

En faglig gennemgang af Miranovas analyse af danske investeringsforeninger

København, 19. december 2016

København, 19. december 2016

Indholdsfortegnelse

Indledning.....	2
Afkast, direkte omkostninger og indirekte omkostninger	2
Opgørelsesmetoder	3
Overordnede bemærkninger til Miranovas analyse.....	4
Detaljerede bemærkninger til analysen	5
Omsætningshastighed.....	5
Manglende sammenligningsindeks	5
Kurssspænd	6
Valuta.....	7
Market impact	8
Kontanter.....	11
Udbytteskat	12
Holdeperiode	13
Fund-of-funds	13
Sammenligning af investeringsalternativer.....	14

Indledning

Danske investeringsfonde forvalter omkring 1.900 mia. kr. på vegne af danske opsparere og institutionelle kunder. Det stiller høje krav til branchen. Det er afgørende, at danskerne har tillid til, at deres opsparing forvaltes med henblik på at give det bedst mulige afkast efter omkostninger inden for en given risikoprofil.

Derfor tager vi det meget alvorligt, når branchen beskyldes for, at den skjuler omkostninger for de flere end 800.000 danskere, der har placeret hele eller dele af deres opsparing i danske investeringsfonde.

Analysen er foranlediget af en analyse af danske investeringsforeninger, som er udarbejdet af den selvstændige investeringsrådgiver Miranova (herefter Miranova).

Afkast, direkte omkostninger og indirekte omkostninger

Afkastet af en investering er den merværdi, som investor opnår ved placere sin opsparing. Afkastet opgøres derfor altid efter omkostninger, da omkostninger reducerer den merværdi, som selve investeringerne giver.

Alle investorer har omkostninger, når de investerer i værdipapirer, og der findes en række forskellige omkostningsbegreber, som forsøger at kvantificere, hvor store disse omkostninger er.

De direkte omkostninger ved at investere i værdipapirer kan f.eks. være depotomkostninger og kurtage. Dertil kommer investorernes eventuelle omkostninger til rådgivning og information. Det samme gælder for investeringsfonde. De direkte omkostninger betaler investorerne – eller investeringsfonden - direkte til leverandøren af de forskellige ydelser. Depotomkostninger betales til banken, kurtage betales til handelsplatformen osv. De ”direkte” omkostninger er som udgangspunkt relativt enkle at opgøre.

For investeringsfonde er der udviklet et særligt omkostningsbegreb, som hedder ÅOP¹ (Årlige omkostninger i procent). Det er indtil videre det mest dækkende omkostningsbegreb, der findes for noget investeringsprodukt, og det dækker de direkte omkostninger. ÅOP er udviklet af Dansk Aktionærforening, Finansrådet, Finanstilsynet, Forbrugerrådet, Investeringsfondsbranchen og Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

Indirekte omkostninger er væsentligt anderledes end direkte omkostninger. Det er forhold, som kan belaste afkastet, uanset om investorerne selv forvalter deres opsparing eller investerer gennem danske eller udenlandske investeringsfonde, herunder ETF'er. Det drejer sig f.eks. om kursspænd og ”market impact”²

Indirekte omkostninger er på mange måder et misvisende udtryk, da det giver indtryk af, at investorerne betaler for at få en bestemt ydelse. Kursspænd og ”market impact” er imidlertid ikke noget investorerne betaler til nogen leverandør. De køber eller sælger værdipapirer på et marked til den bedst mulige

¹ ÅOP = Årlige Omkostninger i Procent. ÅOP består af en række forskellige omkostningselementer. I nøgletallet indgår den omkostningsprocent, der fremgår af Central Investorinformation, et evt. resultatbetinget honorar, direkte handelsomkostninger ved løbende drift og 1/7 af det aktuelle emissionstillæg henholdsvis indløsningsfradrag (idet der forudsættes en gennemsnitlig holdeperiode på 7 år). ÅOP opgøres af danske investeringsfonde, men ikke af udenlandske investeringsfonde – herunder ETF'er.

² Disse konkrete forhold uddybes senere i notatet.

markedskurs. Derfor virker det mere retvisende at tale om et afkasttab, der opstår ved at deltage på markedet.

For der er tale om markedsfaktorer, der påvirker afkastet negativt. I investeringsfonde indgår de nævnte faktorer allerede i dag som (negativt) afkast i posten kursreguleringer i investeringsfondens regnskab.

Alle investeringsfonde arbejder for at minimere afkasttabet til markedet. Det øger investorernes afkast, hvilket er et vigtigt parameter i konkurrencen mellem investeringsfondene. Eksempelvis er det en meget vigtig kompetence i en investeringsfond, at man er i stand til at gennemføre handler effektivt.

Manglende afkast som følge af en kontant beholdning omtales også ofte som indirekte omkostninger. Som vi viser nedenfor, virker denne omtale misvisende, fordi det i stedet er en integreret del af investeringsstrategien.

Opgørelsesmetoder

Der er stor forskel på at opgøre de direkte omkostninger og afkasttabet ved at deltage på markedet. Direkte omkostninger er betalinger til leverandører af ydelser, og de er lette at opgøre. Afkasttabet kan i de fleste tilfælde ikke observeres direkte, og det er vanskeligt at opgøre.

