

MIRANOVA VURDERER

Udgivet 23. september 2016

Analyse af danske investeringsforeninger -
4 mia. kroner årligt i
skjulte omkostninger



Indledning

Danskerne har placeret mere end 700 mia. kroner i danske investeringsforeninger til detail-investorer. Foreningerne giver investorerne mulighed for at investere bredt i markeder over hele verden. Det benyttes i stor stil af danskerne, der i dag har flere penge placeret i investeringsforeninger end direkte i aktier og obligationer (Investeringsfondsbranchen, 2016).

Investeringsforeningerne er populære, selv om de kritiseres fra mange sider for ikke at varetage medlemmernes interesser. Specielt omkostningsniveauet har fået en bredside. Foreningerne betaler rådgivningsomkostninger til deres banker i form af gebyrer, som bankerne modtager for at give foreningernes kunder individuel rådgivning, en rådgivning som kunderne sjældent efterspørger. Disse rådgivningsomkostninger er i dag 4 mia. kroner årligt, hvilket er en fordobling på fem år – til trods for at antallet af kunder er faldet i perioden (Finans.dk, 2015). 100.000 danskere er tvunget til at betale et årligt gebyr for rådgivning via foreningerne, som de ikke benytter sig af. Forbrugerrådet Tænk hævder, at danskerne betaler milliarder for meget i gebyrer (DR Nyheder, 2014) og beskriver situationen som et tag-selv-bord for branchen. Professorerne Ken Bechmann og Carsten Tanggaard klandrer bankerne for at foretrække salg og rådgivning om investeringsbeviser, hvor bankerne har størst indtjening (Berlingske Business, 2014). Kurtagesatserne i foreningerne varierer med en faktor 10 ifølge analyse fra Morningstar (Morningstar, 2014), hvilket sår tvivl om hvilke interesser foreningerne plejer, da foreningernes kurtageudgifter er lig indtægter for banken. Dansk Aktionærforening har ”krævet et opgør med et indspist miljø” og kritiseret bestyrelserne i foreningerne for at være i lommen på bankerne (Børsen, 2014). Der er ingen stordriftsfordele i foreningerne (Børsen, 2014), kun for udbydere.

Brancheforeningen IFB¹ forsvarer sig med, at foreningerne er billige i et europæisk perspektiv. Direktør Hans Jørgen Lassen i Jyske Invest mener, at ”det er en stor fordel, at kunderne kender prisen og kan regne med den”, og han er enig i budskabet fra Danske Invests direktør, Morten Rasten: ”Stordriftsfordele kan måles på mange måder, og hos Danske Invest kommer det f.eks. til udtryk i, at vi kan tilbyde adgang til nogle af markedets bedste rådgivere, et bredt produktudbud og ja, konkurrencedygtige priser” (Børsen, 2014).

Men hvad betaler danskerne samlet set for at investere via danske investeringsforeninger?

I denne rapport samler vi trådene og argumenterer for, at investorernes årlige udgifter er markant højere end normalt antaget ud fra det officielle mål herfor, den årlige omkostningsprocent (ÅOP)². Årsagen er, at de indirekte omkostninger ved handlerne i foreningerne ikke medtages i ÅOP. Vi vurderer, at den samlede udgift ved at investere 700 mia. kroner i aktive investeringsfonde til detail-investorer er 2,0 procent, hvilket svarer til 14 mia. kroner hvert år. Over 4 af de 14 mia. kroner er skjulte omkostninger, som bør inkluderes i opgørelsen af investorernes totale omkostninger.

Konkurrencestyrelsen lagde i 2006 op til, at de indirekte omkostninger skulle medtælles: ”så vidt det er muligt, bør alle direkte og indirekte omkostninger (indregnes),” skrev styrelsen, og den kom med et forslag til, hvordan det kunne gøres (Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, 2006). Men det blev ikke fulgt.

¹ Investeringsfundsbranchen. Hed tidligere Investeringsforeningsrådet (IFR).

² ÅOP står for årlige omkostninger i procent. IFB skriver: ”ÅOP for investeringsbeviser er et nøgletal, som viser de samlede forventede omkostninger ved at investere gennem investeringsfonde. ÅOP indeholder alle dine omkostninger” (<http://www.investering.dk/om-aop>). Som vi viser i denne analyse, så er det ikke korrekt. Danskerne betaler 4 mia. mere end de officielle ÅOP-tal viser.

Datagrundlag og perspektiv

Vi ser på aktive foreninger til detailinvestorer i Danmark som oplyst af IFB i officielle statistikker. Institutionelle fonde er ikke medtaget – der er dermed over 1.000 milliarder kroner i investeringsfonde, som ikke er medtaget i rapporten, da vi ikke har kunnet finde data. Tal som køb og salg af værdipapirer og samlede omkostninger er således kraftigt undervurderet.

Perspektivet i rapporten er, at investor har tre muligheder for at investere, uanset om der investeres for frie midler eller for midler i en skattebegünstiget pensionsordning:

- Direkte i aktier og obligationer
- Gennem investeringsforeninger
- Gennem ETF'er

Vi analyserer blandt andet de ekstra omkostninger, der ved at bruge investeringsforeningerne i forhold til at eje værdipapirerne direkte eller bruge ETF'er.

Data er fra FundConnect per 31/3-2016, der også er leverandør af alle investeringsforeningstal til IFB. Datasættet indeholder omkring 500 aktive foreninger til detailinvestorer i Danmark. Alle beregninger er enkle og kan efterprøves af andre. For hver forening er omkostninger estimeret ud fra formuen, ÅOP, omsætningshastighed, emission/indløsning, evt. handel med valuta og andre parametre som analyseret nedenfor.

