



Finansielle ydelser og investeringsforeninger

3.1 RESUMÉ OG KONKLUSIONER

Det er vigtigt for samfundsøkonomien, at den finansielle sektor fungerer effektivt. Det kræver sunde virksomheder og stabilitet på de finansielle markeder. Men effektivitet forudsætter også et konkurrencepres på de finansielle virksomheder, der kan holde omkostninger og priser nede og give forbrugerne nye finansielle produkter og tjenesteydelser.

Selv om konkurrencen i den finansielle sektor i Danmark er blevet skærpet de seneste år, er der flere tegn på, at den finansielle sektor i Danmark og i EU stadig står overfor en udfordring i at få konkurrencen til at fungere effektivt. Europa-Kommissionen vurderer således, at der på en række områder endnu ikke er et indre finansielt marked i EU. Konkurrencemyndighederne i både Danmark og udlandet er derfor ved at undersøge området.¹ I dette kapitel præsenteres derfor en undersøgelse af konkurrencen mellem pengeinstitutterne med særlig fokus på investeringsforeninger. Der redegøres for konkurrencen i forsikringssektoren i kapitel 4.

Den finansielle sektors eget billede af konkurrencen i sektoren er blandet. Nogle aktører peger på barrierer for konkurrencen, der gør det svært at konkurrere effektivt, mens andre siger, at konkurrencen er hård. I dette kapitel redegøres for de tilgængelige indikatorer for konkurrencesituationen.

Indtjeningen i de danske pengeinstitutter er højere end i andre byerhverv men ligger tæt på EU-gennemsnittet for pengeinstitutter.

Den finansielle sektor i Danmark, og pengeinstitutterne især, er præget af højere koncentration end i andre brancher. Sammenlignet med den finansielle sektor i andre små EU-lande er koncentrationen i Danmark dog gennemsnitlig.

¹ Konkurrencestyrelsen redegjorde for gebyrer på det finansielle område og konkurrencen sammen med bl.a. Økonomi- og Erhvervsministeriet i september 2005.



På en række engrosmarkeder konkurrerer de danske finansielle virksomheder i vidt omfang med udenlandske virksomheder, og den høje koncentration blandt danske aktører synes at spille en mindre rolle.

På detailmarkederne er situationen anderledes. I Danmark er der forholdsvis mange pengeinstitutter, men den høje koncentration betyder, at de fleste små pengeinstitutter ikke har markedsstyrke til virkeligt at udfordre de store pengeinstitutter. Markedsandelene flytter sig derfor ikke særligt meget mellem pengeinstitutterne.

En meget stor del af de større danske virksomheder har da også et af de store danske pengeinstitutter som hovedpengeinstitut. Der er imidlertid ikke tegn på, at koncentrationen har haft betydning for lånemarkedet for de danske virksomheder. Generelt svarer de danske virksomheders renteforhold til gennemsnittet i EU.

På markedet for privatkunder satser mange pengeinstitutter på at få loyale kunder, bl.a. ved rådgivning og gennem særlige fordele til kunder, der køber flere produkter. Den strategi har på den ene side betydet, at de fleste danske pengeinstitutkunder er tilfredse med deres pengeinstitut. På den anden side har mange forbrugere svært ved at gennemskue priser og renter i pengeinstituttet.²

Forholdsvis stor kundeloyalitet betyder, at prisen for det, forbrugeren køber af pengeinstituttet – dvs. renter og gebyrer – får mindre betydning. For husholdninger er renterne på ud- og indlån lidt dårligere end de tilsvarende renter i eurolandene. Forskellen er blevet mindre de sidste år, bl.a. pga. bankernes introduktion af prioritetslån i 2004, og der er således tegn på, at konkurrencen skærpes. Det er især renten på lån til boligformål (for Danmarks vedkommende realkreditlån), der har bidraget til den faldende merpris.

For konkurrencen er det interessant, at pengeinstitutter driver forretning på tværs af landegrænser. Bortset fra Nordea har de udenlandske pengeinstitutter i Danmark forholdsvis lille betydning sammenlignet med andre EU-lande.

Den første del af kapitlet ser også på barrierer for udenlandske pengeinstitutters adgang til det danske marked og barrierer for danske pengeinstitutters adgang til udlandet. For Danmarks vedkommende har Nordea – der både er en dansk, svensk og finsk bank – peget på moms og indskydergarantiordninger som to konkrete barrierer for at drive grænseoverskridende penge-

² Dette forhold burde blive bedre, når forbrugerne begynder at bruge pengeinstitutternes nye prisdatabase, www.pengepriser.dk, der indeholder renter og gebyrer for forskellige pengeinstitutter for modelfamilier.

institut. Andre udenlandske pengeinstitutter i Danmark har peget på andre problemer, som drøftes i dette kapitel.

Et mere velfungerende, finansielt indre marked vil føre til mere konkurrence – også i Danmark. På baggrund heraf vil det være en god idé at:

- ▲ Tillade momsfrigtagelse for ydelser udvekslet mellem virksomheder i en dansk moms-gruppe og et udenlandsk hovedsæde. Det gør Sverige og Finland, uden at Europa-Kommissionen af den grund mener, at moms-direktivet overtrædes. En sådan ændring vil gøre det nemmere at drive grænseoverskridende pengeinstitutvirksomhed.
- ▲ Ændre EU's regler for indskydergarantifonde, så samspillet mellem forskellige landes ordninger ikke hæmmer og fordyrer grænseoverskridende bankvirksomhed eller skaber konkurrenceforvriddning mellem banker i forskellige lande. Det kunne fx ske ved, at alle lande brugte samme princip for indskydergarantiordning som i Danmark.



Ud over at tilbyde forrentning af traditionelle indlån tilbyder pengeinstitutterne også andre opsparingsprodukter i værdipapirer. Husholdningerne har således anbragt over 800 mia. kr. i opsparing i aktier, obligationer og andre værdipapirer. Opsparing i *investeringsforeninger* er i dag den vigtigste form for fri opsparing i værdipapirer. Husholdningernes beholdning af investeringsbeviser udgør ca. 300 mia. kr., og de ikke-finansielle virksomheder har placeret yderligere 50 mia. kr. i investeringsforeninger.

Distribution spiller en afgørende rolle på markedet for investeringsforeninger, og det er i praksis stort set kun pengeinstitutterne, der sælger investeringsforeningsbeviser til detailkunder. Salgsprisen er ikke særlig gennemskuelig for kunden, især fordi pengeinstituttet i salgsøjeblikket ikke oplyser om, hvor stor salgsprovision den modtager fra investeringsforeningen.

