administrationsomkostninger. Der ses bort fra andre typer omkostninger. Beregningerne er beskrevet i yderligere detaljer i appendiks 2.

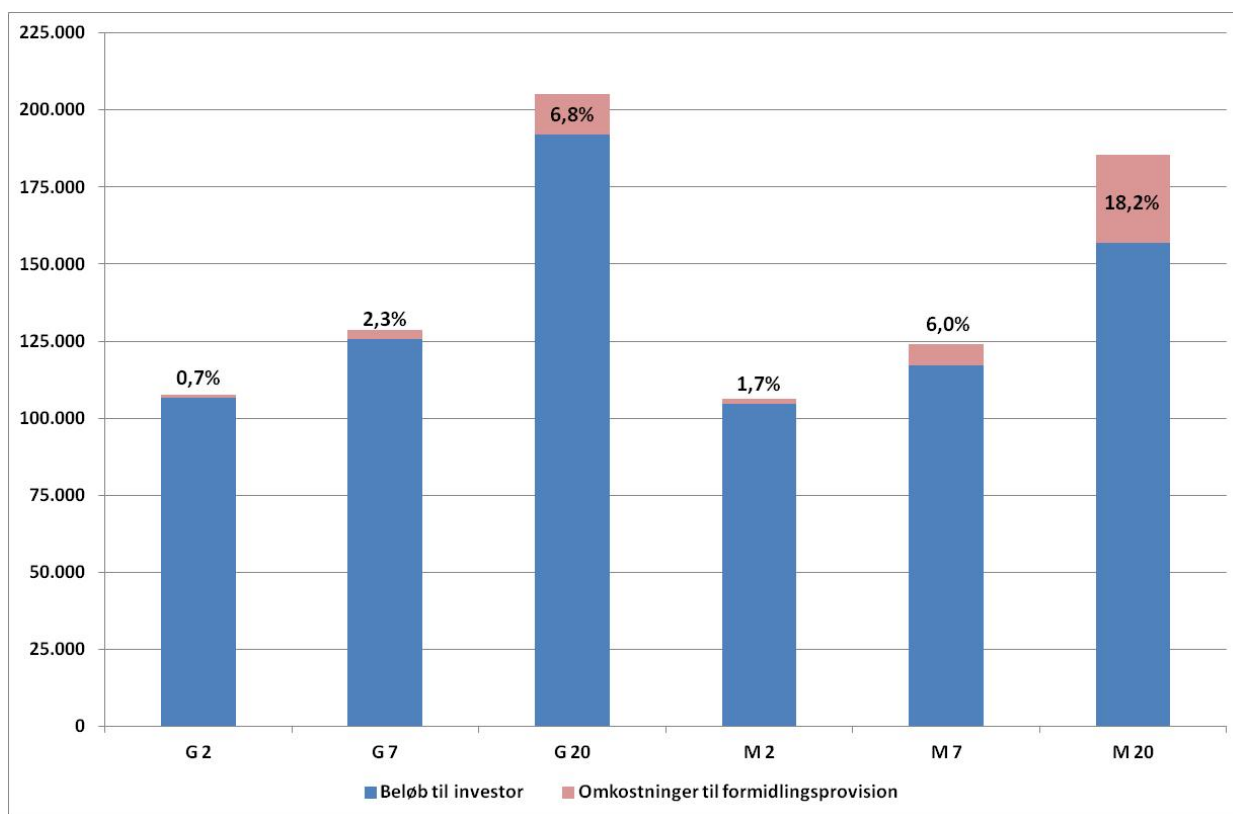
Figur 2 og Figur 3 giver en grafisk illustration af resultaterne fra Tabel 5. Fra tabellen og figurerne ses, at formidlingsprovision har betydning for den slutformue, man kan opnå ved investering i investeringsforeninger.<sup>7</sup> Således ses eksempelvis, at hvis man investerer i en obligationsafdeling, der betaler på formidlingsprovision på 0,34% svarende til den gennemsnitlige formidlingsprovision blandt obligationsafdelinger, vil en investering på 100.000 kr. over en repræsentativ horisont på 7 år (og givet antagelser om et afkast på 4%) være vokset til ca. 126.000 kr. Investerede man derimod i en afdeling,

<sup>7</sup> I forlængelse af disse beregninger skal det igen understreges, at beløbenes størrelse naturligvis afhænger af antagelser om afkast og administrationsomkostninger. De relative konsekvenser for slutformuen, som formidlingsprovisionen giver anledning til, er dog forholdsvis upåvirkede af ændringer i disse antagelser. Yderligere analyser heraf kan fås ved henvendelse til forfatterne eller foretages i forlængelse af beskrivelsen i appendiks 2.

der ikke betaler formidlingsprovision, ville man have en slutformue på ca. 129.000 kr., og man vil have betalt 2.924 kr. i formidlingsprovision, svarende til at slutformuen ville være 2,3% højere i tilfældet uden formidlingsprovision.

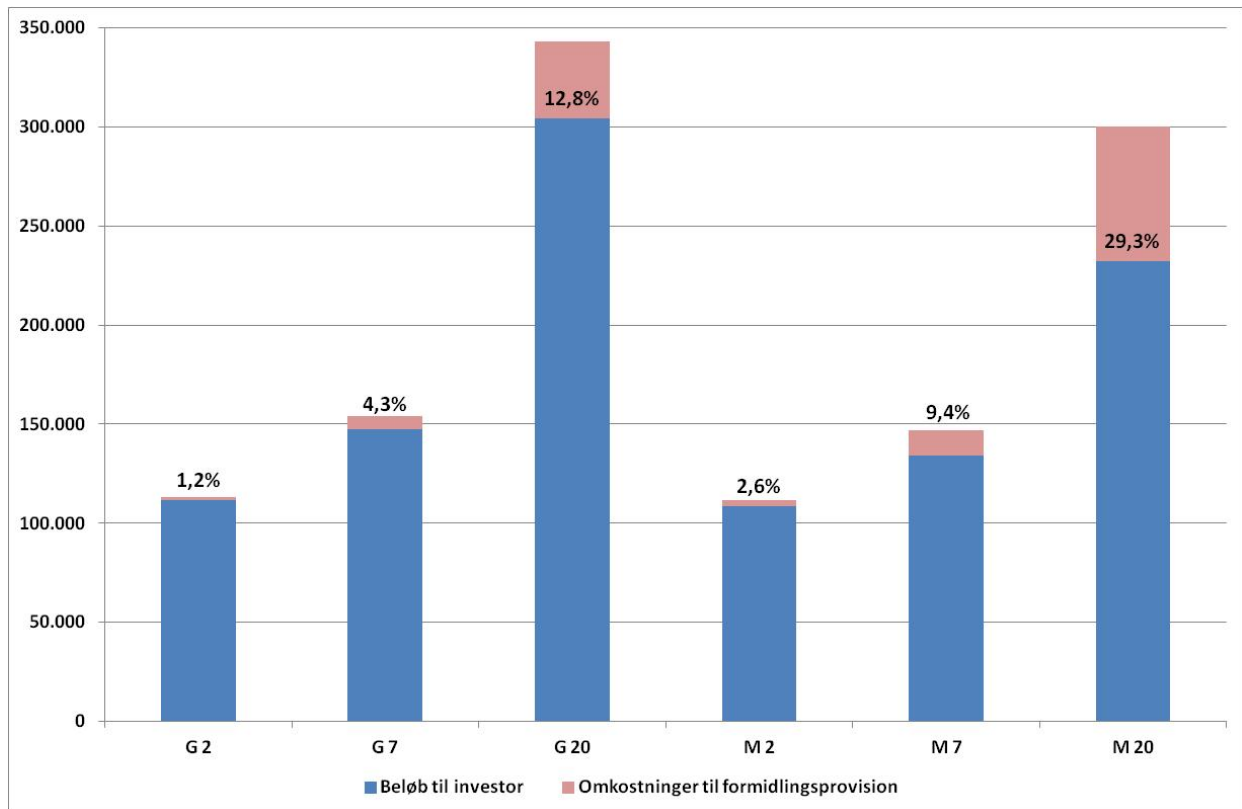
Tilsvarende ses, at man for en aktieafdeling med den gennemsnitlige formidlingsprovision på 0,64% over en horisont på 7 år (og givet antagelser om et afkast på 7%) vil have en slutformue på ca. 148.000 kr. Investerede man derimod i en afdeling, der ikke betaler formidlingsprovision, vil man have en slutformue på ca. 154.000 kr., og man vil have betalt 6.370 kr. i formidlingsprovision, svarende til at slutformuen ville have været 4,3% højere i tilfældet uden formidlingsprovision.