Årlige omkostninger i danske investeringsforeninger: 14 mia. kroner, heraf 4 mia. skjulte

I årsrapporten 2015 fra Danske Invest står der i afsnittet "Omkostninger": "Der er overordnet set tre typer af omkostninger ved at investere via en investeringsforening. Det drejer sig om den enkelte afdelings administrationsomkostninger, den enkelte afdelings handelsomkostninger og den enkelte investors egne handelsomkostninger." Det er den traditionelle fremstilling. I denne rapport viser vi, at billedet er mere nuanceret end som så: Der er mere end 4 mia. kroners "gnidningsomkostninger" i forbindelse med handel med værdipapirer i foreningerne, der ikke fremgår af det officielle ÅOP-nøgletal. Tabel 1 viser hvor meget de forskellige poster bidrager til investorerens totalomkostninger.

Tabel 1 – Omkostninger	Basispunkter³	% af total
Markedsføring	56	28%
Formuepleje	41	21%
Depotudgifter	6	3%
Administration/øvrige	11	6%
Handel	12	6%
Emission og indløsning	12	6%
Kursspænd	19	10%
Valutamarginer	12	6%
Market impact	13	6%
Kontanter	10	5%
Udbytteskat	4	2%
Reduceret ejertid	5	2%
I alt	200	100%

³ 100 basispunkter svarer til 1,00%, 10 basispunkter til 0,10% osv.

Den øverste del (til og med emission og indløsning med grå skrift) er ÅOP som defineret i dag. Ifølge ÅOP er de årlige omkostninger i de mere end 500 aktive, danske investeringsforeninger 1,38%. Den er beregnet direkte på baggrund af data fra FundConnect. Samme er emission og indløsning. Handel er estimeret på baggrund af seneste analyser fra Morningstar (Mikkelsen, Handelsomkostninger i danske aktiefonde er blevet mere attraktive, 2014). Fordelingen mellem de fire øverste poster kommer fra den relative fordeling fra seneste omkostningsanalyse fra IFB (IFR, 2013). Der kan være små relative unøjagtigheder mellem posterne, men summen stemmer: ÅOP er 1,38%.

Det midterste afsnit i tabellen (blå skrift) kvantificerer de såkaldt skjulte eller indirekte omkostninger i forbindelse med handel inde i foreningerne. De bidrager med 0,44% ekstra til ÅOP, hvis betegnelsen ÅOP skal tages for pålydende. Endelig er der tab som følge af kontantbeholdning i foreningerne, mistet udbytteskat og det faktum at beviserne indløses oftere end antaget i nuværende definition på ÅOP. De nederste tre poster (sort skrift) lægger yderligere 0,19%-point til omkostningerne. I alt betyder det, at foreningsmedlemmernes samlede årlige omkostninger i gennemsnit er 45% højere end ÅOP-tallet i dag viser.

Ovenstående er naturligt at holde op imod alternativet, nemlig indeksfonde, der for de billigstes vedkommende har totalomkostninger på omkring 1/10 af de aktive danske foreningers. Indeksfonde, også kaldet ETF'er, Exchange-Traded Funds, er en særlig type investeringsbeviser, som minder meget om danske investeringsbeviser. Forskellene er, at udstederne er store udenlandske finansielle virksomheder, at investeringsprofilen for hver enkel indeksfond er meget præcist defineret, og endelig at fondenes investeringer er sammensat, så de altid følger et bestemt indeks, for eksempel et regionalt eller branchemæssigt aktieindeks. Det betyder, at investeringspolitikken så at sige bestemmes pr. autopilot; der sidder ikke en fund manager og forvalter investeringerne aktivt, og derfor er omkostningerne så lave.

Her skal man naturligvis have in mente, at flere investorer har et behov for rådgivning eller forvaltning. Lægger man udgiften til rådgivning/forvaltning på eksempelvis 0,8 procent til, vil man med billige indeksfonde kunne halvere investorernes omkostninger.

Omsætningshastighed

Alle investeringsforeninger offentliggør deres omsætningshastighed (OH). OH angiver hvor stor udskiftning der er i porteføljen i forbindelse med de løbende investeringsbeslutninger i forhold til porteføljens størrelse. OH lægger til grund for beregning af skjulte eller indirekte omkostninger i investeringsforeninger, der i dag ikke indgår i det officielle omkostningstal ÅOP.

I 2015 var den vægtede OH for alle aktive danske investeringsforeninger 0,57. Det betyder, at der blev solgt værdipapirer til en samlet værdi af 57% af foreningernes samlede formue. Der blev tilsvarende købt for 57%, så værdien af alle handler med papirer i foreningerne er $2 \cdot 57\%$ af 700 mia. kroner, eller i alt 792 mia. kroner.

En OH på 0,57 svarer til en gennemsnitlig ejer- eller holdetid for værdipapirer i en forening på 21 måneder. Det vil sige at porteføljen inde i foreningen omlægges 5,7 gange på 10 år.

Ifølge definitionen på OH medregnes omsætning ved emission og indløsning ikke. Der ses desuden bort fra handler i forbindelse med udlodning af udbytter. Dermed undervurderer OH det faktiske handelsvolumen relateret til porteføljetilpasninger, fordi porteføljeforvalteren ofte vil benytte de lejligheder til at implementere ændringer. Endelig rapporterer foreningerne OH som nul, når emissioner og indløsninger overstiger forvalterens samlede handler (Morningstar, Analyse af niveauet for kurtagge i aktiefonde fra danske investeringsforeninger, 2010).