Alle europæiske investeringsfonde er forpligtede til at opgøre deres omkostningsprocenter efter fælles EU-retningslinjer, der blandt andet er angivet i forordningen om Central Investorinformation. De eksterne markedsfaktorer, er ikke medtaget i retningslinjerne, fordi de er svære at opgøre, og fordi der ikke findes nogen enkel metode, der sikrer, at alle investeringsfonde gør det op på samme måde. Det betyder, at hverken danske investeringsfonde eller udenlandske investeringsfonde, herunder ETF'er, opgør afkasttabet fra disse markedsfaktorer. Det betyder også, at afkasttabet ikke indgår i ÅOP.

Der er således tre vigtige forhold at have for øje, når man læser analyser af indirekte omkostninger:

1. De adskiller sig væsentligt fra almindelige omkostninger i sådan et omfang, at de ikke kan siges at være "omkostninger", men nærmere et "afkasttab" ved at deltage på markedet.
2. Da de ikke "betales" til nogen markedsaktører, kan de ikke give anledning til interessekonflikter mellem investorerne og udbyderne af investeringsfondene. Tværtimod er der interessesammenfald, da investeringsfondene kan øge investorernes afkast ved at minimere afkasttabet til markedet.
3. Indirekte omkostninger er svære at opgøre, og der findes derfor en række forskellige metoder med forskellige styrker og svagheder. Derfor vil enhver opgørelse altid være baseret på en række antagelser og metoder.

Overordnede bemærkninger til Miranovas analyse

Miranova har i en omkostningsanalyse³ forsøgt at beregne, hvad danskerne samlet set betaler for at investere i danske investeringsfonde. Analysens hovedkonklusion og titel er "4 mia. kr. i skjulte omkostninger". Miranova konkluderer samtidig at disse "omkostninger" ville kunne undgås, ved at investere i indeksfonde.

IFB hilser al debat om investeringsforeninger velkommen, men vi insisterer på, at den sker på et gennearbejdet, fagligt grundlag.

På baggrund af en gennemgang af Miranovas analyse har IFB følgende konklusioner:

1. Miranova taler mod bedre vidende, når de anklager den danske fondsbranche for at "skjule" omkostninger. For det første tjener udbyderne af danske investeringsfonde og deres samarbejdspartnere ikke penge på investorernes afkasttab til markedet. For det andet følger alle danske investeringsfonde de europæiske retningslinjer på området, og derfor har branchen ikke skjult noget. Problemet er, at der ikke findes en metode til at gøre det op. Og det problem har alle investeringsfonde – også ETF'er.
2. Miranova har forsøgt at estimere, hvad de samlede omkostninger kan være i aktivt forvaltede danske investeringsfonde, men på en række punkter anvender Miranova estimater der er for høje i forhold til det som IFB's medlemmer kan genkende fra deres egne virksomheder.
3. Der findes ikke godkendte opgørelsesmetoder, som gør det muligt at beregne afkasttabet til markedet helt præcist. Derfor kan hverken Miranova eller IFB's medlemmer entydigt opgøre, hvor store de er.
4. Det er vigtigt, at forbrugerne kan sammenligne omkostningerne i investeringsfonde fra forskellige lande. Derfor er det afgørende, at omkostningerne opgøres efter de samme principper. Hvis et EU-land valgte at gå enegang og indføre sine egne regler for opgørelse af afkasttabet fra eksterne markedsfaktorer, ville det vildlede investorerne. Det skyldes, at investorerne ville få incitament til at vælge investeringsfonde fra andre lande, som på papiret - men ikke reelt - har lavere omkostninger. Fælleseuropæiske regler sikrer også lige konkurrencevilkår.
5. Analysen fremsætter en udokumenteret påstand om, at man stort set kan undgå, at afkastet bliver belastet af markedsfaktorer ved at investere i eksempelvis ETF'er. Det giver et fejlagtigt indtryk af, at kun afkastet i danske investeringsfonde bliver belastet. Fakta er, at afkasttabet til markedet reducerer afkastet for alle investorer – herunder også ETF'er, og det påvirker alle, der agerer på de finansielle markeder.
6. Nye regler fra EU er på vej. I MiFID II-direktivet og PRIIPs-reguleringen, der begge forventes at træde i kraft den 1. januar 2018, er der også fokus på opgørelsesmetoder og afkasttabet til markedet.

³ Analyse af danske investeringsforeninger – 4 mia. kr. årligt i skjulte omkostninger, Miranova, 3. august 2016

Detaljerede bemærkninger til analysen

Miranovas analyse indeholder en gennemgang af følgende elementer:

- Omsætningshastighed
- Sammenligningsindeks
- Kursspænd
- Valutamarginer
- Market impact
- Kontanter
- Udbytteskat
- Reduceret ejertid
- Funds of Funds

I de følgende afsnit kommenterer vi Miranovas analyse på de enkelte punkter.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden fortæller, hvor stor en del af porteføljen, som omlægges hvert år. Handler, som gennemføres som følge af emissioner og indløsninger, dvs. når kunder træder ind og ud af investeringsfonden, skal ikke medregnes i omsætningshastigheden. Den omfatter alene de handler, der gennemføres som led i den løbende porteføljepleje.