Betragtes længere investeringshorisonter eller højere formidlingsprovisioner bliver den negative effekt af formidlingsprovision større. Da satserne for formidlingsprovision, jf. Tabel 2, varierer betydeligt på tværs af ellers sammenlignelige afdelinger, så viser resultaterne her, at det kan have stor betydning for resultatet af en investering i investeringsforening, om man investerer i en afdeling med høj eller lav formidlingsprovision (eller andre omkostninger naturligtvis).



**Figur 2: Betydning af formidlingsprovision ved investering af 100.000 kr. i obligationsafdelinger.**

Figuren er en grafisk illustration af resultaterne i Tabel 5. De betragtede investeringshorisonter er på henholdsvis 2, 7 og 20 år. G henviser til en formidlingsprovision svarende til gennemsnittet for alle obligationsafdelinger (0,34%), mens M svarer til en formidlingsprovision på maksimum for alle obligationsafdelinger (0,86%).



**Figur 3: Betydning af formidlingsprovision ved investering af 100.000 kr. i aktieafdelinger.**

Figuren er en grafisk illustration af resultaterne i Tabel 5. De betragtede investeringshorisonter er på henholdsvis 2, 7 og 20 år. G henviser til en formidlingsprovision svarende til gennemsnittet for alle aktieafdelinger (0,64%), mens M svarer til en formidlingsprovision på maksimum for alle aktieafdelinger (1,35%).

#### 4. Hvad bestemmer formidlingsprovisionens størrelse?

I dette afsnit analyseres sammenhængen mellem størrelsen af formidlingsprovisionen og forskellige karakteristika for de enkelte investeringsafdelinger. Først gives en kort beskrivelse af den anvendte metode og de undersøgte karakteristika for afdelingerne. Dernæst præsenteres de væsentligste resultater, og endelig diskuteres robustheden af disse.

##### 4.1 Metode

Sammenhængen mellem formidlingsprovision og karakteristika ved investeringsafdelingerne undersøges ved at foretage en række regressioner, der alle er varianter af følgende

$$(1) \quad FP_i = \alpha_0 + \alpha_1 Aktier_i + \alpha_2 Risiko_i + \alpha_3 Aktiv_i + \alpha_4 Størrelse_i + \alpha_5 Alder_i$$

Her er  $FP_i$  formidlingsprovisionen for afdeling  $i$ , idet både den estimerede og oplyste formidlingsprovision betragtes for 2010.

$Aktier_i$  er en dummyvariabel: 1 for aktieafdelinger og 0 for obligationsafdelinger,  $Risiko_i$  er afdelingens risiko generelt målt ved standardafvigelsen af afdelingens afkast som beregnet af InvesteringsForeningsRådet,  $Aktiv_i$  er dummyvariabel: 1 for aktivt forvaltede afdelinger og 0 for indeksforeninger jf. investeringsforeningernes egen angivelse heraf,  $Størrelse_i$  er afdelingens størrelse typisk målt ved logaritmen af afdelingens formue, og  $Alder_i$  er afdelingens alder målt i år.

Derudover vil der også i udvalgte regressioner blive inkluderet dummyvariable for de investeringsforeninger, som de enkelte afdelinger er en del af. Dette gøres blandt andet for at undersøge robustheden af resultaterne overfor eventuelle systematiske forskelle på tværs af foreningerne. Sådanne forskelle kan skyldes, at nogle foreninger anvender en anden struktur i forbindelse med betaling af formidlingsprovision, eller at der for nogle af investeringsforeningerne er tale om, at de afdelingsdirekte markedsføringsomkostninger er estimeret af foreningen som kort nævnt i appendiks 3. Endelig kan det ikke udelukkes, at der simpelthen er foreninger, der generelt betaler en højere formidlingsprovision end andre foreninger.

## 4.2 Resultater

Resultater fra ovennævnte regression er angivet i Tabel 6. Fra tabellen følger en række interessante resultater i forhold til, hvad der er bestemmende for formidlingsprovisionens størrelse. For det første ses, at aktieafdelinger generelt har en højere formidlingsprovision end obligationsafdelinger. Dette er i overensstemmelse med resultaterne i Tabel 2, men det skal her bemærkes, at dette således også gælder, når der korrigeres for andre karakteristika ved afdelingerne.

For det andet ses en positiv og meget signifikant sammenhæng mellem risiko (her målt som 3 års standardafvigelse af afkast) og størrelsen af formidlingsprovisionen. Dette betyder med andre ord, at selv efter at der korrigeres for forskellen i niveau af formidlingsprovision mellem aktie- og obligationsafdelinger, så er der tale om, at der betales den højeste formidlingsprovision for afdelinger med den højeste risiko målt ved standardafvigelse af afkast.

For det tredje viser tabellen, at formidlingsprovisionen er højere i de aktivt forvaltede afdelinger end i indeksforeninger. Dette ses specielt af resultaterne i det tilfælde, hvor der ikke inkluderes foreningsdummyvariable.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> At resultaterne bliver mindre signifikante, når der inkluderes dummyvariable for investeringsforening skyldes primært, at så bliver de alt andet lige lavere formidlingsprovisioner for indeksforeningen Sparindex fanget af dummy-variablen for denne investeringsforening frem for gennem variabelen Aktiv. Den væsentligste grund til forskellen mellem resultaterne for Estimeret og Oplyst formidlingsprovision er, at indeksafdelingerne i Danske Invest Indeks i 2010 havde en formidlingsprovision på niveau med de aktivt forvaltede afdelinger, men at provisionen senere blev nedsat væsentlig, hvilket indgår i de oplyste formidlingsprovisioner, som Morningstar har indsamlet.



I forhold til afdelingernes størrelse og alder er resultaterne knap så entydige og signifikante, som de andre resultater omtalt i det ovenstående. For specielt størrelse er der dog indikationer på en positiv sammenhæng, eftersom størrelse generelt optræder med positive estimater, der i flere tilfælde er signifikante (se også yderligere resultater i appendiks 4 jf. diskussionen i afsnit 4.3). Dette er ganske interessant, eftersom en række af argumenterne for betaling af formidlingsprovision synes at tilsige, at der burde være en negativ sammenhæng, således at formidlingsprovisionen målt i procent af afdelingens formue var faldende med størrelse. Denne diskussion vender vi tilbage til i afsnit 5.

Sluttelig skal det bemærkes, at forklaringsgraden er forholdsvis pæn, eftersom regressionen forklarer mellem knap 40% til 80% af variationen i formidlingsprovisionen på tværs af afdelingerne.