Det er især pengeinstitutternes beholdningsprovision, der trækker omkostningerne op. Denne provision betales fra foreningerne til pengeinstitutterne som et årligt beløb for, at pengeinstituttet har beviserne liggende. Pengeinstitutterne har angivet, at beholdningsprovisionen dækker ”omkostningerne ved at stå til rådighed for investorerne med rådgivning om egne investeringsbeviser”. Der er formentlig mange forbrugere, der ikke er klar over denne omkostning. Det ville være mere redeligt, såfremt pengeinstitutternes rådgivning alene kostede forbrugerne noget, når rådgivningen resulterer i et køb eller et salg.

Et andet problem er, at de danske skatteregler beskatter akkumulerende investeringsforeninger – der er helt dominerende i udlandet – hårdere end udbyttebetalende investeringsforeninger i Danmark. Forskellen i beskatnin-

gen begrænser konkurrencen fra udenlandske investeringsforeningsbeviser på detailmarkedet for frie midler. På engrosmarkedet er der ikke den samme diskrimination.

Investeringsforeningerne er dyrere, end de kunne være. Aktieafdelinger har således i gennemsnit 2,0 pct. af formuen i årlige omkostninger, og obligationsafdelinger har 1,3 pct. (når alle omkostninger medregnes). Det svarer på sigt til en fjerdedel af afkastet. For langsigtet opsparing kan omkostningerne derved sluge en stor del af opsparingen.

Investeringsforeningernes omkostninger udgjorde i 2004 4,2 mia. kr. Ud af de omkostningsdele, som det har været muligt at benchmarke, kan investorerne spare en tredjedel. Hertil kommer, at der for nylig er etableret foreninger, hvor investorerne helt kan undgå den største delomkostning, nemlig de såkaldte beholdningsprovisioner, der udgjorde 1,2 mia. kr. Der er således store besparelsesmuligheder for forbrugerne ved mere konkurrence på området.

Man kan især øge konkurrencen på markedet for investeringsforeningsbeviser med følgende tiltag:

- ▲ Andre finansielle aktører bør begynde at sælge investeringsbeviser. Mest nærliggende er pensionselskaber og forsikringsselskaber, der i forvejen plejer folks formue. Med andre distributører på markedet vil pengeinstitutternes provisioner komme under pres.³
- ▲ Investeringsforeningerne kan sælge investeringsbeviser direkte til kunderne via internettet uden om pengeinstitutterne.
- ▲ Der bør indføres et nøgletal, der svarer til pengeinstitutternes ÅOP. Nøgletallet skal indeholde alle afdelingernes omkostninger.
- ▲ Omkostninger er en afgørende faktor for investors afkast. Indeksafdelinger er et billigere alternativ til almindelige aktieafdelinger, og for obligationers vedkommende er det ofte billigere at investere direkte uden om en forening. Forbrugerne kan endvidere hente hjælp i de rating systemer, som Morningstar og Børsen har udarbejdet. Gennem Investeringsforeningsrådet stiller branchen endvidere selv værktøjer til rådighed, så investorerne kan sammenligne omkostninger og afkast både før og efter skat.
- ▲ For investorer, der køber beviser i aktiebaserede afdelinger er der skattemæssig forskel på, om beviset er i en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling. Indkomst fra udbyttebetalende afdelinger bliver beskattet lempeligere. Det er et problem for udenlandske foreninger, der næsten alle er akkumulerende. Akkumulerende afdelinger kan få skattemæssig status som udbyttebetalende, men det vurderes at være dyrt og upraktisk af de udenlandske foreninger. For at gøre det lettere for udenlandske foreninger

3

En forudsætning er i denne forbindelse oprettelse af et fondsmæglerselskab (eller et pengeinstitut).

at markedsføre sig i Danmark bør de administrative byrder ved at have status som udbyttebetalende forening reduceres.

Endelig ser kapitlet på mulighederne for at øge effektiviteten og konkurrencen på markedet for handel med værdipapirer generelt. Handelen med værdipapirer i Danmark spiller en vigtig rolle for hele det finansielle marked, og mængden af værdipapirhandel er stigende. Andelen af handelen, der finder sted på børsen, er også steget, hvilket er glædeligt. Men effektiviteten og konkurrencen kan forbedres yderligere:

- ▲ Kunder, der handler værdipapirer, kan selv vælge, om handlen skal ske som børshandel eller på anden måde. Det fremgår af EU's nye udkast til direktiv for investeringsselskaber (MiFID niveau 2), at kunden skal informeres om forskellene ved de forskellige handelstyper, herunder de handelsomkostninger, der er forbundet med handel i de forskellige handelssystemer. De nævnte handelsomkostninger skal være begrundet i værdipapirhandlerens forskellige omkostninger til de forskellige handelssystemer. Prisen ved gennemførelse af en såkaldt internaliseret handel skal afspejle værdipapirhandlerens omkostninger til dette, mens prisen ved at gennemføre en børshandel skal afspejle værdipapirhandlerens omkostninger til dette.
- ▲ For konkurrencen vil det være en fordel, at investorerne gennemfører flest mulige handel over en børs. Investorerne bør derfor gennemføre børshandler, hvis ikke fordelene ved strakshandler er afgørende for handelsformen.
- ▲ Kursdannelsen på obligationsmarkedet bør være mere gennemsigtig. MiFID stiller ikke krav til gennemsigtigheden på obligationsmarkedet herunder førhandelsgennemsigtighed. Det forventes ej heller, at førhandelsgennemsigtighed vil blive en del af de nye danske regler. BRF kredit og Nykredit sikrer allerede i dag, at der er priser på en række af deres obligationer på Fondsbørsen. De øvrige af obligationsudbyderne bør også sikre, at deres obligationer bliver udbudt til køb og salg på børsen.



3.2 KONKURRENCEN PÅ PENGEINSTITUTMARKEDET

De finansielle markeder er både internationale og nationale. Europa-Kommissionen har ved flere lejligheder peget på, at detailmarkerne fortsat er nationalt opdelt, hvilket bl.a. giver store prisforskelle mellem de enkelte lande. Det gælder især ydelser som pengeinstitutprodukter, boligfinansiering, betalingskort og forsikring, hvor under 5 pct. af EU-borgerne har købt sådanne ydelser i et andet EU-land.⁴ Konkurrencen mellem pengeinstitutterne om detailkunderne foregår derfor fortsat især mellem de nationale pengeinstitutter.

Det er vigtigt for konkurrencen og effektiviteten i den finansielle sektor at sikre en fortsat integration af de finansielle markeder, også for detailpengeinstitutmarkedet. Men den nationale karakter af dele af pengeinstitutmarkedet gør det vigtigt også at sikre en effektiv konkurrence på det danske marked. Den generelle konkurrence blandt pengeinstitutterne i Danmark kan belyses gennem flere forskellige indikatorer, som er behæftet med en vis usikkerhed.