Omsætningshastigheden er et centralt nøgletal i estimationen af afkasttab, da den anvendes til at kvantificere effekten af kursspænd, market impact og valutatransaktioner. Overvurderes omsætningshastigheden, overvurderes disse effekter tilsvarende.

Miranova har i analysen estimeret, at den formuevægtede omsætningshastighed i aktivt forvaltede fonde er 0,57 pct. Ifølge IFB's beregninger er den formuevægtede omsætningshastighed i aktivt forvaltede detailfonde 0,51 pct. (på basis af årsregnskaber for 2015).

Konklusion: Omsætningshastigheden påvirker analysens estimater for kursspænd, market impact og valutatransaktioner, hvor estimaterne således er 11 % for høje alene på grund af den anvendte sats for omsætningshastighed.

Manglende sammenligningsindeks

Miranova anfører i sin analyse, at over 100 mia. kr. er investeret i fonde, hvor afkastet ikke måles op imod et sammenligningsindeks, og peger på, at fonde uden særlig argumentation skifter indeks. Desuden peges der på, at det i disse tilfælde er nærmest umuligt at vurdere fondens performance.

Indledningsvis gør vi opmærksom på, at den bestyrelse, der er ansvarlig for de enkelte investeringsfonde i henhold til lovgivningens bestemmelser skal vælge investeringsstrategi og -mål. Målsætningen kan i henhold til lovgivningen enten være med eller uden fastsættelse af et benchmark.

Det er således helt legitimt at fravælge at have et benchmark. En investor kan blot fravælge investeringsforeninger der ikke anvender benchmark, hvis dette er vigtigt for den pågældende investor.

Bestyrelsen skal under alle omstændigheder, løbende og i årsrapporten, vurdere om investeringsfonden lever op til den fastsatte målsætning.

IFB har for nylig vedtaget en brancheanbefaling om valg og brug af benchmark, som har til formål at understøtte, at IFB's medlemmer bruger relevante og retvisende benchmarks for de forvaltede investeringsfonde i de tilfælde, hvor målsætningen omfatter et benchmark. Heri anbefales IFB's medlemmer at benytte benchmark på følgende måde:

- Hvis der er valgt et benchmark, skal dette på tilfredsstillende vis leve op til de opstillede kriterier.
- For nogle investeringsfonde kan det være vanskeligt at finde et benchmark, som opfylder alle kriterierne. Hvis bestyrelsen vælger at have et benchmark, som på nogle punkter ikke lever op til IFB's anbefalinger, anbefales det at redegøre for valget af benchmark i prospektet.
- Hvis der ikke er valgt et benchmark, anbefales det at beskrive i tegningsprospektet, hvorfor det ikke er relevant at vælge et benchmark.
- For investeringsfonde uden benchmark bør markedsføringsmateriale eller andre kundevedtatte publikationer ikke give indtryk af, at fonden har et benchmark.

Brancheanbefalingen synliggør, at det ifølge lovgivningen er legitimt at operere uden et sammenligningsindeks og fastsætter, at man i den situation skal beskrive sit valg i tegningsprospektet. Det kan eksempelvis være relevant for danske obligationsfonde, der både investerer i stats- og realkreditobligationer for at give investorerne det bedst mulige risikjusterede afkast. Her kan hverken et statsobligationsindeks eller et realkreditobligationsindeks dække investeringsstrategien fuldt ud.

Desuden siger brancheanbefalingen, at det ved ændring af benchmark i en eksisterende investeringsfond skal oplyses, hvornår ændringen træder i kraft. Det supplerer lovgivningens bestemmelser og giver bedre vilkår til investorerne. Brancheanbefalingen er tilgængelig her - www.investering.dk

Kursspænd

Investorer, der investerer i værdipapirer kan grundlæggende opnå et afkast ved at sælge til en højere pris end de har købt værdipapiret til. Prisen for et værdipapir findes på de finansielle markeder - ligesom på andre markeder - gennem udbud og efterspørgsel. Til en given pris er der nogle der ønsker at købe (bud), og andre der ønsker at sælge (udbud).

Kursspændet angiver forskellen mellem de til enhver tid gældende bud- og udbudskurser på de enkelte værdipapirer. Det vil sige, at kursspændet udtrykker forskellen mellem den pris, som investor kan købe og sælge et bestemt værdipapir til. Jo højere likviditeten er i et givent værdipapir, jo nemmere er det at finde en køber/sælger, og jo mindre vil kursspændet være.

Isoleret set vil kursspænd belaste afkastet. Kursspændet er dog en integreret del af værdipapirers prissætning. Kursspændets størrelse afspejler en likviditetsrisiko. Jo højere "likviditets" risiko, jo højere er risikopræmien, og jo lavere kurs vil investor alt andet lige være parat til at betale for værdipapiret.