	Estimeret	Oplyst	Estimeret	Oplyst
Konstant	-0,0078 ***	-0,0049 **	0,0006	-0,0027
Aktier	0,0013 ***	0,0020 ***	0,0010 ***	0,0015 ***
Risiko	0,0132 ***	0,0129 ***	0,0140 ***	0,0138 ***
Aktiv	0,0022 ***	0,0040 ***	0,0003	0,0024 ***
Størrelse	0,0003 ***	0,0002 **	0,0001	0,0002 *
Alder	0,0004 *	-0,0003	0,0002	0,0000
Forenings-dummyer	Nej		Ja	
$R^2$	0,37	0,40	0,69	0,77

**Tabel 6: Sammenhæng mellem formidlingsprovision og investeringsafdelingernes karakteristika.** Tabellen viser OLS-resultaterne fra regressionen i ligning (1) i tilfældet uden og med dummyer for investeringsforeninger. I ovenstående anvendes 3 års standardafvigelse som risikomål, hvorfor der kun indgår foreninger for hvilke dette findes (svarende til 360 afdelinger med estimeret formidlingsprovision og 342 afdelinger med oplyst formidlingsprovision). \*\*\*, \*\*, \* angiver signifikans på henholdsvis 1%, 5% og 10% niveau.

### 4.3 Robusthed og yderligere resultater

Ovenstående resultater er ganske robuste. Som det allerede ses i Tabel 6, er konklusionerne de samme uafhængigt af, om estimeret eller oplyst formidlingsprovision betragtes. Tilsvarende fås samme konklusioner uafhængigt af om der korrigeres for systematiske forskelle mellem de enkelte investeringsforeninger.

Disse resultater bygger på OLS-regression, der kan være følsom overfor ekstreme observationer. For at undersøge om dette eventuelt skulle være tilfældet, er alle regressionerne foretaget med en såkaldt robust-regression, der er mindre følsom overfor ekstreme observationer. Resultaterne fra disse regressioner findes i appendiks 4, og konklusionerne baseret på disse er helt i overensstemmelse med ovenstående.

For yderligere at undersøge robustheden af ovenstående konklusioner er der foretaget en række yderligere regressionser. Disse regressionser og konklusionerne herfra beskrives kort i det følgende.<sup>9</sup>

Først og fremmest er der så vidt muligt foretaget de samme regressionser, men hvor de anvendte variable er forsøgt defineret og målt anderledes. Et eksempel er, at der som mål for risiko i stedet er anvendt standardafvigelsen beregnet på basis af en tidsperiode på 5 år i stedet for 3 år. Konklusionerne baseret på disse regressionser er helt i overensstemmelse med ovenstående.

Tilsvarende er der foretaget regressionser, hvor der er inkluderet andre variable. Et eksempel er regressionser, hvor de årlige administrationsomkostninger er inkluderet. Disse regressionser viser en positiv og meget signifikant sammenhæng mellem administrationsomkostninger og formidlingsprovision. Dette er dog helt som forventet, eftersom formidlingsprovisionen netop indgår som en del af administrationsomkostningerne. Derfor er det også undersøgt, om der er en sammenhæng mellem formidlingsprovisionen og administrationsomkostningerne fratrukket formidlingsprovisionen. Regressionsresultaterne viser her, at denne sammenhæng generelt er positiv men med svingende signifikans – enkelte gange signifikant på 5%-10% niveau men typisk insignifikant. Dette betyder, at der er en klar tendens til, at afdelinger med høje formidlingsomkostninger også har høje administrationsomkostninger, men at dette i nogen grad netop skyldes formidlingsomkostningerne selv.

## 5. Formidlingsprovision og rådgivning

Vi vil gerne starte vores diskussion af formidlingsprovisionens rolle i forhold til salg af investeringsbeviser med at slå én ting fast: Vi finder det helt naturligt, at pengeinstitutter bliver betalt for at stille et distributionsnet til rådighed og for det arbejde, som de faktisk laver eksempelvis i forbindelse med rådgivning af deres private kunder. Det følgende vil derfor mere nuanceret diskutere, om formidlingsprovisionen synes at have en fornuftig størrelse i forhold til det arbejde, der leveres af pengeinstitutterne, og om betalingen af formidlingsprovisionen kan risikere at skabe uheldige incitamenters i forbindelse med salg af investeringsbeviser.

De følgende diskussioner og forsøg på at drage konklusioner vil i vid udstrækning tage udgangspunkt i de beskrivelser og resultater, der fremgår af de tidligere afsnit i denne rapport. Vi vil dog også inddrage observationer og oplysninger fra personer med tilknytning til branchen, samt hvad vi selv har gjort af erfaringer i forbindelse med, at vi tidligere har beskæftiget os med investeringsforeninger.

### 5.1 Har formidlingsprovisionen samlet set en passende størrelse?

Det er naturligvis et godt spørgsmål, om den samlede formidlingsprovision har en passende størrelse i forhold til de ydelser, som investeringsforeninger køber hos pengeinstitutterne. Som udgangspunkt er det også et spørgsmål, som denne rapport ikke eksplicit er blevet bedt om at besvare. Vi vil dog kort i

---

<sup>9</sup> Selve regressionsresultaterne er af pladshensyn udeladt i denne rapport, men de kan fås ved henvendelse til forfatterne.

det følgende forklare, hvorfor vi mener, at en samlet betaling på 2,3 mia. kr. i 2010 ikke synes at være et udtryk for en markedspris bestemt på et marked med fri konkurrence og herunder også argumentere for, at betalingen efter vores vurdering virker høj.

Som argument for formidlingsprovisionens størrelse har det blandt andet været fremført, at denne er markedsbestemt baseret på fri konkurrence på investeringsforeningsområdet. Modsat har der fra flere sider tidligere været argumenteret for, at konkurrencen er begrænset, blandt andet fordi mange investeringsforeninger har tætte relationer til et eller flere ”moder- pengeinstitutter”, og fordi der er begrænset konkurrence fra udenlandske investeringsforeninger, se specielt Konkurrencestyrelsen (2006) og Karlsson og Ristorp-Thomsen (2008).

Imod konkurrenceargumentet taler også, at pengeinstitutfilialerne er fuldstændigt dominerende som distributionssted for investeringsbeviser. Det enkelte pengeinstitut har derfor – i relation til de mange konkurrerende foreninger – typisk noget, der ligner en monopolposition. Teoretisk implicerer denne markedsform, at mellemhandleravancen vil være højere end i en situation med fuldkommen konkurrence mellem distributører. Den løbende formidlingsprovisions størrelse og den måde, hvorpå den betales, kan derfor dække over, at foreningernes ledelser (der har egeninteresse i at være i en stor forening) betaler pengeinstitutterne for markedsadgang via denne post.<sup>10</sup>

Som beskrevet i afsnit 2.3 kan det ikke afvises, at kundens mulighed for løbende rådgivning (som er det væsentligste argument for den årligt tilbagevendende betaling af provision) beslaglægger ressourcer i pengeinstituttet. Betragtes formidlingsprovisionens samlede størrelse, virker den høj i betragtning af, at kunderne som altovervejende hovedregel sjældent skifter produkt (jf. eksempelvis argumenterne for at anvende en gennemsnitlig investeringsperiode på 7 år i forbindelse med beregning af ÅOP). Meget taler for, at kun en begrænset andel af kunderne omlægger deres beholdning i den tid, de er medlemmer af en investeringsforening. Det er derfor sandsynligt, at den afgørende rådgivning finder sted ved købet, hvor tegningsprovision eller kurtage vil være med til at godtgøre udgiften.