Omsætningshastigheden er afgørende, når vi skal beregne de indirekte omkostninger i fondene som følge handler ved den aktive porteføljepleje. Da OH systematisk undervurderer mængden af handler i foreningerne, vil beregning af indirekte omkostninger baseret herpå ligeledes undervurderes. Vi har ikke korrigeret herfor i denne rapport. Vi noterer, at brug af nøgletallet OH vil undervurdere de skjulte omkostninger.

En OH på 0,57 er voldsomt høj, om end ikke så høj som i den amerikanske del af branchen. En omfattende analyse af 1.758 amerikanske fonde baseret på ændringer i foreningernes porteføljer ved analyse af ændringer i fondenes beholdningslister fandt en OH på 0,88 i US aktiefonde (Edelen, 2013). Brug af officielle OH fra danske fonde er på den baggrund et konservativt estimat for handelsaktiviteterne i foreningerne.

”Hvis seks års ejertid kan karakteriseres som en langsigtet investering, og en 11 måneders ejertid kan karakteriseres som kortsigtet spekulation, så er investeringsfondsforvaltere i dag ikke investorer. De er spekulanter,” skrev John C. Bogle, grundlæggeren af den amerikanske investeringsvirksomhed Vanguard, i 2005 i et essay i Financial Analysts Journal om den amerikanske investeringsfondsbranche (Bogle J. C., 2005).

En OH på 0,57 svarer til 21 måneders ejertid. Den danske investeringsfondsbranche er altså ikke så langt fra at kunne karakteriseres som kortsigtet spekulativ. En så høj omsætningshastighed er ikke nødvendigvis i kundernes interesse, men den er naturligvis ubetinget i bankernes interesse, eftersom de tjener kurtage og kursskæring på hver enkelt handel. I en rapport til Penge- og Pensionspanelet med titlen ”Anbefalinger om aktieinvesteringer” skrev professor Tom Engsted, Århus Universitet, professor Michael Møller, CBS og ATP’s fondsdirektør, Bjarne Graven Larsen, direkte følgende anbefaling til private investorer, som selv vil købe aktier:

”Køb og behold. En ”passiv” strategi giver i længden et bedre afkast end en ”aktiv” strategi.”

For at vurdere den totale handel med værdipapirer set fra investorernes synspunkt, skal vi inkludere en OH for beviserne; hvor meget bliver foreningerne handlet i investorernes depoter i deres depotbanker. Som vi vil vise nedenfor er denne 0,2, da ca. 20% af alle beviser indløses hvert år i gennemsnit. Dermed bliver den totale omsætningshastighed 0,77 (= 0,20+0,57). Det betyder, at den samlede værdi af køb og salg af investeringsbeviser og underliggende værdipapirer årligt udgør 154% af totalformuen, eller mere end 1.000 mia. kroner. Beløbet er endnu højere, hvis vi medregner handel med beviser uden indløsning og emission⁴. Læg dertil at emissioner overstiger indløsninger, altså at der er et netto flow af nye midler ind i danske investeringsforeninger (26 mia. kroner i 2015 korrigeret for udbytter ifølge IFB’s markedsstatistik). Kort sagt, handelsomfanget i danske investeringsforeninger er betydeligt, og selv relativt små omkostninger i forbindelse med disse handler kan derfor løbe op i store beløb.

Manglende sammenligningsindeks

I april 2016 viste vi i Miranova Analyse⁵, at over 100 mia. kroner er investeret i fonde, hvor afkastet ikke måles op mod et sammenligningsindeks. Selvsamme fonde, hvor Danske Invest tegner sig for ca. 80 mia. kroner, dækker over fund of funds – det vil sige en fond som investerer en del af sine midler i investeringsbeviser fra andre fonde – såvel som masser af handelsaktivitet, for eksempel de to funds-of-funds:

⁴ Investeringsfondsbornsens tal (<http://www.nasdaqomxnordic.com/>) kan ifølge IFB ikke benyttes til at estimere den del af ligningen, og vi har ikke fundet adgang til andre kilder.

⁵ <http://www.miranova.dk/miranova-analyse/> - Over 100 mia. investeres i blinde

- Danske Invest Flexinvest Korte Obligationer med 25 mia. under forvaltning og OH på 23 %
- Danske Invest Flexinvest Udenlandske Obligationer med 8 mia. under forvaltning og OH på 87 %

Endelig forekommer det, at fonde uden særlig argumentation udskifter deres sammenligningsindeks.

I alle disse tilfælde er det nærmest umuligt for en privat investor at vurdere, om den aktive strategi med de mange handler skaber et ekstra risikojusteret afkastet.

Kursspænd

Forskellen på køb- og salgskurser medfører en indirekte omkostning, når der handles værdipapirer. For likvide papirer er kursspændet (spread) minimalt, mens det for mindre likvide papirer som small cap aktier kan være betydeligt (>1%). For obligationer er situationen den særlige, at handlerne typisk foregår kurtagefrit, hvor "kurtage" i stedet lægges som en såkaldt mark-up på kursen. I Danske Investes prospekter kan man se, at "kurtage og øvrige handelsudgifter" ved indløsning og emission er nul for samtlige obligationsforeninger, mens den for aktieforeninger er 0,06%-0,37% (Danske Invest, 2015). Alle omkostninger forbundet med et spread mellem køb og salgskurser er en indirekte omkostning, som er skjult for investor – den fremgår ikke af foreningens handelsomkostninger men betales af investor i form af lavere afkast.