Når en porteføljeforvalter tager en investeringsbeslutning, sker det på basis af en vurdering af det samlede kurspotentiale, inkl. handelsomkostninger, herunder kursspænd og risiko for market impact.

Derfor giver det ikke nogen mening at se isoleret på kursspændet og betragte det som en omkostning. Porteføljeforvaltere, der forvalter aktive fonde, har klare incitamenters til at reducere omkostningerne til kursspænd, fordi de belaster fondenes afkast.

I den forbindelse er det værd at bemærke:

- At kursspænd varierer over tid, hvilket giver betydelige udfordringer med at gøre dem op.
- At kursspænd er en integreret del prissætningen på de enkelte værdipapirer, og at gennemsnitsbetragtninger derfor kan være misvisende.
- Det er meget vanskeligt at adskille kursspændet fra "market impact"
- De nævnte komplikationer har betydet, at der endnu ikke er fundet en opgørelsesmetode, der sikrer, at alle investorer kan opgøre det på samme måde.

Miranova har studeret en række analyser, der forsøger at estimere kursspændenes størrelse for forskellige aktivtyper. På baggrund af analyserne opstilles nogle gennemsnitlige estimater for de enkelte aktivtyper.

Det kan være en vanskelig øvelse at estimere gennemsnitlige kursspænd.

IFB vurderer på basis af input fra branchen, at Miranova anvender valide estimater for kursspænd for obligationer, mens estimaterne for blandede fonde og aktier er væsentligt for høje.

For aktier på udviklede markeder vurderer branchen eksempelvis, at kursspændet opgjort ved midterkurser ligger i niveauet 0,03-0,04 pct., hvilket er under halvdelen af Miranovas estimat på 0,1 pct.

Konklusion: Da de estimerede kursspænd er for høje i nogle kategorier, og de samlede indirekte omkostninger til kursspænd er estimeret på basis af en for høj omsætningshastighed, har Miranova estimeret det samlede afkasttab i forbindelse med kursspænd for højt.

Valuta

Ved handel i udenlandske værdipapirer skal der nogle gange veksles valuta, men det sker ikke i forbindelse med omlægninger på det samme marked. Hvis investor eksempelvis beslutter at sælge en nordamerikansk aktie og købe en anden nordamerikansk aktie, vil investor ikke have omkostninger til valutaveksling. Det er således kun, når investor trækker penge ud, investerer nye penge, eller ønsker at omlægge sin geografiske eksponering, at der opstår omkostninger til valutaveksling.

I investeringsfonde sker valutaveksling primært, når investorer træder ind (emission) og ud (indløsning). Omkostninger til valutaveksling ved emissioner og indløsninger dækkes af de indtrædende og udtrædende investorer via emissionstillægget og indløsningsfradraget, og bør således ikke medtælles igen i en separat omkostning til valutaveksling.

Miranova antager i analysen, at der ikke anvendes valutakonti, at der sker valutaveksling ved alle handler, og at foreningerne handler til en marginal på 0,15 pct. for alle valutaer, dog 0,3 pct. i emerging markets valutaer. Miranova formoder også, at foreningerne ikke forhandler prisen, og blot betaler de samme satser som private bankkunder. Miranova fremlægger ikke noget datagrundlag for denne antagelse.

IFB vurderer, at de estimerede satser for valutamargin er markant for høje. Baseret på input fra branchen kan IFB konstatere, at valutamarginalen på hovedvalutaerne i de udviklede markeder typisk er 1-3 bp, stigende op til 10-15 bp i emerging markets. Disse spænd er udtryk for storkundevilkår og er markant lavere end de spænd, som tilbydes private.

Miranova anerkender, at valutaomkostninger i nogle tilfælde kan undgås, jf. ovenstående, hvis der købes og sælges værdipapirer i samme valuta. Baseret på input fra branchen kan IFB bekræfte, at de fleste omlægninger sker i samme valuta. Samtidig konstaterer branchen at:

- I alle investeringsfonde som kun investerer i et enkelt land eller "valuta" område, er der ingen omkostninger til valutaomveksling, udover hvad der dækkes af indløsningsfradrag og emissionstillæg.
- I de globale aktieafdelinger, hvor der også sker omlægning af værdipapirerne på tværs af regionerne sker valutaveksling i ca. 20-30 pct. af handlerne.
- Miranovas opgørelse indebærer, at en omlægning fra en nordamerikansk aktie til en japansk aktie giver to valutavekslinger. I praksis veksles kun én gang – nemlig direkte fra dollar til yen.
- I investeringsfonde med investeringer i emerging markets lande har man ikke konti i alle valutaer, men typisk afregnes handlerne fra en USD-konto.

Det er IFB's vurdering, at omkostninger til valutaveksling må betragtes som en direkte omkostning, og at det er muligt at opgøre omkostninger til valutaveksling på en ensartet måde. I arbejdet med MiFID II og PRIIPS forventes der fastsat fælles europæiske regler om opgørelse af valutaomkostninger.

Konklusion: På baggrund af ovenstående vurderer IFB at Miranovas estimat for valutaomkostninger er alt for højt. I arbejdet med MiFID II og PRIIPS forventes der fastsat fælles europæiske regler om opgørelse af valutaomkostninger.