De danske pengeinstitutkunder er generelt tilfredse med deres pengeinstitut. Forbrugerne har ret til mange informationer fra pengeinstituttet vedr. deres kundeforhold og produkter. Oplysningskravene er bl.a. en del af reglerne om god skik for finansielle tjenesteydelser, som Finanstilsynet administrerer. Alligevel opfatter kunderne pengeinstitutternes ydelser som uigennemskuelige.⁵

Som helhed har de danske pengeinstitutter en sund økonomi. Kombinationen af højkonjunktur og lave renter har givet stor vækst i udlånet, få tab og øgede overskud. Pengeinstitutternes gode økonomi giver en stabilitet på de finansielle markeder, som er en fordel for danske husstande og virksomheder.

Danmark er præget af en højere *koncentration* af markedsandele i pengeinstitutsektoren end i andre brancher. For de finansielle virksomheder i Danmark er den samlede markedsandel for de fem største virksomheder (CR5) 67 pct. For servicesektoren generelt er CR5 omkring 40 pct. Koncentrationen i den finansielle sektor i Danmark er højere end i andre EU-lande, men nogenlunde på niveau med andre, mindre EU-lande, jf. tabel 3.1.

Tabel 3.1: Koncentrationsmål for pengeinstitutter og realkredit i 9 EU-lande

2004	Befolkning, mio.	CR5, pct.
Finland	5,2	83
Danmark	5,4	67
Sverige	9,0	54
Belgien	10,4	84
Holland	16,3	84
Italien	58,5	26
England	60,0	35
Frankrig	60,6	45
Tyskland	82,5	22
Uvægtet gns.	-	48

Anm.: CR5 er opgjort for pengeinstitutters og realkredits samlede balance. Tallene er ikke konsolideret for koncerner.
Kilde: ECB: "EU Banking Structures", oktober 2005.

5 Jf. Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2005: "Gebyrer i den finansielle sektor".

Mobiliteten er en anden vigtig indikator for konkurrencen. Hård konkurrence med stadige forbedringer af produktudbud og priser gør det mere sandsynligt, at de enkelte pengeinstitutters markedsandele ændrer sig fra år til år. Mobiliteten for de danske pengeinstitutter varierer omkring 3 pct., jf. tabel 3.2. Til sammenligning er mobiliteten i servicesektoren i sin helhed omkring 15 pct. pr. år.⁶

Tabel 3.2: Mobilitet – pengeinstitutter (årligt skift i markedsandel i pct.)

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
3,7	1,8	1,0	1,4	5,0	2,3	2,5	3,0	1,5

Kilde: Finanstilsynet.

De danske pengeinstitutters *indtjening*, målt på forrentning af egenkapitalen, har i de seneste år ligget over den øvrige private sektors indtjening, jf. tabel 3.3. Fra 1999 til 2003 har pengeinstitutternes årlige forrentning af egenkapital således været ca. 17,6 pct. i gennemsnit mod 13,9 pct. i de private byerhverv. Billedet modereres dog, når der ses på egenkapitalforrentningen efter skat.

Tabel 3.3: Forrentning af egenkapital, pct.

	1999	2000	2001	2002	2003	Gns.
Pengeinstitutter, før skat	15,8	17,6	17,3	16,7	20,7	17,6
Private byerhverv, før skat	14,3	17,4	12,2	8,0	17,4	13,9
Pengeinstitutter, efter skat	12,8	14,2	12,8	12,0	15,4	13,4
Private byerhverv, efter skat	13,6	13,5	8,4	10,7	14,2	12,1

Ann.: Private byerhverv er ekskl. enkeltmandsvirksomheder.

Kilde: Danmarks Statistik for private byerhverv, Finanstilsynet for pengeinstitutter.

De danske pengeinstitutters indtægter afviger ikke væsentligt fra EU-gennemsnittet, jf. figur 3.1. Pengeinstitutternes indtjening er typisk omvendt proportional med størrelsen af tab og hensættelser, men en lille stigning i tab og hensættelser fra 1997 til 2001 har ikke påvirket indtjeningen hos de danske pengeinstitutter. Den stabile indtjening og pengeinstitutternes sunde økonomi er godt for branchen og den finansielle stabilitet men kan samtidig tyde på manglende konkurrencepres.

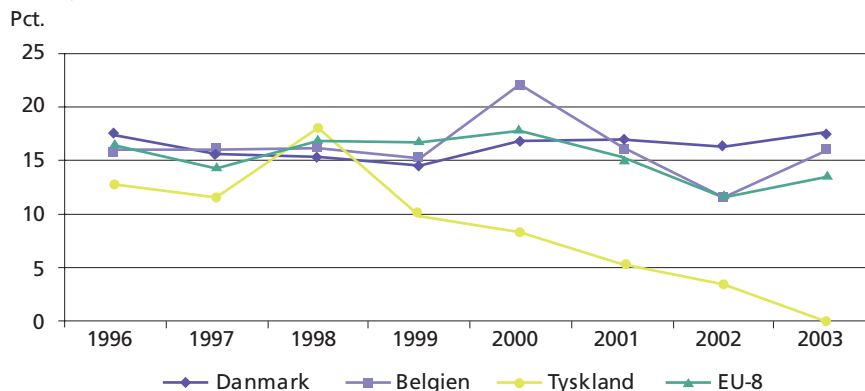
Hvis pengeinstitutterne i Danmark er mindre udsat for konkurrence end andre erhverv, kan det give sig udslag på omkostningssiden. Ser man på løn-

⁶ Mobilitetstallene er her udtryk for de nettobevægelser, der har været mellem pengeinstitutterne. Ifølge Nordisk Råd ("Mobiliteten i den nordisk finansielle sektor", 2006) var det tilsvarende bruttotal ca. 5 pct. i 2004 svarende til, at 5 pct. af de danske bankkunder årligt forlader deres bank. Rapporten viser også, at mobiliteten i Danmark er højere end i de øvrige nordiske lande.



præmierne i pengeinstitutterne, ser den finansielle sektor ud til at give sine ansatte højere løn end andre brancher. En ansat med en given uddannelse, alder, etc. får i et pengeinstitut mere i løn end i de fleste andre erhverv, jf. bilag 2.2 i kapitel 2. Det gælder også, når man korrigerer for, at pengeinstitutterne i højere grad end andre brancher efteruddanner sine ansatte.

Figur 3.1: Pengeinstitutternes egenkapitalforrentning før skat



Anm.: EU-8 er Danmark, Sverige, UK, Tyskland, Holland (kun 2000-2003), Belgien, Italien og Frankrig. Kun pengeinstitutter i gruppe 1-3.
 Kilde: OECD Bank Profitability.