Er det muligt at estimere de indirekte omkostninger som følge af kursspænd? Det mener Konkurrencestyrelsen, der i et notat til beregning af ÅOP i 2006 skrev: "...Omsætningshastigheden kan ganges med kursspændet (2x) på de værdipapirer...hvilket giver et skøn over de årlige kurstab. Denne metode vil tillade, at de indirekte handelsomkostninger kommer frem samtidig med at det i en højere grad bliver

et konkurrenceparameter at minimere disse. I 2003 har Bankinvest skønnet over disse...Når Bank Invest kan skønne over handelsomkostningerne, så kan de øvrige foreninger gøre ligeledes. Branchen bør aftale retningslinjer for en sådan beregning” (Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, 2006). I den endelige og nuværende definition af ÅOP fra 2007 blev indirekte handelsomkostninger sløjftet, formodentlig fordi de er vanskelige at håndtere – det er ikke trivielt at beregne omkostninger forbundet med kursspænd på foreningsniveau. Men det betyder, at ÅOP-tallet udelader et væsentligt bidrag til investorers årlige omkostninger. Omkostningerne er ikke forsvundet, blot fordi de udelades af ÅOP.

For at beregne den totale omkostning skal vi estimere et kursspænd for hver aktivklasse. Det kursspænd vi leder efter, er det såkaldt effektive kursspænd, det vil sige forskellen mellem den handlede kurs og midterkursen. Der er en omfattende litteratur om kursspænd (Edelen, 2013), (Karceski, 2004), (Frontier Investment Management, 2007), (S&P Dow Jones Indices, 2016). Flere danske investeringsforeningers prospekter indeholder angivelse af ”øvrige markedsafledte omkostninger”, hvor kursspænd hører hjemme (Danske Invest, 2015), (Sparinvest, 2016).

Med alle disse kilder in mente estimerer vi følgende kursspænd i forbindelse med handel i danske investeringsforeninger, der efter vores vurdering er konservative estimater:

Tabel 2 – Kursspænd opdelt på kategorier	Procent
Aktier udviklede markeder	0,10%
Aktier nye markeder	0,30%
Danske obligationer	0,10%
Virksomhedsobligationer investment grade	0,25%
Højrenteobligationer	0,50%
Blandede afdelinger	0,25%

Opsummering: Tab som følge af kursspænd estimeres som omsætningshastighed gange kursspænd gange 2. Kursspænd er midter-spreads⁶, ikke køb-salg spreads.

Årlig indirekte omkostning på grund af kursspænd: 1.350 mio. kroner.

Valuta

Ved handel med udenlandske værdipapirer skal der veksles valuta. Som ved handel med obligationer er der typisk ingen kurtage forbundet hermed. I stedet lægges betalingen ind via et spread eller margin. Valutaspread er derfor en indirekte omkostning, som ikke regnes med i de eksplicite handelsomkostninger i ÅOP.

Investeringsforeningerne offentliggør ikke, hvilke marginer medlemmerne handler til. Omfanget af valutaveksling er heller ikke tilgængeligt. Det hviler derfor på et skøn, hvad investorerne mister som følge af valutamarginer.

Vi ser bort fra foreninger med udelukkende danske papirer, hvor alt bør foregå i danske kroner. I alle andre fonde antager vi, at omsætningshastigheden angiver valuta-handels-omfanget. Det vil sige, der veksles valuta ved handel med udenlandske værdipapirer. Det vil i nogle tilfælde kunne undgås, hvis der sælges og købes værdipapirer i samme valuta, og der benyttes valutakonti.

Valuta-marginalerne estimerer vi, i mangel af bedre, til at være på samme vilkår som private kan opnå i de større banker på egen hånd. Foreningerne bør kunne opnå væsentlig bedre betingelser qua deres størrelse. Men da flere foreninger ikke har forhandlet fordelagtige priser på deres medlemmers vegne på kurtage (Morningstar, Analyse af niveauet for kurtage i aktiefonde fra danske investeringsforeninger,

⁶ Eksempel: Et værdipapir kan købes til kurs 100,50 og sælges til kurs 100,00. Kursspændet eller spreadet er da 0,50. Midterkursen er 100,25. Kursspændet i forhold til midterkursen er derfor 0,25 for både køb og salg. Kursspænd i Tabel 2 er alle i forhold til midterkursen. Omsætningshastigheden skal ganges med 2 for inkludere det totale køb og salg af værdipapirer.

2010), der er en synlig omkostning, så formoder vi at det samme er tilfældet for en indirekte omkostning, der er usynlig og dermed ikke kan kontrolleres udefra af investor.

Vi har estimeret en marginal på 0,15% for alle valutaer, dog 0,3% i Emerging markets. En margin på 0,2% er almindelig på de større valutaer som Euro, USD, YEN og GBP. Til sammenligning er marginerne i Nordea (maj 2016): USD og YEN 0,2%, SEK 0,36%, HKD 0,80% RUB 2,50%.⁷ Marginen er altså lavt sat, hvilket kan veje op for at omsætningshastigheden muligvis overvurderer det totale volumen.

Den totale omkostning på grund af valutamarginer er godt 800 mio. kroner årligt, eller 0,12% af den samlede formue i foreningerne.

Market Impact

Når en stor ordre skal handles, bliver kurserne påvirket. Den effekt kaldes market impact. Det spiller sjældent en rolle for almindelige investorer, men for institutionelle investorer som pensionskasser og investeringsforeninger.