Market impact

Som beskrevet under afsnittet om kursspænd, er der for et givent finansielt instrument en række købere og en række sælgere. De danner det aktuelle kursspænd. Ud over det aktuelle kursspænd er det dog også vigtigt hvor "dybt" markedet er. Det vil sige hvor mange købere og sælger er der, og hvor stort et antal værdipapirer, de vil købe/sælge til de forskellige kurser. Markedsdybden er af afgørende betydning for det der kaldes "market impact".

Begrebet "market impact" dækker over hvor meget det vil påvirke kursen at gennemføre et køb eller salg af værdipapirer. Princippet er, at enhver handel tager "dybde" ud af markedet. Når en investor vil købe værdipapirer, vil han først vælge den sælger, der har den laveste og dermed billigste kurs. Herefter

forsvinder den pågældende sælger ud af markedet, og hvis investor har behov for at købe mere, vil han vælge den sælger, der har den næstlaveste kurs.

På den måde vil kursen stige, jo mere investor ønsker at købe, og omvendt falde, jo mere investor ønsker at sælge. Det betyder, at investor ikke kan regne med at sælge/købe alle sine værdipapirer til den samme kurs. Alt andet lige gælder, at kurspåvirkningen - market impact – vil vokse med størrelsen på handlen. Og at der på meget likvide markeder, dvs. værdipapirer med en stor markedsdybde, skal større handler til for et givent market impact.

Størrelsen på et eventuelt market impact er en integreret del af beslutningen ved alle handler med værdipapirer. Når en porteføljeforvalter tager en investeringsbeslutning, sker det på basis af en vurdering af det samlede kurspotentiale efter indregning af handelsomkostninger, kursspænd og market impact.

Derfor giver det ikke nogen mening at se isoleret på market impact. Porteføljeforvaltere, der forvalter aktive fonde, har, alt andet lige, incitament til at reducere market impact, fordi det isoleret set belaster fondenes afkast.

Dertil skal det nævnes, at market impact som sådan kan ses som et nulsumsspil. Da mange investeringsfonde handler med hinanden, er market impact ikke kun til ugunst for investeringsfonde. Hvis den ene investeringsfond presser prisen ved at sælge, har andre investeringsfonde jo tilsvarende glæde af det, når de køber⁴.

Det er således vigtigt at bemærke følgende ift. analyser af market impact:

- At alle investorer kan opleve market impact, når de køber eller sælger værdipapirer. Det gælder ikke mindst passive fonde herunder ETF'er med meget stor volumen, når de pr. automatik skal købe eller sælge de aktier, der går ind/ud af benchmark.
- At markederne ikke altid er lige likvide, og det påvirker market impacts størrelse.
- At market impact, som en investor kan have imod sig, afhænger af handelens størrelse. Enhver aktivt forvaltet investeringsfond forsøger at minimere market impact og forbedre sit afkast blandt andet ved at fordele sine handler over tid og/eller ved valg af handelsmodpart m.m. Det er et særdeles væsentligt konkurrenceparameter mellem investeringsfonde.
- Der eksisterer flere forskellige metoder til estimation af market impact, men der er endnu ikke fundet en opgørelsesmetode, der sikrer, at det er muligt at opgøre market impact på ensartet vis. EU arbejder i forbindelse med de kommende PRIIPs regler med netop dette spørgsmål.
- At forskelle i investeringsfondenes evner til at minimere market impact bliver opgjort indirekte af alle investeringsfonde, da det belaster nettoafkastet.

⁴ Det fremgår blandt andet af en af de analyser (Bogle J. C., 2014) som Miranova anvender til at estimere det gennemsnitlige market impact.

- Der er fuld gennemsigthed om nettoafkastet, og derfor virker det ikke hensigtsmæssigt at opføre en market impact, der alligevel ikke passer. Den eneste sikre effekt af dette vil være en forhøjelse af investorenes omkostninger.

Miranova opstiller på basis af en række eksterne analyser et gennemsnitligt market impact for forskellige aktivtyper. Ingen af de anvendte analyser er baseret på danske investeringsfonde. Miranova antager således, at analysernes resultater kan overføres til danske investeringsfonde.

Det skal retfærdigvis siges at Miranova angiver at *"det er vanskeligt at måle market impact præcist, og der verserer flere måder at gøre effekten op på"*, derfor angiver de, at deres anvendte estimater er i den absolut konservative ende.

I det følgende gennemgås en række udfordringer ved de analyser som Miranova har anvendt.

Miranova fremhæver en analyse af Bikker m.fl. med data fra 2002. Bikker estimerer, at verdens næststørste pensionsfond ABP i 1. kvartal 2002 gennemførte aktiehandl, som i gennemsnit havde en værdi af 10 mio. kr. med en market impact ved køb på 20 basispunkter (bp)⁵ og 30 bp ved salg. Det giver dog ikke retvisende resultater at sammenligne en dansk investeringsforeningsforeningsgruppe med en gennemsnitlig formue på ca. 22 mia. kr. i 2016 med ABP, som har en formue på ca. 375 mia. euro i 2002.