Vi mener også, at der i resultaterne er indikationer på, at formidlingsprovisionen ikke er bestemt som en markedspris på den ydelse, der rent faktisk leveres af pengeinstitutterne i forbindelse med rådgivning af kunder. For det første så virker det, jf. afsnit 2.3, ikke som om foreningsledelserne evaluerer medlemmernes behov for og brug af pengeinstitutternes rådgivning. For det andet har formidlingsprovisionen været forholdsvis konstant i perioden 2006 til 2010 på trods af, at der blandt andet i perioden er kommet øgede krav i forhold til kunderådgivning i form af MIFID, ligesom antallet af nye kunder og formuernes størrelse har svinget betydeligt i denne periode, hvilket må formodes at ville give anledning til ændringer under et markedsdrevet regime.

En anden indikation på, at formidlingsprovisionen ikke alene er en markedsbestemt betaling for de rådgivningsressourcer, der stilles til rådighed, er sammenhængen mellem en afdelings størrelse og

---

<sup>10</sup> En anden mulighed for at betale for markedsadgang kunne være porteføljemanagementposten, men her vil foreningsledelsen have større problemer med at retfærdiggøre høje rådgivningsomkostninger. Konkurrencen virker bedre på dette delmarked.

formidlingsprovisionen. Som beskrevet i afsnit 4.2 var denne sammenhæng ikke negativ som forventet, men derimod snarere positiv. Der er således her ingen stordriftsfordele at spore, hvilket virker mærkværdigt i forhold til, hvad formidlingsprovision i givet fald er betaling for. Specielt må den relevante omkostning for pengeinstituttet i forhold til rådgivningsressourcer vel primært være antallet af afdelinger, de skal uddanne medarbejdere til at rådgive om, samt evt. også antallet af nye kunder. I takt med den betydelige vækst i en afdelings formue burde der have været basis for reduktion af formidlingsprovisionsprocenten. At dette ikke er tilfældet, men at tendensen tværtimod har været det omvendte, antyder, at en anden mekanisme (også) gør sig gældende: Formidlingsprovisionen udgør en af den enkelte investeringsforenings konkurrenceparametre i kampen med andre investeringsforeninger om at ligge øverst, når kunderådgiveren skal anbefale kunden, hvad vedkommende skal investere i.

Det kan her også være en naturlig tanke, at de ”koncern-forbundne” investeringsforeninger har svært ved at agere frit og selv fastsætte formidlingsprovisionens størrelse. De har kun i begrænset omfang alternative distributionsmuligheder og er derfor i højere grad presset til at betale den formidlingsprovision, som der mere eller mindre bliver bedt om fra moder-pengeinstituttets side. Dette niveau vil så være med til at sætte niveauet (eller eventuelt en nedre grænse) for, hvad andre mere uafhængige investeringsforeninger må betale for at købe hyldeplads.

## 5.2 Har formidlingsprovisionen uheldige konsekvenser?

I afsnit 4 blev det vist, at formidlingsprovisionen generelt er højere for de aktivt forvaltede afdelinger og for afdelinger med høje risikomål. Alt andet lige har pengeinstitutterne således et økonomisk incitament til at anbefale de aktivt forvaltede afdelinger frem for de typisk billigere indeksafdelinger. Da mange aktivt forvaltede afdelinger blandt andet på grund af de højere omkostninger generelt har svært ved at slå deres benchmark (typisk et indeks), så kan en anbefaling om at købe en aktivt forvaltet afdeling frem for en indeksafdeling være imod kundens interesse.

Dette er helt på linje med Karlsson og Ristorp-Thomsen (2008), der som forklaring på den begrænsede udbredelse af indeksforeninger blandt andet konkluderer at: ”På udbudssiden spiller distributionsnettet gennem bankerne en betydelig rolle. Bankerne har et økonomisk incitament til at anbefale de aktive fonde, der typisk genererer højere indtjening til banken...”.

At formidlingsprovisionen typisk er højere for de mere risikable og/eller komplekse afdelinger kan også have uheldige konsekvenser i forbindelse med pengeinstitutternes salg af investeringsbeviser. Som det fremgår af anbefalingerne i Engsted et al. (2011), er det som udgangspunkt ikke de mere risikable og komplekse specialafdelinger, som en typisk privatkunde bør investere i.

Yderligere viste afsnit 4 også, at formidlingsprovisionen generelt er højere for aktieafdelinger end for obligationsafdelinger men også, at der for obligationsafdelinger er tale om en betragtelig formidlingsprovision på i gennemsnit 0,34%. Sidstnævnte kan som uheldig konsekvens have den effekt, at mange kunder anbefales at foretage obligationsinvesteringer igennem investeringsforeninger

frem for ved en direkte investering i obligationer. For en række obligationsinvesteringer er der nemlig begrænsede fordele at hente ved at investere igennem en investeringsforening – og med de højere omkostninger specielt forårsaget af formidlingsprovisionen er det i en række tilfælde ikke i kundens interesse at blive anbefalet obligationsafdelinger, se Christiansen et al. (2011).

Endelig finder vi også, at det er en uheldig konsekvens af formidlingsprovisionen, at de kunder, der ikke ønsker (eller bare ikke modtager) rådgivning, i så udpræget grad kommer til at betale for denne. For de langsigtede investorer er der tale om et ganske betydeligt beløb (både i absolutte og relative størrelser) som vist i afsnit 2. Tilsvarende er der tale om, at større investorer betaler for, at mindre investorer har adgang til rådgivning. Dette rejser naturligvis spørgsmålet om, hvorfor det er foreningen, der påtager sig at betale for rådgivningen af sine medlemmer? Det ville være mere naturligt, hvis pengeinstituttet opkrævede betaling for dette. Når dette ikke er tilfældet – og når det i praksis næppe er muligt at få et pengeinstitut til aktivt at sælge en forenings produkter, der ikke betaler løbende provision – forekommer det mest sandsynligt, at der ligger konkurrencemæssige årsager bag.<sup>11</sup>

I forlængelse af dette argument synes det også uheldigt, at en betaling for rådgivning til en kunde i så udpræget grad afhænger af, hvad der konkret bliver solgt i forbindelse med rådgivningen – og det vel og mærke en betaling, der i givet fald vil gentage sig hvert eneste år lige så længe, som den pågældende kunde fastholder sin investering. Som i tilfældet med obligationsinvesteringer vil pengeinstitutterne også typisk have en økonomisk fordel ved at anbefale, at aktieinvesteringer sker gennem investeringsforeninger i stedet for ved direkte investeringer. Dette på trods af, at direkte investeringer i mange tilfælde – og specielt i forhold til omkostningerne – kan være at foretrække, se Engsted et al. (2011).

Uafhængigt af hvad formidlingsprovisionen er betaling for, er det imidlertid langt fra sikkert, at pengeinstituttets kunder har viden om, at køb af et investeringsbevis udløser en betaling til pengeinstituttet, som kunden selv indirekte betaler gennem en reduktion af det løbende afkast. Selv om pengeinstitutter er forpligtet til at give kunden en årlig oversigt over gebyrbetalingerne i forbindelse med kundeforholdet, optræder størrelsen af den årligt betalte formidlingsprovision ikke her. Dette er medvirkende til at skjule de sande omkostninger ved at holde investeringsbeviser over for kunden.