Antallet af ansatte i de danske kreditinstitutter er fortsat relativt højt sammenlignet med de øvrige EU-lande, jf. tabel 3.4. Det kan være en indikator for en lavere effektivitet i den danske finansielle sektor, som kan skyldes en ringere konkurrence. Det er selvfølgelig kundernes krav til pengeinstituttet, som bestemmer antallet af filialer og antallet af medarbejdere i pengeinstitutterne. Det er dog svært at se, hvorfor fx danske og svenske pengeinstitutterkunde skulle adskille sig væsentligt på dette punkt. Danmark er endda blandt de lande, der har den største udbredelse af adgang til netbank.

Tabel 3.4: Antal ansatte i pengeinstitutter og realkredit pr. 1.000 indbyggere

	2001	2002	2003	2004
Danmark	9,1	8,9	8,5	8,1
Sverige	4,7	4,8	4,5	4,4
EU-9 uvægtet gns.	7,3	7,2	6,9	6,8

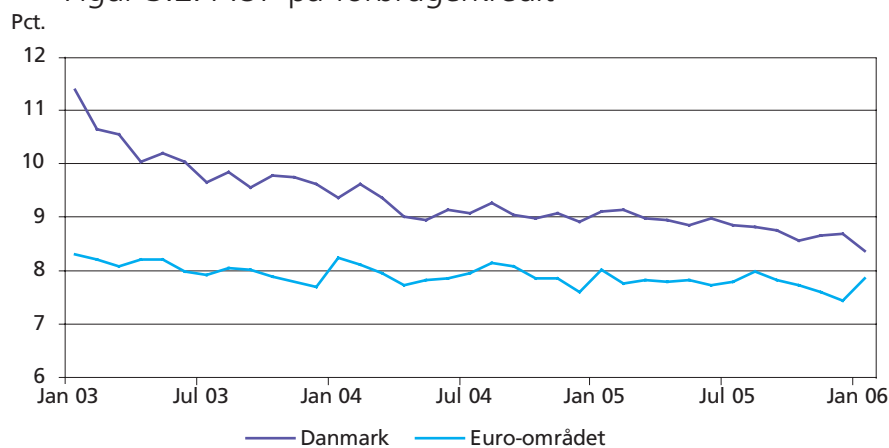
Kilde: ECB: "EU Banking Structures", oktober 2005.

En sidste indikator for konkurrencen er *forbrugerpriserne*. Tal fra Eurostat i kapitel 2 viser, at forbrugerpriserne på finansielle ydelser i gennemsnit er 19 pct. højere i Danmark end i EU-9 i 2003. Finansielle ydelser er i denne sammenhæng både pengeinstitutprodukter, realkredit og forsikring. Serviceydelser er generelt dyrere i Danmark end i udlandet pga. høje lønninger og afgifter, jf. kapitel 2, men priserne på finansielle ydelser ligger højere end andre serviceydelser. De danske bankers rentemarginaler er også generelt højere end hos bankerne i euro-området, jf. figur 3.3. I januar 2003 var bankernes rentemarginal i forhold husholdningerne således 1,5 procentpoint større i Danmark end i euro-området. Spændet er dog mindsket til omkring 0,3 procentpoint i januar 2005. En anden pris for bankydelser udgøres af gebyrer, men der er dog ikke noget, der tyder på, at gebyrerne er højere hos de danske pengeinstitutter end hos de udenlandske.



Forbrugerprisen på udlån fra pengeinstitutter er en kombination af gebyrer og renter, som kan omregnes til en årlig omkostning i pct. (ÅOP). Generelt har ÅOP været højere i Danmark end i de øvrige europæiske lande under ét, selvom forskellen er blevet mindre i løbet af de sidste par år, jf. figur 3.2. Renten på de danske pengeinstitutters udlån afhænger dog af, hvilke renter pengeinstitutterne selv kan opnå. Det afhænger bl.a. af den danske pengepolitik, som af hensyn til valutakursen traditionelt har været strammere end i euro-området og Tyskland før det. For nyligt har dette pengepolitiske bestemte rentespænd dog været meget begrænset, og i perioder har visse danske renter ligget under de tilsvarende tyske.

Figur 3.2: ÅOP på forbrugerkredit

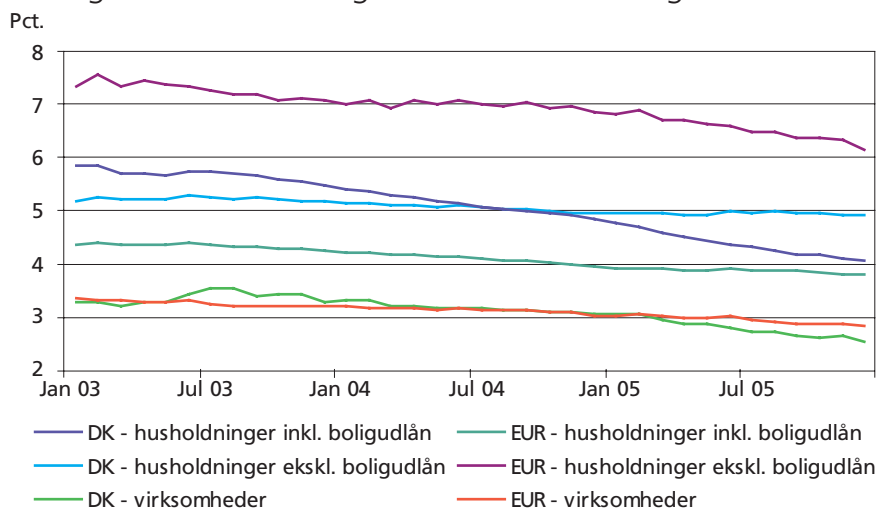


Ann.: Nye udlån. Pengeinstitutter. Beregningsmetoder for ÅOP følger af kreditaftaleloven (lov nr. 398 af 13. juni 1990) for Danmark, og forbrugerkreditdirektivet (EF-Tidende L 42 af 12. februar 1987, s. 48, ændret ved EF-Tidende L 101 af 1. april 1998, s. 17) for euro-området. De to beregningsmetoder er identiske.

Kilde: Nationalbanken og ECB.

Ser man i stedet på rentemarginalerne mellem indlån og udlån i Danmark og i euro-området, korrigerer man til en vis grad for forskelle knyttet til pengepolitikken. Rentemarginalen for alle indlån fra og udlån til husholdninger er højere i Danmark end i euro-området, om end forskellen er mindre, når man inkluderer udlån til boligformål, dvs. realkreditlån, jf. figur 3.3. Faldet i rentemarginalen for de danske husholdningers lån til boligformål hænger bl.a. sammen med bankernes introduktion af prioritetslån i 2004.

Figur 3.3: Rentemarginal mellem indlån og udlån



Anm.: Indlånsrenten er sammenvejet af renter på indskud på anfordring og tidsindskud med flere løbetider. Udlånsrenter er sammenvejet af renter på kassekredit og udlån med flere løbetider. Som vægte er anvendt volumen af udestående forretninger (dog nye forretninger for kassekredit og indskud på anfordring).