For det første er danske investeringsfondes gennemsnitlige handelsstørrelser i aktiemarkedet betydeligt lavere, og derfor har de, alt andet lige, en markant lavere market impact.

For det andet er de globale aktiemarkeder blevet betydeligt mere likvide siden 2002. Så den market impact, der var konsekvensen af handelsstørrelser på 10 mio. kr. i 2002 er lavere i det nuværende marked.

Ud over de problemer der knytter sig Miranovas fortolkning af Bikker er det værd at bemærke følgende forhold:

- At flere af analyserne kun har samlede estimater, som både omfatter direkte handelsomkostninger, kursspænd og market impact. Derfor kan de ikke bruges til at sige noget om størrelsen af market impact.
- At det refererede estimat i Karceski's artikel fra 2004 kun omfatter spreads, og følgelig kan det ikke indgå i en vurdering af market impact.
- At flere analyser antager, at handler, der er splittet op, betragtes som én handel. En artikel fra 2009⁶ peger på, at den reelle market impact udgør 50-70 % af den initiale størrelse. Det illustrerer den problemstilling, at en del af market impact formentlig er midlertidig, og en anden del permanent i form af en ny højere/lavere ligevægtspris.

⁵ Basispunkter (bp) er et andet ord for 1/100 procentpoint. 20 basispunkter svarer således til 0,2 pct.point.

⁶ Market impact and trading profile of large trading orders in stock markets" - Esteban Moro, Javier Vicente, Luis G. Moyano, Austin Gerig, J. Doyne Farmer, Gabriella Vaglica, Fabrizio Lillo and Rosario N. Mantegna - Physical Review E 80, 066102 (2009).

Ved at tage udgangspunkt i en række analyser, som hviler på stort set samme tankesæt, vil man formentlig sætte effekten af market impact for højt.

De danske investeringsforeninger tager en række forholdsregler, der bidrager til at minimere effekten af market impact:

"Basket trade": Ved større omlægninger i investeringsfonde, eller store emissioner og indløsninger, som fører til køb og salg af mange værdipapirer, er det almindeligt at anvende "basket trade", hvor køber og sælger på forhånd aftaler at bruge lukkekursen. Det er forventningen, at dette kan være med til at minimere "spreads" og "market impact".

Flere handelsdage: Hvis der er risiko for, at en handel vil forårsage "market impact", vælger investeringsfonde i de fleste tilfælde at fordele salg og køb over flere dage, således at market impact reduceres.

Valg af modpart: Investeringsfonde skal sikre, at alle handler gennemføres i investors bedste interesse, så der opnås de bedst mulige priser. Det kan i den forbindelse være relevant at betale en højere kurtage ved at vælge en modpart, som givet sin markedsposition kan tilbyde handel med lille market impact.

Som beskrevet ovenfor er det vanskeligt at estimere market impact. Alle estimer af market impact er således forbundet med stor usikkerhed.

Sammenfattende vurderer IFB, at afkasttabet til market impact i praksis er næsten nul for large cap-aktier. Det skyldes, at de globale aktiemarkeder i de senere år er blevet mere likvide. Ved investeringer i danske aktier og udenlandske small cap aktier er der derimod market impact. For danske obligationer og udenlandske statsobligationer er der i praksis kun lille market impact, idet det typisk er muligt at handle på de stillede bud- og udbudskurser på markedet. Derimod er der market impact ved investering i virksomhedsobligationer og obligationer fra emerging markets.

Konklusion: Det er IFB's vurdering, at Miranova anvender for høje gennemsnitlige estimer for market impact for danske investeringsfonde. De danske investeringsfonde anvender en række tiltag, der bidrager til at minimere market impact.

Kontanter

Kontanter er en nødvendig del af enhver portefølje. Kontantbeholdningen er eksempelvis nødvendig for at styre porteføljens risiko på en effektiv måde. Kontanter i porteføljen er fx nødvendige ved repoforretninger, futures eller afledte finansielle instrumenter på dækket basis, som er med til at give investorerne et afkast eller risikodækning.

Det hævdes nogle gange at der er indirekte omkostninger ved investeringsfondes kontantbeholdninger i form af mistet afkast, da det historiske afkast på kontanter har været lavere end det historiske afkast på andre aktiver, såsom aktier og obligationer.

IFB mener ikke det kan konkluderes, at kontanter nødvendigvis giver et afkasttab. I en aktivt forvaltet investeringsfond kan en kontantbeholdning på kort sigt være et bedre alternativ end en aktie, der forventes at falde i kurs. I det tilfælde kan en kontantbeholdning medvirke til at reducere fondens tab, så den klarer sig bedre end aktiemarkedet. Kontanterne er dermed en del af en aktivt forvaltet investeringsstrategi.

Miranova estimerer det mistede afkast til 2-6 pct. afhængig af aktivtype, hvilket er opgjort ved at gange kontantandelen med det langsigtede afkast på aktier.

Konklusion: Ud fra de nævnte betragtninger kan en kontantandel ikke anses for at være en omkostning, men i stedet en integreret del af investeringsstrategien.