### 5.3 Forslag til forbedringer

Et første meget nærliggende forslag til en forbedring er, at det gøres mere synligt og gennemsigtigt hvilke omkostninger, der rent faktisk påløber i forbindelse med investeringsforeningernes betaling for distribution, og hvad den enkelte kunde dermed i en given situation betaler for at få rådgivning. Ved at

---

<sup>11</sup> Et eksempel til illustration af dette er LD Invest (nu Maj Invest). LD Invest slog sig oprindeligt op på at ville holde omkostningerne nede og fravalgte derfor betaling af formidlingsprovision. På trods af de lave omkostninger og ganske pæne afkast (og Morningstar Ratings) så var det meget begrænset, hvad investeringsforeningen fik af nye kunder. Det ændrede sig dog betydeligt, da LD Invest i december 2009 besluttede at betale formidlingsprovision for udvalgte afdelinger, se Morningstar (2011a).

skabe en større synlighed omkring netop denne omkostning kan det enten være, at kunden i højere grad stiller krav i forhold til rådgivningen og/eller bliver opmærksomme på omkostninger mere generelt og på de incitamenter, som det kan give pengeinstituttet. Baseret på et studie af investorers valg af investeringsafdelinger på den såkaldte Folkebørs fandt Bechmann og Rangvid (2007), at investorerne også lagde vægt på omkostningsforskelle mellem investeringsafdelinger, når denne information blev præsenteret på en overskuelig måde, der gjorde det nemt at forholde sig til omkostninger på tværs af forskellige investeringsafdelinger.

En anden mulighed er, at investeringsforeningerne i langt højere grad tilbyder – og privatkunder er opmærksomme på – muligheden for helt at fravælge rådgivning. Et interessant eksempel er Danske Invest Online, der består af to indeksafdelinger – en obligationsafdeling og en aktieafdeling. Af beskrivelsen af Danske Invest Online fremgår (se <http://www.danskeinvest.dk>):

*Online Indeks Globale Aktier og Online Indeks Danske Obligationer kan kun handles af private investorer, som har indgået aftale med Danske Bank om Danske Investering Online. Afdelingerne henvender sig til private investorer, der har fravalgt rådgivning fra Danske Bank og som føler sig fortrolige med investeringsmarkederne og er parate til selv at træffe beslutningerne.*

*Administrationsomkostningerne er derfor lavere end i øvrige Danske Invest afdelinger.*

*Afdelingerne er indeksbaserede. Det betyder, at afdelingernes sammensætning ligger tæt op ad sammensætningen i det benchmark, afdelingerne følger. Indeksbaserede afdelingers afkast vil derfor også ligge tæt op ad indeksets afkast.*

For fuldstændighedens skyld kan det nævnes, at de to afdelinger har en formidlingsprovision på kun 0,02% og samlede administrationsomkostninger på 0,23% for obligationsafdelingen og 0,31% for aktieafdelingen. Dette må siges at være lavt i forhold til andre afdelinger.

Endelig vil det være en mulighed at øge konkurrencen fra eksempelvis udenlandske foreninger og herunder specielt udenlandske afdelinger med lave omkostninger såsom indeksforeninger og de såkaldte ETF'ere. Vi er bekendt med, at sådan konkurrence i første omgang måske kun har begrænset effekt, da pengeinstitutterne som nævnt sidder tungt på markedsføringen af investeringsforeningerne. Vi er dog overbevidste om, at hvis flere investeringsforeninger med lave omkostninger markedsførte sig selv, så kunne det være med til at øge privates opmærksomhed på netop betydningen af omkostninger.

Alt ovenstående har dog kun for alvor en effekt, hvis private opsparere i højere grad interesserer sig for deres investeringer og herunder de relaterede omkostninger. Dette er et tilbageværende problem i disse diskussioner omkring finansielle ydelser og de tilhørende omkostninger. Det er således primært ved at være mere opmærksomme på omkostningerne, at private opsparere kan få reduceret disse og dermed alt andet lige få et højere afkast ud af opsparingen. Dette kan blandt andet ske ved at stille flere krav til

pengeinstitutterne i forbindelse med rådgivning og herunder efterspørge produkter med lave omkostninger eksempelvis i forhold til formidlingsprovision.

Afslutningsvis vil vi nævne, at vi mener, at markedet er bedst tjent ved, at det er kunderne, der i højere grad bliver bekendt med betydningen af omkostningerne og ud fra de valgmuligheder, der her haves, tager et kvalificeret valg. Hvis man eksempelvis helt omlagde betalingen for rådgivning til at være betaling i forbindelse med salg (tegningsprovision), kan dette skabe incitamenter til at kunden i højere grad anbefales løbende at omlægge sine investeringer, hvilket heller ikke vil være i kundens interesse.

Tilsvarende kan det have uheldige konsekvenser, hvis man gik ind og helt fjernede pengeinstitutternes muligheder for at tjene på at rådgive om og sælge investeringsbeviser. Hvis man gjorde det, kan det skabe incitamenter hos pengeinstitutterne til i stedet at tjene på at anbefale kunderne helt andre investeringer, hvor pengeinstituttet har en større indtjening. Sådanne andre investeringer kunne være investeringer i komplekse produkter, hvor omkostningerne kan være endnu højere og mere uigennemskuelige end ved investeringsforeninger, og hvor disse produkter ikke altid vil være i privatkundernes interesse, se eksempelvis Jørgensen et al. (2011).

I ovenstående betragtninger hører det således også med, at der som nævnt findes gode argumenter for at investere igennem en investeringsforening, og at der er en del, der tyder på, at de danske investeringsforeninger ikke er dyre i en international sammenhæng.<sup>12</sup>

#### 5.4 Betydningen af konkurrencen fra udlandet

I forbindelse med denne rapport er det påpeget af industrirepræsentanter, at det fremtidige konkurrencebillede på markedet for investeringsbeviser vil blive påvirket af lettelsen af adgangen til grænseoverskridende udbud, jf. UCITS 4-direktivet og af øget brug af internettet som distributionsmedium. Mens der i Danmark er tradition for formidlingsprovision, har udenlandske foreninger varierende forretningsmodeller, der regnskabs teknisk opererer med andre kompensationsstrukturer. Uanset navn på ydelsen eller selskabsstruktur vil distributørerne have fokus på de indtjeningsmuligheder, der tilbydes.

Det fremhæves i denne forbindelse, at honoreringen allerede i dag er lavere i Danmark, end det generelt gælder i udlandet, og dette gælder, selvom der må antages at være væsentlig større konkurrence i form af ofte flere tusinde fonde samt flere typer distribution. Denne vurdering anfører, at der næppe er belæg for at antage, at et større udbud eller andre distributionsstrukturer for danske investorer vil ændre den aktuelle honoreringsstruktur.

Industrirepræsentanter stiller sig også tvivlende overfor den markedsmæssige effekt af fremkomsten af billigere alternativer, f.eks. ETF'ere. Indeksprodukter har været tilgængelige i 15 år, men har ikke

---

<sup>12</sup> Dette fremgår eksempelvis af den undersøgelse, som Morningstar har udarbejdet for InvesteringsForeningsRådet, se Morningstar (2011b).

været i stand til at erobre en signifikant markedsandel. Spørgsmålet er, hvorledes danske distributører vil reagere, hvis store udenlandske investeringsfonde og brands vil tilbyde en formidlingsprovision som på deres eget marked, mens danske foreninger opererer med en lavere? De anser det som naturligt at antage, at distributørerne i et sådant scenarium vil lægge voksende vægt på udenlandske produkter. Tendensen til stigende honorering af distributørerne (det gælder rådgivning såvel vedr. foreningens investeringer som kundernes) anses af nogle for at være en normalisering hen imod et internationalt niveau.

Overfor dette synspunkt kan indvendes, at danske distribuerende pengeinstitutter i deres rådgivning er forpligtet til at yde kunderne 'best advice', hvilket i princippet burde imødegå en tendens til salg af omkostningsmæssigt tungere – og derfor på sigt for kunden mindre fordelagtige – produkter.