Kilde: Nationalbanken og ECB.

Der er i de sidste år sket en forskydning af de danske og udenlandske pengeinstitutters indtjening fra renteindtægter til gebyrer. Generelt har de danske pengeinstitutters gebyrindtægter som andel af de samlede indtægter dog ligget på samme niveau – 25-30 pct. – som pengeinstitutterne i de øvrige EU-lande.

Boks 3.1: Finansieringsvilkårene for mellemstore virksomheder

Konkurrencestyrelsen har undersøgt finansieringsvilkårene i en stikprøve af mellemstore virksomheder¹. Tre fjerdedele af de adspurgte virksomheder ville ved en tænkt udvidelse af omsætningen med 20 pct. foretrække finansiering ved lån hos pengeinstitutter eller kreditforeninger. Kun en forsvindende andel af de mellem



store virksomheder angiver en egentlig børsnotering som den foretrukne finansieringsform, og det samme er tilfældet med finansiering med gældsobligationer. Lån fra banker og kreditforeninger spiller altså den vigtigste rolle for finansieringen af de mellemstore virksomheder.

Undersøgelsen viser endvidere, at koncentrationen af pengeinstitutternes udlån til de mellemstore virksomheder er højere end for pengeinstitutternes samlede udlån, jf. tabellen herunder. Jo højere virksomhedens balancesum er, desto større er koncentrationen af pengeinstitutternes udlån til virksomhederne. I betragtning af hvor vigtig finansiering ved banklån er for de mellemstore virksomheder i forhold til andre finansieringsformer, er det bekymrende, at de fem største pengeinstitutter har ca. 97 pct. af udlånet til de største mellemstore virksomheder.

Koncentration for pengeinstitutudlån til mellemstore virksomheder

	CR5, pct.
Pengeinstitutternes totale udlån	80
Udlån til alle adspurgte mellemstore virksomheder (43)	89
Heraf til virksomheder med balance fra 75 til 150 mio. (24)	88
Heraf til virksomheder med balance fra 150 til 320 mio. (19)	97

Anm.: Antal svar i parentes. Ekskl. lån fra pengeinstitutter i udlandet. For virksomheder, hvis lån er optaget i flere pengeinstitutter, er lånesummen lige fordelt mellem hvert pengeinstitut. Dette undervurderer formentlig koncentrationen.

Kilde: Finanstilsynet samt spørgeskemaundersøgelse.

Markedsandelen for de udenlandsk ejede pengeinstitutter i Danmark indgår i koncentrationstallene. Opgjort særskilt for stikprøven af mellemstore virksomheder har de udenlandsk ejede pengeinstitutter i Danmark (ekskl. Nordea) en markedsandel på ca. 8 pct. af udlånet til de adspurgte mellemstore virksomheder. Medtager man udlån optaget af de mellemstore virksomheder direkte hos pengeinstitutter i udlandet, sænker det koncentrationstallene i tabellen med 3-5 procentpoint. Det er karakteristisk, at ingen af de adspurgte virksomheder udelukkende har et udenlandsk pengeinstitut, og at ingen har det udenlandske pengeinstitut som hovedpengeinstitutforbindelse.

Note 1: Typisk sonderer man til statistiske formål mellem små, mellemstore og store virksomheder, enten efter antal ansatte, omsætning eller den samlede balance. Her er anvendt en almindeligt brugt grænse for mellemstore virksomheder på mellem 75 og 320 mio. kr. i samlet balance.

Sammenfattende er der indikationer på, at konkurrencen mellem de danske pengeinstitutter på detailmarkedet er blevet bedre, men også at der er plads til forbedringer.

Konkurrencen fra udenlandske pengeinstitutter

EU's indre marked og den frie bevægelighed for kapital betyder, at der ikke er lovgivningsmæssige barrierer for ydelsen af grænseoverskridende lån og

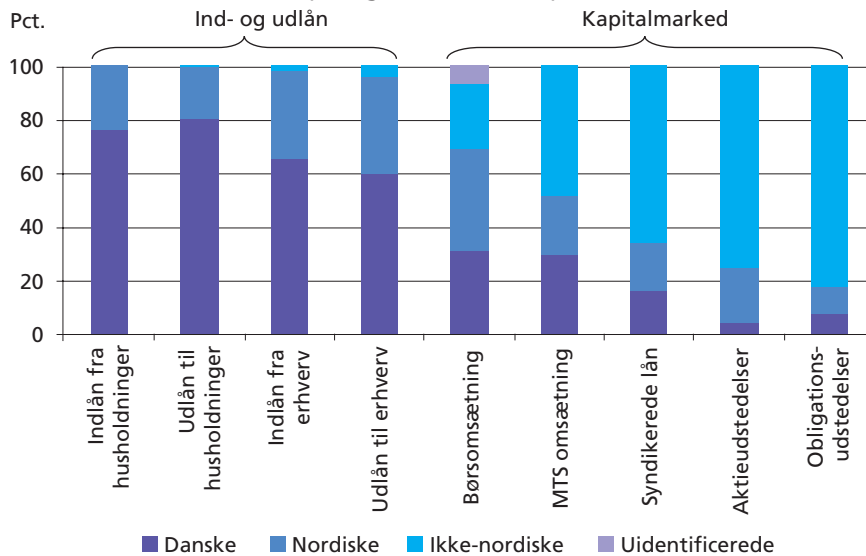


øvrige finansielle tjenesteydelser. Men da forbrugerne kun i lille omfang køber ydelser på tværs af grænserne, konkurrerer de udenlandske pengeinstitutter ved at åbne filialer i Danmark eller overtage danske banker.

Markedsandelen for udenlandske pengeinstitutter i Danmark afhænger af, om man regner Nordea som et udenlandsk eller dansk pengeinstitut. Regner man Nordea som et dansk pengeinstitut, har de udenlandsk ejede kreditinstitutioner i Danmark en markedsandel på 16,4 pct. målt på balance. Gennemsnittet er 29,9 pct. i de øvrige EU15-lande.⁷ Regner man Nordea for et udenlandsk pengeinstitut, stiger de udenlandske pengeinstitutters markedsandel til 30,7 pct., som er tæt på gennemsnittet i EU-15.

De udenlandske pengeinstitutters markedsandel er mindst for udlån og indlån især til private husholdninger og højest for områder som aktie- og obligationsudstedelse, jf. figur 3.4. De højeste markedsandele for udenlandske pengeinstitutter er generelt på områder, hvor pengeinstitutterne typisk agerer som investeringsbank, der formidler finansiering frem for selv at forestå den.

Figur 3.4: Markedsandele for danske, nordiske og ikke-nordiske pengeinstitutter på det danske marked



Anm.: Nordea tæller som et nordisk pengeinstitut. Ind- og udlån er for ultimo 2005. Omsætning på Københavns Fondsbørs og MTS er for 2005. Syndikerede lån, aktieudstedelse og obligationsudstedelse er for 2001-05.