Det er vanskeligt at måle market impact præcist, og der verserer flere måder at gøre effekten op på. Fælles for alle studier er, at market impact vurderes at være den væsentligste indirekte omkostning i investeringsfonde (Bikker, Spierdijk, & Sluis, 2007), (Prior, 2010). Her er et udvalg af kilder:

⁷ <http://www.nordea.dk/erhverv/valutamarginaler.html>

Tabel 3 – Kilder over market impact	Market impact i basispunkter
(Bernstein, 2001)	30-100+ bps. ⁸
(Keim & Madhavan, 1998)	Totale skjulte omkostninger på 10-100+ bps
(Edelen, 2013)	23-100+ bps.
(Karceski, 2004)	16-100+bps (alle skjulte omkostninger)
(Haslem, 2006)	16-31bps.
(Bogle J. C., 2014)	50bps. alle handelsomkostninger inklusiv
(Frontier Investment Management, 2007)	30-100+bps. i indirekte omkostninger
(Bikker J. , 2008)	20bps. ved køb, 30bps ved salg

Hvor der angives et spænd, er effekten mindst ved store, likvide papirer (mega cap).

Af speciel interesse er J. Bikkers analyse af mere end 3.700 aktiehandler i Hollands største pensionskasse ABP med gennemsnitlig handelsstørrelse på godt 10 mio. kroner. Danske investeringsforeninger foretager handler af samme størrelsesorden i deres aktive porteføljepleje.

På grund af vanskelighederne ved måling af market impact anvender vi følgende forsigtige estimater i beregning af de afledte, indirekte omkostninger:

Tabel 4 – Market impact opdelt på kategorier	Procent
Aktier	0,20%
Danske obligationer	0,00%
Virksomhedsobligationer	0,10%
Højrenteobligationer	0,10%
Blandede afdelinger	0,15%

⁸ Bps står for basispunkter. 100 bps er lig 1%, 1 bps er lig 0,01% osv.

Sammenlignet med kilderne overfor er vores estimer absolut til den konservative ende, hvilket er rimeligt, når tallene er behæftet med væsentlig usikkerhed.

Omkostninger på grund af market impact beregnes som omsætningshastigheden gange market impact gange 2, det vil sige efter samme princip som ved kursspænd.

Det svarer til knap 900 mio. kroner årligt på grund af market impact.

Kontanter

Kontanter i fonde medfører et efterslæb i forhold til markedsafkastet på grund af manglende investering. I aktive fonde kan kontant-andelen svinge betragteligt. Tabet (cash drag på engelsk) er enkelt at estimere som forventet årligt afkast gange procentdel kontanter per aktivklasse. Til sammenligning er indeksfonde er fuldt investeret, og der kan ikke konstateres et målbart tab på den konto over tid heri.

Der er store variationer i andel kontanter i aktive fonde. I USA refereres der i litteraturen jævnligt til 5% kontanter i aktiefonde (Bogle J. C., 2014). I 2013 og 2014 var andelen på et relativt lavt niveau, og kontanterne udgjorde i amerikanske aktiefonde 3,5-4,0% (Strauss, 2014). I januar 2016 havde Wall Street Journal fokus på den stigende andel kontanter i fonde og pensionsselskaber, henholdsvis 8,8% og 5,4%, hvilket for fonde er det højeste siden 2007 (Martin & Krouse, 2016). For danske aktiefonde i perioden 2008-2013 svingede kontantandelen mellem 1,8% og 4,1% (Mikkelsen, Den bekostelige opsparing, 2013).

Vi har ikke data for kontanter på fondsniveau, eller hvordan kontanterne er placeret. Vi antager, at kontant-andelen er 2% i danske foreninger med aktier og 3% i obligationsfonde. Vores gennemgang af de 75 største fondes beholdninger bekræfter de valgte kontant-andele (maj 2016).

Afkast per aktivklasse estimerer vi til 6% på aktier, 2% på danske obligationer, 4% på højrente obligationer, 3% på andre obligationer (investment grade overvejende), og 4% på blandede fonde. Disse estimater hælder alle til den forsigtige side, så det samlede efterslæb på grund af kontanter i danske investeringsfonde er konservativt.

Efterslæbet som følge af kontanter i foreningerne er på godt 700 millioner kroner årligt, tilsvarende 0,10% af den investerede formue i danske fonde til detailinvestorer.

Udbytteskat

Investeringsforeninger der ejer udenlandske aktier betaler udenlandsk udbytteskat. Foreningerne kan hjemkræve en del af skatten, hvis der foreligger en dobbeltbeskatningsaftale mellem aktiens hjemland og Danmark, men ikke det hele. Den tilbageholdte skat, der ikke kan hjemkræves, er tabt for investorerne, da de ikke kan modregne investeringsforeningens tilbageholdte skat i egen danske skat, hvilket ellers er hensigten med de bilaterale beskatningsaftaler.

Ejere af danske investeringsbeviser bliver med andre ord dobbeltbeskattet. Ved investering i enkeltaktier eller ETF'er kan danske investorer undgå dette, så der er tale om et reelt tab eller omkostning for danskerne. Tabet fremgår af foreningernes årsrapporter som "Skat består af tilbageholdt udbytteskat og renteskat som ikke kan refunderes".

Tag som eksempel Bankinvest Global Forbrug, der ultimo 2015 havde aktiver for 3,25 mia. kroner (Bankinvest, 2016). Resultatopgørelsen viser et skattetab på 7,66 mio. kroner for 2015. Med en formue i foreningen på ca. 3 mia. kroner i løbet af 2015 svarer det til et skattetab på 0,25% af totalformuen.