Udbytteskat

Danske investeringsfonde, der ejer aktier i udenlandske virksomheder, betaler udenlandsk udbytteskat. De kan hjem søge en del af skatten, hvis Danmark har en dobbeltbeskatningsaftale med det land, hvor virksomheden hører hjemme.

Miranova peger på, at investorerne i danske investeringsfonde ikke kan modregne tilbageholdt skat i investeringsfonden i deres egen betalte skat. Det er ellers hensigten med de bilaterale beskatningsaftaler, og det kan investorerne, hvis de investerer på egen hånd.

IFB er enig i, at det danske skattesystem på dette punkt ikke lever op til hensigten. Den manglende mulighed for at modregne tilbageholdt skat i en investeringsfond gælder i øvrigt for alle danske investorer, uanset om de investerer i danske investeringsfonde eller i en udenlandsk ETF.

Konklusion: En udenlandsk ETF er ikke et bedre alternativ for investorerne i den henseende.

Miranova giver endvidere indtryk af, at udenlandske indeksfonde med amerikanske aktier typisk kan slå deres benchmark, fordi de kan hjem søge mere i skat end deres totale omkostninger. Konkret har Miranova anført på deres hjemmeside, at investorerne skal betale "ekstra skat ved at benytte en dansk investeringsforening kontra at benytte en ETF til samme formål" Og videre hedder det: "For hver milliard der investeres i US aktier igennem en dansk investeringsforening koster det investor 2,2 millioner kroner i merskat sammenlignet med at investere igennem en skatteoptimal ETF."

IFB kan oplyse, at danske investeringsfonde ikke har strengere skatteregler end de udenlandske ETF-fonde, som ofte er etableret i enten Luxembourg eller Irland. Danske investeringsfonde har bedre adgang til at få lempelse efter dobbeltbeskatningsaftalerne end luxembourgske og irske investeringsfonde. ETF-fonde, der er etableret i Irland, har dog mulighed for at hjem søge den refunderbare del af den amerikanske udbytteskat efter dobbeltbeskatningsaftalerne. Det kan danske investeringsfonde også. Så der er ingen forskel.

Konklusion: Det er ikke korrekt, at danske investeringsfonde betaler mere i amerikansk udbytteskat end irske ETF-fonde.

Miranova anfører, at danske investeringsfonde har en fordel i forhold til indekset, når de eksempelvis kan få nedsat den amerikanske udbytteskat fra 30 pct. til 15 pct. ved kilden. Det er korrekt, hvis investeringsfonden har valgt denne type indeks, og den samme fordel har den ETF-fond, der er nævnt i Miranovas analyse.

Holdeperiode

ÅOP-nøgletallet viser de direkte omkostninger i en investeringsfond, hvis investor beholder sit investeringsbevis i 7 år og betaler de maksimale emissions- og indløsningsstillæg ved køb og salg. ÅOP antager således en gennemsnitlig holdeperiode på 7 år, hvilket undervurderer omkostningerne for de investorer, som holder beviserne i mindre end 7 år, og overvurderer omkostningerne for investorer, som holder beviserne længere.

IFB giver derfor alle investorer mulighed for at beregne ÅOP for en holdeperiode mellem 1 og 50 år for alle investeringsfonde på investering.dk.

Miranova estimerer, at den gennemsnitlige holdeperiode for investeringsbeviser er 5 år, og at ÅOP derved undervurderer investorernes faktiske ÅOP.

For IFB er det væsentligt, at der er nye fælles europæiske regler på vej for omkostningsvisning. MiFID II-direktivet vil således give investorerne bedre oplysninger om omkostninger end det danske ÅOP. Det sker ved at skærpe kravene til indholdet og formen af de oplysninger om omkostninger og provisioner, som distributørerne skal give investorerne forud for købet (ex ante) og løbende efterfølgende (ex post). På særligt disse punkter skærpes kravene:

- Produktomkostninger og serviceomkostninger skal aggregeres til ét samlet omkostningstal - oplyst i både procent og kroner.
- Provisionens andel af omkostningerne skal fremgå separat.
- Omkostningernes effekt på forventet afkast skal illustreres.

De skærpede oplysningskrav styrker forbrugeroplysningen set i forhold til de gældende danske regler og brancheaftaler. Med de nye MiFID II-krav får investorerne fremadrettet mere fyldestgørende omkostnings- og provisionsoplysninger - og de bliver givet på en mere standardiseret og mere overskuelig måde.

Samtidig tager de højde for, at undersøgelser viser, at investorer er mere opmærksomme på omkostninger, der oplyses i kroner end i procent.

Konklusion: De nye MiFID II-omkostningsoplysningskrav giver den enkelte investor en personlig opgørelse af omkostningerne, der også indeholder omkostninger til rådgivning, som betales direkte til rådgiveren. Det er et klart fremskridt i forhold til ÅOP.

Fund-of-funds

Fund-of-funds er investeringsfonde, som investerer i andre investeringsfonde.