Kilde: Nationalbanken.

⁷ ECB: "EU Banking Structures", oktober 2005. Andelen er 61,4 pct. for de nye EU-medlemslande, hvilket skyldes særlige forhold omkring privatiseringen af tidl. statsjede pengeinstitutter.

Figuren bekræfter, at de udenlandske pengeinstitutter ikke anser det for attraktivt at betjene det danske detailmarked. Årsagerne hertil kan være vanskeligheder ved at få fodfæste i det danske bankmarked, som både kan skyldes problemer ved at komme ind og problemer ved at drive bankvirksomhed, når man først har etableret sig i Danmark.

Etablering og drift af pengeinstitutvirksomhed på tværs af grænserne i EU er tilsyneladende også hæmmet af en række barrierer. Nogle af barriererne hænger sammen med den måde, pengeinstitutter har indrettet sig på i de enkelte lande, mens andre hænger sammen med lovgivningen, som fx forbrugerbeskyttelse, skat, etc. Generelt har banker og andre svært ved at realisere synergier ved at drive bankvirksomhed i flere lande. Det hæmmer konsolideringen af den finansielle sektor på tværs af grænserne, hvilket især gælder for detailmarkedet, jf. boks 3.2.



Boks 3.2: Barrierer for grænseoverskridende fusioner i den finansielle sektor

Europa-Kommissionen undersøgte i 2005 barriererne for grænseoverskridende fusioner og virksomhedsovertagelser i den finansielle sektor.¹ Konsolideringen af den finansielle sektor i EU i 1999-2004 er i højere grad end for andre brancher sket indenfor de enkelte medlemslande og ikke over grænserne. Andelen af virksomhedshandler i den finansielle sektor, der foregår på tværs af grænserne, er under halvdelen af niveauet i andre brancher. De finansielle virksomheder peger i undersøgelsen selv på en række generelle barrierer. Først og fremmest kan man ikke realisere grænseoverskridende synergier, og man må ofte duplikere faste omkostninger i hvert enkelt land. Det skyldes fx at det finansielle tilsyn er forskelligt i hvert land, samt at skatte- og virksomhedslovgivningen varierer.

Note 1: Europa-Kommissionen: "Cross-border Consolidation in the EU Financial Sector", oktober 2005.

De udenlandsk ejede pengeinstitutter i Danmark har peget på en række konkrete problemer i Danmark, som kan stå i vejen for mere konkurrence fra udenlandske banker. Der er selvfølgelig en flydende overgang mellem barrierer for konkurrencen fra udenlandske pengeinstitutter og barrierer for konkurrencen i pengeinstitutsektoren generelt.

Mulighederne for at overtage mindre og mellemstore danske pengeinstitutter for at få adgang til det danske marked er efter de udenlandske pengeinstitutters opfattelse vanskelig. En blandt flere årsager er nogle danske pengeinstitutters begrænsninger af stemmeret og aktionæroverenskomsternes form, der vanskeliggør virksomhedsovertagelser.

Forskelle mellem den danske og den udenlandske finansielle lovgivning nævnes også som en faktor, der gør grænseoverskridende bankvirksomhed van-

skelig. Fx kan bankernes muligheder for at foretage factoring⁸ eller securitisation⁹ i Danmark være begrænset af reglerne for finansielle virksomheders tavshedspligt, hvis den ønskede factoring eller securitisation nødvendiggør videregivelse af kundeoplysninger af rent private forhold, da de berørte kunder skal give samtykke til videregivelse af fortrolige oplysninger. Forretningsmodeller, der bygger på disse instrumenter i udlandet, kan således ikke direkte overføres til bankvirksomhed i Danmark.

Et andet muligt problem er de særlige danske skatteforhold knyttet til investeringsforeninger, som behandles i afsnit 3.3.

En anden barriere, som de udenlandske pengeinstitutter i Danmark peger på, er, at kommunal- og lokalplaner i forskellige byer direkte eller indirekte sætter grænser for antallet af pengeinstitutfilialer. De udenlandske pengeinstitutter oplever sådanne restriktioner som særligt udtalte i Danmark, fx sammenlignet med Sverige. Ved vurderingen af fusionen mellem Danske Bank og BG Bank i 2000 konstaterede Konkurrencestyrelsen, at nogle byer afskærer nye finansielle virksomheder, inkl. pengeinstitutter, fra at etablere sig i butikslokaler i stueetagen.

Også administrationen af momslovgivningen kan være en barriere for grænseoverskridende aktiviteter. Når fx Nordea køber og sælger ydelser mellem koncernens aktiviteter i forskellige lande, er disse ydelser i nogle tilfælde momspligtige, og der er ingen indgående moms at fradrage i. Ved at samle forskellige aktiviteter i ét land belægges Nordeas effektiviseringsgevinster dermed reelt en ekstraordinær afgift, jf. bilag 3.1. EU-reglerne på dette område administreres forskelligt af forskellige lande, og myndighederne i bl.a. Sverige og Finland har en lempeligere praksis for momsfrigørelse for ydelser, der udveksles mellem virksomheders aktiviteter i forskellige lande, uden at Europa-Kommissionen har indbragt disse lande for Domstolen. Kommissionen har varslet, at den i efteråret kommer med et forslag til nye fælles momsregler for finansielle virksomheder.

Et andet problem er forskelle i reglerne om indskydergarantiordningerne. Indskydergarantiordningerne sikrer kunderne mod tab, hvis deres pengeinstitut går konkurs. Hvert land har sin egen ordning. Ved ændringer i status for pengeinstitutter – fx ved opkøb og fusioner – kan de pågældende aktiviteter gå fra at være dækket i ét lands indskudsgaranti til at være dækket af et andet lands indskudsgaranti. Det kan skabe uhensigtsmæssige konsekvenser. Det kan i visse tilfælde fungere som en ekstraordinær omkostning, som kun

⁸ Factoring består i at sælge lån til andre virksomheder, som fx inkassovirksomheder.

⁹ Securitisation består i at udskille en gruppe lån i en selvstændig virksomhed, som udsteder obligationer eller aktier. Banken får salgsprovenuet med det samme, mens den udskilte virksomhed løbende får ydelsen fra lånerne til at servicere ejerne af værdipapirerne.

udløses af ændringen i status, uanset at aktiviteterne ikke ændres, jf. bilag 3.1. Problemet skyldes især, at ordningerne er indrettet efter forskellige grundprincipper i forskellige lande. I nogle lande er de forsikringsordninger, mens de i andre lande, herunder Danmark, er opsparingsordninger. Problemerne ville kunne løses, hvis alle ordninger var enten af den ene eller den anden type, fx hvis alle ordninger var indrettet som den danske ordning.