Det ligger uden for denne analyses rammer detaljeret at beregne udbytteskat på fondsniveau for de mere end 500 danske investeringsforeninger, og årsrapporternes tal for skat er oplyst for de enkelte fonde. For at få et overblik over tallet for branchen som helhed har vi foretaget et skøn, hvor vi alene vurderer størrelsen af skattetabet fra amerikanske aktier. Derved undervurderes det reelle tab for investorerne, men vi får fat i et væsentlig bidrag, fordi amerikanske aktier udgør mere end 50% af aktiemarkedet i verden, og fordi hovedparten af de danske aktiefonde er globale. US aktier antages at udgøre 50% i globale aktiefonde, og aktier antages at udgøre 50% af blandede fonde. Dermed er der omtrent 120 mia. kroner investeret i US aktier igennem danske investeringsforeninger i dag.

Lad os se på hvor tabet opstår for investor i sidste ende. For midler i selskab med 22% selskabsskat er afkast efter skat $(1-22\%) = 78\%$ uden skattetab. I en investeringsforening betales først 15% til den amerikanske stat, og herefter 22% skat af de resterende 85% i selskabet. Dvs. afkast på udbytte er $(1-15\%)*(1-22\%) = 66,3\%$ efter skat. For frie midler med 27% skat (laveste sats) er forskellen 73% vs. 62,05%. Vi antager derfor et tab på 11% af udbyttet efter skat. Med nuværende 2% udbytte på US aktier svarer det til $2\%*11\% = 0,22\%$ af totalværdien af investeringerne i US aktier. **Det svarer til et årligt udbyttetab på ca. 250 mio. kroner for investorer i aktive danske investeringsforeninger, eller 0,04% af totalformuen.⁹**

Da der også forekommer udbytteskatte-tab fra andre lande end USA vurderer vi, at tallet er et konservativt bud på danske investorers årlige skattetab i foreninger. Udbyttet på US aktier er beskedne 2% i 2015, hvilket er under halvdelen af den historiske udbytteprocent på 4,4%. Stiger udbytteprocenten til det niveau, vil det totale skattetab overstige en halv mia. kroner årligt. Igen, tabet kan undgås ved direkte investering i aktierne eller ved rette valg af ETF'er.

⁹ Det er ikke muligt at benytte ETF'er til at undgå denne dobbeltbeskatning i pensionsdepoter.

Bemærk, at aktieforeningerne alle benchmarker sig mod såkaldt Net Return indeks (NR), hvilket er afkast fratrukket udbytteskat. Da udbytteskatteprocenten afhænger af ejers hjemland, er indeksudbydere nødt til at antage en repræsentativ procent-sats for udbytteskat gældende for alle nationaliteter. Denne sats er ofte ganske høj og afspejler den højest mulige tilbageholdte skat. For danske foreninger betyder det i praksis, at de betaler lavere udbytteskat end antaget i benchmark, fordi fonden kan hjemkræve en del af skatten på foreningens vegne.

I eksemplet med USA antager benchmark-udbydere 30% tilbageholdt skat på US aktier. Dvs. forskellen på net og gross index for amerikanske aktier med nuværende lave udbytter er $2\% \cdot 30\% = 0,60\%$. Danske foreninger kan hjemkræve halvdelen af de 30%, så den tilbageholdte skat reduceres til 15%. Med andre ord har en dansk investeringsforening, der kun ejer amerikanske aktier, en fordel sammenlignet med sit benchmark på $(0,60\% - 0,30\%) = 0,30\%$, alene fordi benchmark er skattemæssigt hårdere belastet, til trods for at der er tale om et væsentlig svind i fonden i det faktiske udbytte på grund af dobbeltbeskatning.

Udenlandske indeksfonde med US aktier slår typisk deres benchmark, fordi de kan hjemkræve mere i skat end deres totale omkostninger! Eksempelvis har iShares Core S&P 500 UCITS ETF per 31/3-16 givet et afkast på +1,36% til investorerne de seneste 12 måneder, mens benchmark (net return!) gav +1,12%. Fondens TER – Total Expense Ratio, driftsudgifter i forhold til investeringer – er helt i bund med 0,07% p.a. Forskellen på benchmark (1,12%) og afkastet i fonden før omkostninger (1,43%) er stort set lig de 0,30%, som fonden har hjemkrævet i forhold til benchmark. Med andre ord kan effekten af udbytteskat være så stor i aktiefonde, at de konsistent slår deres benchmark.

Ejertid på fem år

I beregning af ÅOP indgår investors omkostninger ved emission og indløsning. I modsætning til de andre bidrag til ÅOP er der i dette tilfælde tale om engangsudgifter. Udgifterne skal derfor omregnes til et årligt omkostningsbidrag. Metoden er lige ud af landevejen: Beregn den såkaldte holde- eller ejertid, det vil sige hvor længe investorerne i gennemsnit ejer beviserne fra emission til indløsning. Divider emissions- og indløsningsomkostningerne med holdetiden.

Den officielle ÅOP hviler på 7 års gennemsnitlig ejertid af beviser. I Finanstilsynets notat om ÅOP fra 2007 står der: "I nøgletallet er indbygget en antagelse om, at investor er i besiddelse af papiret i 7 år", og "der findes ingen statistikker eller andet, der kan belyse investorernes konkrete adfærd" (Finanstilsynet, 2007). I 2013 kritiserede Miranova og andre antagelsen om de syv år, da tal fra Investeringsforeningsrådet (i dag IFB) viste at en tredjedel af beviserne blev indløst årligt, hvilket svarer til en holdetid på 3-4 år. IFB's direktør udtalte i den forbindelse, at "de skøn vi senest har lavet, viser, at syv år stadig er et meget godt bud på...den gennemsnitlige holdeperiode for den private investor" (TV2 Nyhederne, 2013).