### 5.5 Andre distributionsmuligheder

Det påpegedes ovenfor, at markedet for distribution af investeringsbeviser i Danmark i realiteten er forbeholdt pengeinstitutter. Investorerne har i det danske system ingen mulighed for at henvende sig direkte til investeringsforeningen. Årsagen hertil er den særlige praksis for organisation af detailkundeafdelinger som ”bevisudstedende” (dvs. værdipapirudstedende), hvilket indebærer, at investeringsbeviser er fondsaktiver i VP Securities, og at køb/salg kun kan gennemføres under medvirken af et ”kontoførende institut”. Traditionelt er kun pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber kontoførende institutter herhjemme.<sup>13</sup>

I udlandet er investeringsfonde m.v. som regel ikke udstedere af værdipapirer i samme forstand, idet de i højere grad har lighed med indskydervirksomheder, der ikke er tvunget til at markedsføre sig udelukkende gennem pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber. Skabes der effektiv mulighed for, at investeringsforeninger herhjemme også havde mulighed for en bredere markedsføring, ville dette evt. kunne påvirke distributionsomkostningerne.

I denne forbindelse kan det nævnes, at investeringsforeninger i form af såkaldte ”kontoførende foreninger” ikke er ukendt i Danmark, idet de dog alene har fundet anvendelse for institutionelle investorer på grund af skatteregler. Typisk foregår forbindelsen mellem investor og foreningsadministratoren her direkte og distributionsomkostningerne er lave.

## 6. Konklusion/Resume

Denne rapport har vist, at de private investorer i investeringsforeninger løbende betaler store beløb i formidlingsprovision til pengeinstitutterne. Beregninger viser, at man ved en investering på 100.000 kr. i en aktieafdeling med formidlingsprovision svarende til gennemsnittet for aktieafdelinger og med

---

<sup>13</sup> Investeringsforvaltningsselskaber vil ikke være legalt forhindret i at opnå status som kontoførende institut i VP Securities og kunne som så rette direkte henvendelse til investorer. Muligheden har dog ikke været anvendt.



ellers rimeligt realistiske forudsætninger efter 7 år vil have en formue på kun knap 148.000 kr. Antages derimod, at afdelingen ikke betalte formidlingsprovision, vil man få en formue på ca. 154.000 kr., og man har således samlet betalt mere end 6.000 kr. i formidlingsprovision svarende til, at slutformuen vil være 4% højere, hvis der ikke betales formidlingsprovision. Med højere formidlingsprovision eller længere tidshorisont bliver betydningen endnu større.

Betragtes de aktuelle betalinger af formidlingsprovision, er der også tale om store beløb. Således var den samlede formidlingsprovision i 2010 på 2,3 mia. kr., hvilket svarer til 0,5% af den gennemsnitlige formue, som private i 2010 havde investeret i investeringsforeninger. Formidlingsprovisionen udgør yderligere lige knap halvdelen af de samlede løbende omkostninger, der haves ved at investere i investeringsforeninger og er dermed klart den største enkeltpost.

Rapporten viser yderligere, at formidlingsprovisionen kan give pengeinstitutterne et økonomisk incitament til at anbefale private at investere igennem investeringsforeninger, selv om der i nogle tilfælde er gode argumenter for at foretage de tilsvarende investeringer direkte blandt andet på grund af de omkostninger, der haves ved investering igennem investeringsforening. Dette gør sig eksempelvis gældende ved investering i danske statsobligationer, danske realkreditobligationer eller danske aktier. Yderligere giver formidlingsprovisionen alt andet lige også pengeinstitutter et økonomisk incitament til at anbefale aktivt forvaltede (og dermed typisk dyrere) afdelinger og i nogen udstrækning også at anbefale de lidt mere risikable og specialiserede afdelinger.

På grund af størrelsen og de mulige incitamenter, som formidlingsprovisionen kan skabe, mener vi, at det er en god ide, hvis kunderne, inden for de rammer, som MIFID sætter, i højere grad har mulighed for at fravælge muligheden for løbende rådgivning, eksempelvis ved i højere grad at kunne investere i afdelinger, hvortil der ikke er knyttet rådgivningsmulighed, eller hvor der skabes mulighed for individuelt at fravælge løbende rådgivning, og hvor formidlingsprovisionen således er fjernet.

Givet betydningen af formidlingsprovisionen og den måde, som salget af investeringsbeviser foregår på, så er den nok vigtigste anbefaling, at private i meget højere grad gøres opmærksomme på omkostningerne ved investering gennem investeringsforeninger og herunder de formidlingsprovisioner, de betaler til de pengeinstitutter, der sælger investeringsbeviserne. Tilsvarende bør det gøres mere synligt hvilke formidlingsprovisioner, som den enkelte kunde betaler. Det anbefales mere konkret, at der etableres et system, således at pengeinstitutterne er i stand til at meddele deres depotkunder de årlige beløb, som foreningerne har betalt i formidlingsprovision.

Vi håber, at denne rapport kan hjælpe med at skærpe opmærksomheden på omkostninger ved investering i investeringsbeviser og herunder har illustreret, at disse omkostninger kan have ret stor betydning for det afkast, man vil opnå af sin investering.

## Appendiks 1: Omkostninger ved investering i investeringsbeviser

I forbindelse med investering i investeringsbeviser tales typisk om fem overordnede typer omkostninger: Administrationsomkostninger, Handelsomkostninger, Emissionstillæg, Indløsningsfradrag og Investors direkte handelsomkostninger. Disse omkostninger beskrives kort i det følgende, der i vid udstrækning bygger på en tilsvarende beskrivelse i Bechmann et al. (2005).

### ***Administrationsomkostninger***

Administrationsomkostningerne er den samlede betegnelse for en lang række af de årligt tilbagevendende omkostninger, som er i en afdeling. Det drejer sig om udgifter til den daglige drift, kontorleje og lønninger, men også om udgifter til markedsføring, depotforvaltning, formidlingsprovision og rådgivningsomkostningerne i forbindelse med porteføljeplejen. Administrationsomkostningerne trækkes løbende ud af afdelingens formue, hvilket medfører, at en afdelings administrationsomkostninger alt andet lige løbende mindsker afdelingens indre værdi. Afkastet, der skal opgøres på grundlag af indre værdi, vil således altid være efter betalte administrationsomkostninger.

### ***Handelsomkostninger i investeringsforeningen***

Selvom administrationsomkostningerne indeholder en afdelings omkostninger til depotforvaltning og rådgivningsomkostningerne i forbindelse med porteføljeplejen, er der yderligere omkostninger forbundet med omsætning i de underliggende værdipapirer. Når de underliggende aktier eller obligationer omsættes, tager handelsmodparten typisk en kurtage eller et kursspread for at gennemføre handlen med afdelingen. Denne omkostning fragår ligeledes indre værdi løbende, da afdelingen for eksempel køber værdipapirer til lidt højere priser end den faktiske værdi på værdipapiret og dermed lider et lille kurstab. Når dagen er omme, vil en afdeling, som omsætter en stor del af porteføljen lide et større tab end en afdeling, som omsætter en mindre del af porteføljen. Derfor er det af betydning for investors samlede omkostninger, hvor stor del af porteføljen afdelingen omsætter. Omkostningerne ved at handle forskellige typer af aktiver varierer. Derfor har en afdelings investeringsunivers betydning for, hvor store omkostninger afdelingen har, når den køber og sælger de underliggende værdipapirer. Ved omsætning forstås handler, som skyldes omlægning af beholdningen som følge af strategiændringer. Køb og salg i forbindelse med emissioner og indløsninger regnes ikke med i dette regnskabstal.