3.3 INVESTERINGSFORENINGER

Der findes i dag flere former for opsparing i form af bankindsud, pensionsopsparing og værdipapirer. De danske husholdningers opsparing i værdipapirer var ved udgangen af 4. kvartal 2005 på 821 mia. kr., jf. tabel 3.5.

Tabel 3.5: Husholdningernes og virksomhedernes opsparing, mia. kr.

2005 3. kvartal	Husholdninger	Virksomheder
Kontanter og bankindsud	732	686
Forsikring og pension m.v.	1589	-
Børsnoterede aktier	220	343
Unoterede aktier og ejerandelsbeviser	97	426
Obligationer m.v.	187	207
Investeringsforeninger	317	53
I alt	3142	1715

Kilde: For husholdninger: Nationalbanken: "Kvartalsvise finansielle konti for Danmark 4. kvartal 2005". For virksomheder: Nationalbanken: "Kvartalsvise finansielle konti for Danmark 3. kvartal 2005".

Husholdningernes mange mia. i værdipapirer er fordelt på obligationer, børsnoterede aktier, unoterede aktier, ejerandelsbeviser og investeringsforeninger m.v. Investeringsforeningerne er især populære hos de private investorer.

Det danske detailmarked for investeringsforeninger

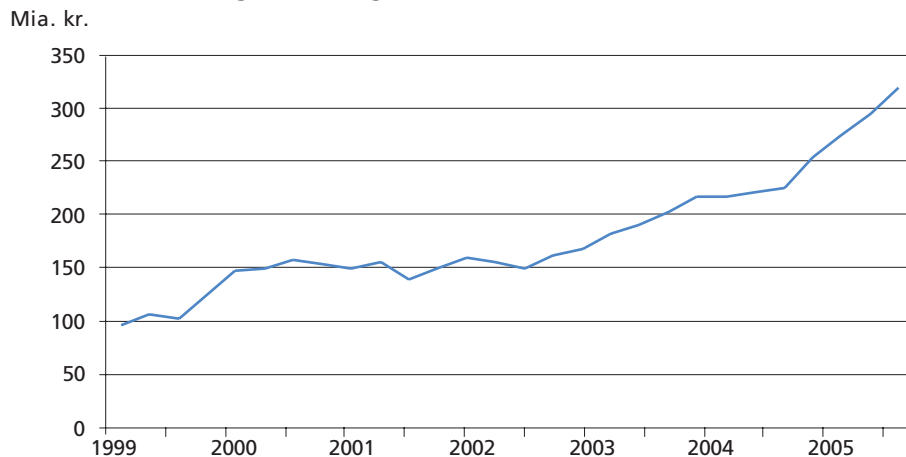
Den grundlæggende ide med investeringsforeninger er, at også små investorer skal kunne investere i aktier og obligationer og samtidig få spredt sine risici. Det sker ved, at foreningen investerer i langt flere værdipapirer, end en enkelt investor med en begrænset formue kan. Dermed opnår investor en bredt sammensat portefølje med lavere risiko. En investeringsforening foretager også en løbende porteføljepleje. Yderligere får små investorer gennem en investeringsforening nem adgang til at investere bredt på verdens værdipapirmarkeder.

Ovenstående betyder, at investeringsforeninger appellerer til mange mennesker, hvilket understreges af, at ca. 825.000 privatpersoner i dag ejer inve-



steringsbeviser.¹⁰ Siden 1998 er husholdningernes formue i investeringsforeningerne mere end tredoblet til over 300 mia. kr., jf. figur 3.5.

Figur 3.5: Husholdningers opsparing i investeringsforeninger, mia. kr.



Kilde: Nationalbanken: "Kvartalsvise finansielle konti for Danmark 4. kvartal 2005".

Hver enkelt investeringsforening har flere afdelinger, der giver kunden mulighed for at vælge mellem forskellige risici. Investor kan fx vælge mellem afdelinger, der investerer i danske aktier, globale aktier eller i udvalgte lande. Der findes også afdelinger, der investerer indenfor enkelte brancher som energi, IT og bioteknologi. Obligationsafdelingerne er forskellige mht. lande, typer, og løbetider. Der er også afdelinger, der indeholder både aktier og obligationer.

Der findes en række værktøjer for den private investor til at sortere og vurdere de mange afdelinger. Mest anvendt er nok Morningstars stjernesystem¹¹, som giver en indikation af, hvor god en afdeling har været. Morningstar vurderer, hvor god en afdeling har været i forhold til sammenlignelige afdelinger ved at måle afkastet efter omkostninger med en "straf" for de afdelinger, der udviser stor variation i afkastet. Yderligere findes der i Børsen en omkostningsindikator, hvilket også er et nyttigt værktøj, da omkostninger over tid har betydning for afkastet. For den mere avancerede bruger er der yderligere muligheder for at hente oplysninger på Investeringsforeningsrådets og Fundcollects hjemmesider, der indeholder detaljerede oplysninger om afdelingernes afkast og omkostninger.

¹⁰ Ekskl. de såkaldte fåmandsforeninger.

¹¹ Offentliggøres udover på morningstar.dk i bl.a. *Berlingske Business*, *Børsen* og på finans.tv2.dk.

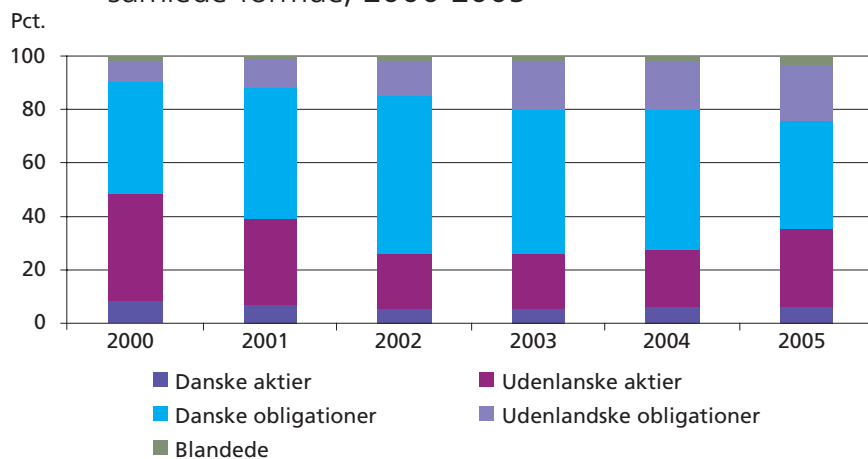
Investeringsforeningerne er tit stiftet på initiativ af et pengeinstitut, som foreningens navn også relaterer til, fx Danske Invest, Nordea Invest, Jyske Invest, Sydinvest. Andre investeringsforeninger er dannet ved, at en gruppe pengeinstitutter er gået sammen om en forening. Det gælder fx foreningerne i BankInvest-Gruppen, Egns-Invest-Gruppen og Sparinvest-Gruppen.