Der er os bekendt ikke fremlagt dokumentation fra IFB for syv års ejertid. Da indløsningsstallene fremgår af foreningernes årsrapporter, så bør IFB være i stand til at fremlægge aktuelle data. I modsætning til tidligere er disse data imidlertid ikke længere offentlig tilgængelige via IFB's hjemmeside. Data er dog fortsat tilgængelige for årene 2009-2011, se Tabel 5:

Tabel 5	Emission	Indløsning	Holdetid
Detail	0,29	0,22	4,45
Institutionelle	0,58	0,54	1,84
Udenlandske	0,38	0,32	3,08
I alt danske foreninger	0,44	0,39	2,55

Ejertiden er beregnet som forholdet mellem værdien af alle indløsninger delt med totalformue i foreningerne primo året for hvert af de tre år. Tabellen viser gennemsnit over perioden. Vi ser i denne analyse på detail-foreningerne, der i de tre år havde en holdetid på 4-5 år.

Ser vi på udlandet, kan vi finde tilsvarende data. I USA er holdeperioden 3 år for obligationsfonde og 4 år for aktiefonde (ICI, 2016). Ser vi kun på de aktive fonde i USA vil tallene være lavere, hvilket er relevant ved sammenligning. På den anden side kan amerikanske investorer lettere og omkostningsfrit i flere tilfælde bytte fond, hvilket kan trække de amerikanske tal ned. I Storbritannien (UK) er holdeperioden tilsvarende 4 år på investeringsbeviser (Meade, 2015).

Bemærk, at i begge undersøgelser er ejertiden beregnet på baggrund af indløsning af beviserne, hvilket er det relevante mål, når vi skal estimere omkostningerne i relation til ÅOP. Den gennemsnitlige holdeperiode vil blive reduceret, hvis handel med beviser på investeringsforeningsbørsen IFX uden indløsning og emission talte med.

I valget af 7 år som relevant holdeperiode på danske beviser har det været nævnt, at ikke alle emissioner og indløsninger er med fuld tillæg. Der er os bekendt ikke tal, der viser omfanget heraf, så vi kan ikke kvantificere effekten. Det seneste års fjernelse af tegningsprovision hos flere af de store udbydere betyder, at der ikke længe-

re skal korrigeres for eventuel rabat herpå. Dermed kan det i mindre grad hævdes at være indarbejdet i den valgte "effektive" ejerperiode på 7 år.¹⁰

Med udgangspunkt i danske tal fra 2009-2011 samt relevante opgørelser for samme fra USA og UK mener vi, at 7 år som holdeperiode i beregning af ÅOP er overvurderet. Vi mener, at 5 år er mere retvisende for den reelle ejertid af investeringsbeviser i Danmark i forbindelse med ÅOP-beregning. **Anvendes 5 år i stedet for 7 år i ÅOP-beregningen, så medfører det en øget omkostning på 330 mio. kroner årligt.**

Omkostninger der ikke er med i analysen – fund of funds

De oplysninger vi har fundet indikerer, at der ikke er en håndfast praksis i foreningerne i forhold til at medregne omkostninger ved fund of funds – kun anbefalinger.

De omkostninger vi har estimeret i denne analyse, ud over standard ÅOP, findes også i de fonde, som fondene investerer i. Vi kan ikke med sikkerhed vide, om omsætningshastigheden indregnes med rette vægt. Det fremgår ingen steder, så vi antager, at omsætningshastigheden i fonde inde i "hovedfonden" ikke regnes med. Dermed undervurderes omsætningshastigheden.

Ifølge branchens egne anbefalinger regnes omkostninger i underfonde kun med, når mindst 20 procent af aktiverne er investeret i UCITS (Undertakings For The Collecti-

¹⁰ Fra IFB's hjemmeside: "ÅOP kan overvurdere dine faktiske omkostninger. ÅOP forudsætter, at investor altid køber beviserne til emissionskurs og sælger til indløsningskurs. Men sådan er det ikke altid. Investors faktiske omkostninger kan derfor være lavere, end ÅOP viser. Forklaringen er, at investors handels- omkostninger i de mange afdelinger, der handles på InvesteringsForenings-Børsen (IFX) er den aktuelle forskel mellem købs- og salgskurs på IFX tillagt investors kurtage ved køb og salg. På IFX kan investor ofte købe sine beviser til kurser lavere end emissionskursen og sælge dem til kurser højere end indløsningskursen. Forskellen mellem købs- og salgskurser på IFX er typisk kun ca. halvdelen af forskellen mellem emissions- og indløsningskurs ifølge ÅOP"

ve Investment Of Transferable Securities – fonde som er godkendt til at blive markedsført i EU) på opgørelsesdatoen, uanset antallet af underfonde¹¹. Der er altså mulighed for at udelade op til 20 procent, og foreningerne kan kort inden opgørelses-tidspunktet afhænde underfonde for at mindske ÅOP og efter opgørelsestidspunktet købe dem igen.

I Årsrapport 2015 fra Bankinvest s. 177 står der: ”Såfremt afdelingen er en såkaldt Fund of Funds, det vil sige investerer mere end 20 procent af formuen i andre investeringsafdelinger, tillægges en forholdsmæssig andel af deres administrationsomkostninger på opgørelsestidspunktet”. Vi tolker det således, at hvis andelen er mindre end 20%, så er det ikke tilfældet.

Det er ligeledes vores fortolkning, at nogle fonde skal have deres investerede formue reduceret, fordi de ellers tælles med to gange, direkte såvel som i ”hovedfonden”. Vi har identificeret ca. 30 fund of funds.