### ***Emissionstillægget***

Emissionstillægget er et gebyr, som afdelingen tager ud over indre værdi, når de udsteder nye andele til en investor. Tillægget har til formål at dække afdelingens omkostninger i forbindelse med udstedelsen, og princippet bag emissionstillægget er, at eksisterende investorer ikke skal lide et "tab", fordi nye interesserede investorer kommer til. Afdelingens omkostninger ved emission af nye andele er eksempelvis omkostninger til at handle de underliggende værdipapirer (da der skal købes nye

værdipapirer for den nye investors indskud) og honorering af den bank eller lignende, som har formidlet salget til investoren (den såkaldte tegningsprovision). I afdelingens prospekt er der sat et maksimum for emissionstillæggets størrelse.

### ***Indløsningsfradraget***

Indløsningsfradraget er et gebyr, som afdelingerne trækker fra den indre værdi, når en andelsejer vil indfri sine andele. Fradraget har til formål at dække afdelingens omkostninger i forbindelse med indfrielsen, og princippet bag indløsningsfradraget er, at eksisterende investorer ikke skal lide et "tab", fordi en specifik investor vil udtræde af afdelingen. Når investor sælger sine andele, skal afdelingen sælge værdipapirer for at kunne betale investor. Indløsningsfradraget er ofte mindre end emissionstillægget, da der ikke er omkostninger til honorering af den bank, som har formidlet indløsningen for investoren (tegningsprovision). I afdelingens prospekt er der sat et maksimum for indløsningsfradragets størrelse.

### ***Bemærkninger om distribution af investeringsbeviser***

I praksis finder detailkunders anskaffelse af investeringsbeviser i etablerede afdelinger sted ved køb gennem et pengeinstitut via det sekundære børsmarked. Praktisk taget alle investeringsbeviser noteres på den særlige investeringsforeningsbørs IFX, der er en afdeling af NASDAQ OMX Nordic, se Møller og Ovesen (2007) samt [www.ifx.dk](http://www.ifx.dk).

Kursen på en afdelings beviser fastsættes på IFX efter udbud/efterspørgsel. Prisfastsættelsen kan her være påvirket af, om der er indgået aftale med en såkaldt market maker, der typisk er en bank, der forpligtes til løbende at stille købs- og salgspriser i afdelingens andele. Intervallet, som market maker opererer indenfor, kan maksimalt være fra indre værdi minus indløsningsfradrag til indre værdi plus emissionstillæg. Ved markant nettoefterspørgsel (fra egne filialer eller andre pengeinstitutter) vil market maker hæve kursen mod det udmeldte maksimum og vil, hvis handelsbeholdningen falder under niveau bestille en nyemission.<sup>14</sup> Omvendt, hvis der er markant nettosalg. I sidste ende sker salg til eller køb fra detailkunderne inden for rammerne af den ønskede beholdning. Kundeomsætningen af investeringsbeviser kan derfor være ganske betydelig, uden at emission eller indløsning finder sted i foreningen.

Ovenstående betyder, at investor ofte kan købe andele til en kurs, hvor forskellen til indre værdi er lavere end emissionstillægget. Tilsvarende kan man ofte opnå en bedre kurs ved indløsning end indre værdi fratrukket indløsningsfradraget.

---

<sup>14</sup> Det vil således typisk være et samarbejdende pengeinstitut/fondsmæglerselskab, eksempelvis i rollen som market maker, der ved behov for flere beviser til videresalg til private, rekvirer nyemissioner ved henvendelse til foreningens administrator – det såkaldte investeringsforvaltningsselskab (IFS). I praksis er privatkunders eneste mulighed for at købe beviser direkte ved emissionen, hvis de indbydes til tegning ved udbud af en ny afdeling. I praksis er det også alene pengeinstitut/fondsmæglerselskab, der kan få beviser indløst hos IFSet, hvis det finder sin beholdning for stor.

### **Investors direkte handelsomkostninger**

Den tredje og sidste type omkostninger er investors direkte handelsomkostninger. Der er her tale om engangsudgifter, som investor betaler ved hhv. køb og salg af investeringsbeviser. Udover ovennævnte forskelle mellem købs- og salgspriser (bid-ask spread) vil der typisk være tale om kurtage til pengeinstituttet. Kurtage ved handel med danske investeringsbeviser via et dansk pengeinstitut er helt tilsvarende kurtager ved handel med andre danske værdipapirer. I flere pengeinstitutter kan investor dog handle investeringsbeviser på gunstige vilkår. Eksempelvis ved at der ikke er minimumskurtage på handlerne eller at beviser kan handles til gunstige satser. Fordelene knytter sig ofte – men ikke altid – til beviser fra den forening, som deler navn med det pengeinstitut, hvor handlen gennemføres.

## Appendiks 2: Betydning af formidlingsprovisionens størrelse

Dette appendiks beskriver kort de beregninger, der ligger til grund for analysen af formidlingsprovisionens størrelse i afsnit 3. I den forbindelse anvendes følgende notation:

- $B$  : Det investerede beløb i kr.
- $T$  : Investeringshorisont i år
- $r$  : Det forventede årlige afkast på investeringen uden omkostninger
- $f$  : Den årlige formidlingsprovision i procent af det investerede beløb
- $a$  : De årlige administrationsomkostninger (inkl. formidlingsprovisionen) i procent af det investerede beløb.

Med denne notation kan slutformuen i tilfældet med og uden formidlingsprovisionen beregnes ved følgende formler:

Slutformue, hvis der betales formidlingsprovision:  $B \cdot (1 + r - a)^T$

Slutformue, hvis der ikke betales formidlingsprovision:  $B \cdot (1 + r - a + f)^T$

Ved anvendelse af disse sammenhænge er det muligt at foretage analyserne i afsnit 3 med andre talværdier for de indgående parametre. Bechmann et al. (2004) beskriver, hvorledes analyserne kan udvides så der også tages hensyn til emissionstillæg og indløsningsfradrag.

## Appendiks 3: Beskrivelse af data

Med mindre andet klart fremgår, så er alle data betraget i denne rapport leveret af InvesteringsForeningsRådet (IFR). Data og de forskellige beregninger, der eksempelvis er foretaget for at estimere formidlingsprovisionen, beskrives i det følgende.

Det betragtede univers er de danske investeringsafdelinger, der ifølge IFR er rettet mod private investorer og som var åbne ultimo 2010, hvilket svarer til 437 afdelinger. For disse afdelinger og for

hvert af årene 2006-2010 har IFR i samarbejde med deres medlemsforeninger indsamlet regnskabsposten ”afdelingspecifikke markedsføringsomkostninger i kr.”, der efter IFRs vurdering næsten udelukkende dækker udgifter til formidlingsprovision. Nogle foreninger specificerer ikke de direkte markedsføringsomkostninger i årsrapporten. Det kan eksempelvis skyldes, at der til et andet selskab i koncernen betales et samlet beløb, som bruges til andet og mere end at dække formidlingsprovision og markedsføring. I disse tilfælde har IFR bedt investeringsforeningerne om at fremskaffe et estimeret samlet beløb for de berørte afdelingers formidlingsprovision.

Af disse afdelinger var der et par enkelte afdelinger, hvor IFR ikke har kunnet fremskaffe den nødvendige information. Yderligere ses der også bort fra de mere specielle foreninger (hedgeforeninger og andre kollektive ordninger svarende til 14 afdelinger).<sup>15</sup> Det endelige datasæt består af 418 afdelinger svarende til en samlet formue på mere end 448 mia. kr. baseret på gennemsnitsformuerne for 2010.