Miranova peger på en række svagheder ved opgørelse af omkostninger i fund of funds. Miranova efterlyser blandt andet en begrundelse for en grænse, der bestemmer, hvornår en fund of funds skal medtælle omkostninger i underfonde.

De danske investeringsforeninger følger de regler som Finanstilsynet og EU laver på området. EU-forordningen om Central Investorinformation siger, at investeringsfonde, som investerer en væsentlig del

af deres midler i underfonde, skal medregne omkostningerne i underfonde i omkostningsprocenten. Det giver en mere retvisende omkostningsprocent end tidligere. Problemet er blot, at EU ikke har defineret, hvad der er væsentligt.

IFB mener det er vigtigt, at omkostningerne i fund of funds er transparente. Derfor har IFB fortolket de europæiske regler ved at anbefale sine medlemmer, at omkostninger i underfonde bør medregnes i den løbende omkostningsprocent, såfremt investeringer i underfonde udgør mindst 20 pct. af porteføljen. Danmark er et af de få EU-lande, der har vedtaget en sådan anbefaling.

Nye EU-regler, der træder i kraft i 2018, vil sikre, at alle europæiske investeringsfonde medtæller alle omkostninger i underfonde. Det gælder allerede for danske investeringsfonde, der forvalter omkring halvdelen af detailformuen på det danske marked. Det skyldes, at de pågældende fonde har valgt at gå længere end IFB's brancheanbefaling.

Sammenligning af investeringsalternativer

Miranova opstiller i analysen tre muligheder for privates investeringer: aktivt forvaltede danske investeringsfonde, ETF-fonde, som typisk er passivt forvaltede, og gør-det-selv-investeringer.

Miranovas analyse giver i øvrigt det indtryk, at indirekte omkostninger er noget der især belaster danske investeringsfonde. Vi vil her gentage, at indirekte omkostninger gælder for alle investorer og herunder for både ETF-fonde og private investorer, der investerer direkte i værdipapirer.

IFB bemærker i den forbindelse:

- ETF-fonde har også omkostninger til valutatransaktioner og indirekte omkostninger til spreads og market impact, bl.a. ved geninvesteringer af udbytte. En passivt forvaltet ETF-fond omlægger som regel kun porteføljen, når der er udskiftninger i indekset. Men de løbende indskud i ETF-fonden skal placeres i værdipapirer, uanset hvad det aktuelle spread er, eller hvor stor market impact, det giver.
- Desuden har ETF-fonde en anden type omkostninger, end andre investorer, fordi indekset løbende skifter sammensætning. En artikel af Antti Petajisto⁷ forsøger at estimere de såkaldte "index turnover costs" i indeksfonde. Baseret på S&P 500 og Russell 2000 indeksene estimerer Petajisto, at "index turnover costs" i passive indeksfonde til at være minimum 21-28 bp årligt for S&P 500 og 38-77 bp årligt for Russell 2000.
- Private investorer har begrænsede investeringsmuligheder i forhold til investeringsfonde, og det giver færre muligheder for at opnå afkast. Investeringer i eksempelvis højrenteobligationer og mange udenlandske aktier er i mange tilfælde ikke muligt for private investorer, som i praksis kun kan investere i danske obligationer og aktier i danske og større udenlandske selskaber. De begrænsede investeringsmuligheder for private i forhold til ETF-fonde og danske investeringsfonde kan betyde mistet afkast. Derudover har private investorer relativt højere tab som følge af udbytteskat end danske investeringsfonde.

⁷ "The index premium and its hidden cost for index funds", Antti Petajisto (2011)

Afslutningsvis bemærkes det, at sammenligning af afkast og omkostninger i aktivt forvaltede danske fonde med passivt forvaltede udenlandske fonde – herunder ETF-fonde – kun er retvisende, hvis de oplyser hvilke af fondene, der har betalt for rådgivning og hvilke, der ikke har. For det er jo en kendsgerning, at investorerne enten kan betale for rådgivningen efter regning eller lade investeringsforeningen betale for denne serviceydelse. De to betalingsmetoder giver både forskelle i investeringsfondenes afkast og deres omkostninger jf. nedenfor.

Sammenligning af to måder at betale rådgivning på

	Investeringsfond via bank	Investeringsfond via selvstændig rådgiver
Afkast før omkostninger (1)	10,00%	10,00%
Omkostninger til porteføljepleje m.m.	-0,50%	-0,50%
Omkostninger til banken	-0,58%	
Afkast efter omkostninger	8,92%	9,50%
Investorerens egne omkostninger til rådgivning (2)	0,00%	-0,58%
Nettoafkast til investorerne	8,92%	8,92%

Noter:

1) Afkast på sammenligningsindeks (før omkostninger)

2) De 0,58% er et markedsgennemsnit iflg. Morningstar 2013. Er ikke fradragsberettigede og er sandsynligvis momspligtige

Konklusion: Miranovas sammenligning mellem investorernes samlede omkostninger i danske investeringsfonde, ETF-fonde og ved direkte investering i værdipapirer er misvisende. Det skyldes, at Miranova kun medtager afkasttabet til markedet for danske investeringsfonde og ikke for de andre alternativer, som investorerne kan anbringe deres opsparing i.