Vi kan ikke finde nogen begrundelse for at have en sådan ”bagatelgrænse” for, hvornår en fond medtæller omkostninger i en anden fond, som den investerer i – og da slet ikke for at sætte grænsen så højt som 20 procent.

¹¹ IFB side 8:

<http://www.investering.dk/documents/10655/79593/Branchestandard+bilag+4/4afb75da-5a00-4cb8-97b6-cfbc76e45b59>

Opsummering

Der er investeret 700 mia. kroner i danske investeringsforeninger med aktiv forvaltning. Den officielle omkostningsprocent (ÅOP) er 1,38%, svarende til 9,7 mia. kroner.

Vi har vist, at der er indirekte handelsomkostninger på 0,44% fra kursspænd, valutamarginer og market impact tilsvarende 3,1 mia. kroner.

Desuden er der efterslæb på grund af kontanter, tabt udbytteskat og ejertid på 5 år på 0,18%, eller 1,3 mia. kroner årligt.

Den reelle årlige omkostningsprocent (ÅOP) er dermed 2,0% tilsvarende 14,0 mia. kroner. Den faktiske ÅOP i investeringsforeningerne er derfor 45% højere end normalt antaget, tilsvarende en årlig ekstraomkostning på 4,3 mia. kroner for investorerne.

Størstedelen af disse omkostninger ville en almindelig dansk investor kunne undgå ved at investere i de såkaldte indeksfonde. Samtidig er der tale om omkostninger, der ikke skaber et højere afkast i forhold til indeksfonde, tværtimod.

Bibliografi

- Bankinvest. (2016). Årsrapport Bankinvest 2015.
- Børsen. (2014). Aktionærforening kræver opgør med indspist miljø.
- Børsen. (2014). Branche: Fast pris er en fordel.
- Børsen. (2014). Professor i frontalangreb på investeringsforeningerne.
- Berlingske Business. (2014). Bankerne sælger flest af de dyreste investeringsforeninger.
- Bernstein, W. (2001). The Intelligent Asset Allocator.
- Bikker, J. (2008). Forecasting Market Impact Costs and Identifying Expensive Trades. *Journal of Forecasting* .
- Bikker, Spierdijk, & Sluis, V. d. (2007). Market impact costs of institutional equity trades. *Journal of International Money and Finance* .
- Blake, D. (2014). On the Disclosure of the Costs of Investment Management.
- Bogle, J. C. (2005). Reflections: The Mutual Fund Industry Sixty Years Later: For Better or Worse? *Financial Analysts Journal* .
- Bogle, J. C. (2014). The Arithmetic of "All-In" Investment Expenses. *Financial Analysts Journal* , 70 (1).
- Curve, P. (2013). Mutual Fund Urban Myths. *Morningstar Advisor* .
- Danske Invest. (2015). Prospekt - Investeringsforeningen Danske Invest.
- DR Nyheder. (2014). Forbrugerrådet: Vi betaler milliarder for meget i gebyrer.
- Edelen, R. (2013). Shedding Light on "Invisible" Costs: Trading Costs and Mutual Fund Performance. *Financial Analysts Journal* , 69 (1).
- Finans.dk. (2015). Banker fordobler indtjening på udskældt rådgivergebyr.
- Finans.dk. (2014). Tvunget rådgivergebyr rammer 100.000 investorer.
- Finanstilsynet. (2007). Rapport om indførelse af et ÅOP lignende nøgletal for investeringsforeninger (notat).
- Frontier Investment Management. (2007). When is a TER not a TER.
- Haslem, J. A. (2006). Assessing Mutual Fund Expenses and Transaction Costs.
- ICI. (2016). 2016 Investment Company Factbook. Investment Company Institute.
- IFR. (2013). InvesteringsForeningsRådets omkostningsanalyse 2012.
- Investeringsfondsbranchen. (2016). Investorportræt 2015.
- James, K. (2000). The Price of Retail Investing in the UK.
- Karceski, J. (2004). Portfolio Transactions Costs at U.S. Equity Mutual Funds.
- Keim, D. B., & Madhavan, A. (1998). The Cost of Institutional Equity Trades.
- Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen. (2006). Baggrundspapir til kapitel 3 - ÅOP opgørelse for investeringsforeninger.
- Martin, T., & Krouse, S. (2016). Pensions, Mutual Funds Turn Back to Cash. *Wall Street Journal* .
- Martini, J. (23. januar 2013). Forkerte priser vildleder bankkunder. *Børsen* .
- Meade, R. (2015). Asset Management Survey in the UK 2014-2015. The Investment Association.
- Mikkelsen, N. H. (2013). Den bekostelige opsparing.

Mikkelsen, N. H. (2014). Handelsomkostninger i danske aktiefonde er blevet mere attraktive. Morningstar.

Morningstar. (2014). Analyse af handelsomkostninger i aktiefonde fra hjemlige investeringsforeninger i 2013.

Morningstar. (2010). Analyse af niveauet for kurtage i aktiefonde fra danske investeringsforeninger.

Morningstar. (2011). Analyse af omkostningerne i danske investeringsforeninger .

Prior, A. (2010). The Hidden Costs of Mutual Funds. Wall Street Journal .

S&P Dow Jones Indices. (2016). Unveiling the Hidden Cost of Retail Bond Buying & Selling.

Sparinvest. (2016). Prospekt - Investeringsforeningen Sparinvest.

Strauss, L. (2014). For Mutual Funds, How Much Cash Is Too Much? Hentet fra Barron's.

TV2 Nyhederne. (2013). Bankkunder vildledes på priserne.