Yderligere har IFR for hver af ovennævnte afdelinger og for hvert år 2006-2010 så vidt muligt leveret følgende oplysninger:

- Gennemsnitlige afdelingsformuer i løbet af hvert år
- Procentsatser for samlede administrationsomkostninger hvert år
- Maksimale emissions- og indløsningsfradrag i procent ultimo hvert år
- Type (IFR-kategorisering)
- Risikomål (standardafvigelse og Sharpe Ratio)

For at gøre sammenligningen på tværs af afdelinger nemmere, så angives omkostninger typisk i procent af formuen. For at omregne de leverede oplysninger om formidlingsprovisionen i kr. til procent er der derfor divideret med de gennemsnitlig afdelingsformuer i løbet af det relevante år, og det er disse formidlingsprovisioner i procent, der igennem rapporten er blevet betragtet med mindre andet klart fremgår.

Det skal her bemærkes, at oplysninger om satser i procent for formidlingsprovision også typisk er oplyst i afdelingernes prospekter. Disse satser må dog antages at være de maksimale satser da de ifølge lovgivning kun er gældende i forhold til ”depotselskab eller et selskab, som er koncernforbundet med depotselskabet eller investeringsforvaltningsselskabet”. Disse oplyste satser for formidlingsprovisionen er indsamlet og leveret af Morningstar.<sup>16</sup> Denne information haves for 380 af de 418 afdelinger, der betragtes i denne rapport.

I forhold til ”oplyst formidlingsprovision” skal det også understreges, at det ikke pr. definition vil være den maksimale formidlingsprovision, som en given investeringsforening kan betale. En given investeringsforening kan således, som vi har forstået det, godt indgå aftaler med andre distributører om

---

<sup>15</sup> Praktisk talt alle resultater er også blevet beregnet uden at disse afdelinger var fjernet fra datasættet. Dette ændrede ikke ved nogle af de i rapporten angivne konklusioner.

<sup>16</sup> De oplyste satser er yderligere beskrevet i Morningstar (2011a).

en højere sats. Vi har dog svært ved at forestille os, at dette generelt sker i praksis, og vi har for de analyserede afdelinger heller ikke fundet indikationer på, at dette generelt skulle være tilfældet.

Kombinationen af disse to datasæt er relevant af flere grunde. For det første giver det en mulighed for at få et mere reelt indblik i niveauet for formidlingsprovisionen end det, som de oplyste satser vil kunne give. For det andet er det en stor fordel i forhold til at sikre høj kvalitet af de anvendte data, at der haves to forskellige kilder til information om formidlingsprovisionen eftersom det øger sandsynligheden for at finde eksempelvis indtastningsfejl. Endelig tillader de to forskellige typer af information om formidlingsprovisionen, at robustheden af de fundne resultater i højere grad kan undersøges.

#### Appendiks 4: Supplerende resultater

		2006	2007	2008	2009	2010
Obligationer	Gennemsnit	0,36%	0,37%	0,36%	0,35%	0,35%
	Median	0,36%	0,36%	0,34%	0,34%	0,35%
Aktier	Gennemsnit	0,60%	0,63%	0,63%	0,61%	0,64%
	Median	0,66%	0,69%	0,69%	0,70%	0,75%
Blandede	Gennemsnit	0,31%	0,34%	0,33%	0,31%	0,32%
	Median	0,22%	0,31%	0,28%	0,12%	0,26%
Alle	Gennemsnit	0,50%	0,52%	0,52%	0,50%	0,52%
	Median	0,54%	0,55%	0,57%	0,54%	0,56%

**Tabel 7: Udviklingen i formidlingsprovision i perioden 2006-2010.**

Tabellen viser udviklingen i den estimerede formidlingsprovision for årene 2006 til 2010. I tabellen indgår kun afdelinger, der eksisterer i hele perioden 2006-2010, hvilket svarer til 287 afdelinger.

	Estimeret	Oplyst	Estimeret	Oplyst
Konstant	-0,0089 ***	-0,0032 **	0,0042 **	-0,0011
Aktier	0,0014 ***	0,0023 ***	0,0025 ***	0,0021 ***
Risiko	0,0138 ***	0,0099 ***	0,0070 ***	0,0109 ***
Aktiv	0,0025 ***	0,0045 ***	-0,0005	0,0030 ***
Størrelse	0,0004 ***	0,0002 *	0,0001	0,0002 *
Alder	0,0004 *	-0,0001	-0,0002	-0,0001
Forenings-dummys	Nej		Ja	

**Tabel 8: Sammenhæng mellem formidlingsprovision og investeringsafdelingernes karakteristika.**

Tabellen viser resultaterne fra regressionen i ligning (1) baseret på en robustregression, der er mindre følsom overfor ekstreme observationer (se Holland og Welsch, 1977). I ovenstående anvendes 3 års standardafvigelse som risikomål, hvorfor der kun indgår foreninger for hvilke dette findes (svarende til 360 afdelinger med estimeret formidlingsprovision og 342 afdelinger med oplyst formidlingsprovision).

\*\*\*, \*\*, \* angiver signifikans på henholdsvis 1%, 5% og 10% niveau.

## Litteratur

Bechmann, Ken L. og Jesper Rangvid (2004), "Expenses and the performance of Danish mutual funds", Arbejdsrapport, der findes på [staff.cbs.dk/kbechmann](http://staff.cbs.dk/kbechmann).

Bechmann, Ken L. og Jesper Rangvid (2007), "Rating Mutual Funds: Construction and information content of an investor-cost based rating of Danish mutual funds", *Journal of Empirical Finance*, 14 (5), s. 662-693.

Bechmann, Ken L., Jesper Rangvid, Bo Danø og Mads Gosvig (2005), "Investeringsforeningers omkostninger og performance: atpRating<sup>TM</sup>", *Finans/Invest* 1/05, s. 11-18.

Christiansen, Charlotte, Leif Hasager og Bjarne A. Jensen (2011), "Rapport om obligationsinvesteringer", Rapport udarbejdet af udvalg nedsat af Penge- og Pensionspanelet.

Engsted, Tom, Bjarne G. Larsen og Michael Møller (2011), "Anbefalinger om aktieinvesteringer", Rapport udarbejdet af udvalg nedsat af Penge- og Pensionspanelet.

Holland, Paul .W. og Roy E. Welsch (1977), "Robust Regression Using Iteratively Reweighted Least-Squares", *Communications in Statistics: Theory and Methods*, A6, 813-827.

IFR (2011), "Afkast- og Markedsstatistik december 2011", der findes på [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk).

Jørgensen, Peter L., Henrik O. Larsen og Carsten Sørensen (2011), "Anbefalinger om investering i komplekse produkter", Rapport udarbejdet af udvalg nedsat af Penge- og Pensionspanelet.

Karlsson, Sonnie og Casper Ristorp-Thomsen (2008), "Investeringsforeninger i Danmark", *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2008, s. 45-58, Danmarks Nationalbank.

Konkurrencestyrelsen (2006), "Finansielle ydelser og investeringsforeninger", *Konkurrence-redegørelse*, Kapitel 3, s. 67-106.

Morningstar (2011a), "Analyse af omkostningerne i danske investeringsforeninger", Rapport udarbejdet af Morningstar.

Morningstar (2011b), "Danske investeringsforeninger generelt billigere end den typiske europæiske fond", Rapport udarbejdet af Morningstar for InvesteringsForeningsRådet.

Møller, Jens Jørgen og Jan Ovesen (2007), "InvesteringsForeningsBørsen – mere åbenhed og mulighed for bedre handelskurser", *Finans/Invest* 3/07, s. 6-8.

Rangvid, Jesper (2008), "Nyt nøgletal for omkostninger i investeringsforeninger: ÅOP – Årlige Omkostninger i Procent", *Finans/Invest* 3/08, s. 4-8.