Der er en tæt sammenhæng mellem salget af beviser og det eller de pengeinstitutter, som har dannet foreningen. Danske Invest anslår således i årsrapporten for 2003, at mere end 90 pct. af Danske Invests beviser bliver formidlet via Danske Bank-koncernen.¹² Desuden vurderer Dansk Aktionærforening, at 75 pct. af de, der har investeringsforeningsbeviser, har investeret i den forening, der er tilknyttet investors "eget" pengeinstitut. Uden pengeinstitutterne ville foreningerne ikke umiddelbart have et distributionsnet.¹³



Aktieafdelingernes andel af formuen i investeringsforeningerne har været faldende siden 2000. Andelen er faldet fra at udgøre ca. 50 pct. i 2000 til mindre end 30 pct. i 2002, men er siden steget igen til ca. 35 pct., jf. figur 3.6. Obligationsafdelingernes store andel er overraskende, idet en investering i obligationsafdelinger ofte ikke er økonomisk fordelagtig i forhold til en direkte investering i obligationer.

Figur 3.6: Afdelingstypernes andel af foreningernes samlede formue, 2000-2005



Anm: Andelen varierer med udviklingen i renten og kursudviklingen på aktiemarkederne.
Kilde: Investeringsforeningsrådet.

¹² Danske Invest: "Årsrapport 2003" side 14.

¹³ Nogle investeringsforeninger markedsfører beviser gennem et fondsmæglerelskab.

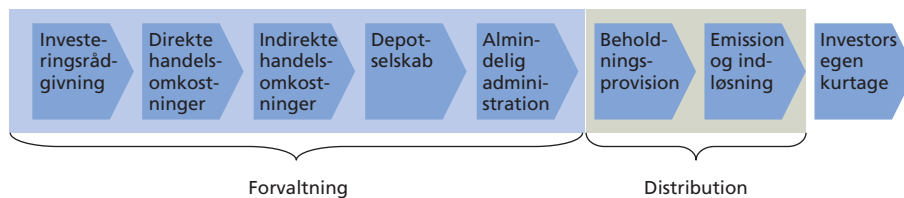
Investeringsforeningers organisering og omkostninger

Den daglige ledelse af investeringsforeningerne er som regel overladt til et investeringsforvaltningsselskab¹⁴, som enten er ejet af en foreningsgruppe eller indgår i en finansiel koncern.

Investeringsforvaltningsselskabet forestår en række forskellige aktiviteter for foreningens medlemmer, de løses enten af selskabet selv eller via aftaler med andre parter. Ofte har foreningerne en eller flere primære aftalepartnere, der som regel er det eller de tilknyttede depotselskab eller -selskaber, der også står for den væsentligste del af distributionen.

For investor er der omkostninger til to overordnede aktiviteter, som kan betegnes forvaltning og distribution. Forvaltningen består af aktiviteterne: investeringsrådgivning, handel med værdipapirer, hvor der opstår direkte og indirekte handelsomkostninger, depotselskab og almindelig administration. Distribution dækker markedsføring og distribution af beviserne, hvor der oftest betales en løbende beholdningsprovision og en engangsudgift ved emission og indløsning. Disse syv typer omkostninger udgør overordnet en værdikæde for investeringsforeningerne, jf. figur 3.7. Derudover har investor også direkte handelsomkostninger i form af kurtage.

Figur 3.7: Værdikæde for investeringsforeninger



Et nøgletal, som ofte anvendes i vurderingen af investeringsforeningernes omkostninger, er administrationsomkostningsprocenten, som indeholder medlemmets omkostninger til investeringsrådgivning, depotselskab og almindelig administration samt beholdningsprovision. Dette nøgletal giver en indikation af, hvorvidt en afdeling er billig eller dyr, men tallet indeholder ikke alle omkostninger. I nøgletallet indgår ikke direkte handelsomkostninger, indirekte handelsomkostninger, emissionstillæg og indløsningsfradrag samt investors egen kurtage.

14

Tidligere betegnelse er "administrationsselskab".

For investor udgør de samlede gennemsnitlige omkostninger 1,51 pct. af formuen, jf. tabel 3.6. Der er tale om en vægtet gennemsnitssats for alle de investeringsforeninger og specialforeninger (ekskl. fåmandsforeninger), der kan betragtes som detailafdelinger.¹⁵

Tabel 3.6: Årlige omkostninger i detailinvesteringsforeninger for investor, pct. af formuen

	Aktieafdelinger	Obligationsafdelinger	Samlet
Investeringsrådgivning	0,38	0,15	0,22
Direkte handelsomkostninger	0,27	0,07	0,13
Indirekte handelsomkostninger	0,07	0,22	0,18
Depotbank	0,10	0,04	0,06
Almindelig administration	0,15	0,09	0,11
Beholdningsprovision	0,59	0,34	0,41
Emission og indløsning	0,30	0,30	0,30
Investors egen kurtage	0,10	0,10	0,10
I alt	1,96	1,31	1,51

Anm: Omkostninger til direkte handelsomkostninger, indirekte handelsomkostninger, emissionstillæg og indløsningsfradrag samt kurtage er opgjort jf. beskrivelserne i de senere afsnit. De gennemsnitlige direkte handelsomkostninger for obligationsafdelinger er 0,07 pct. mens de er 0,27 pct. for aktieafdelinger (begge er beregnet som et vægtet gennemsnit på baggrund af satserne i tabel 3.8). Omkostninger ved emission og indløsning skønnes til 0,3 pct. for alle afdelinger. Investors egen kurtage skønnes til 0,10 pct. Ekskl. afdelinger oprettet i 2004.

Kilde: Egne beregninger efter tal fra Finanstilsynet, IFR, Danske Invests årsrapport 2005, Bankinvests årsrapport 2005 samt flere pengeinstitutters hjemmesider.

Investorerne betaler omkostningerne gennem et fradrag i afkastet, med undtagelse af udgifterne til emission og indløsning, samt kurtage. Omkostningerne varierer dog en del fra afdeling til afdeling, og aktieafdelinger har generelt højere omkostninger end obligationsafdelinger, jf. tabel 3.6. Afdelingens omkostninger har betydning for afkastet på lang sigt.¹⁶ Hvis investor fx vælger en aktieafdeling uden beholdningsprovision, vil formuen i denne afdeling over 20 år være blevet mere end 24 pct. større end i en tilsvarende afdeling med beholdningsprovision.

Investorerens årlige omkostninger til detailafdelingerne skønnes til 4,21 mia. kr., jf. tabel 3.7. Heraf går langt den største del til foreningernes ”moderbank(er)”. I 2005 er tallet formentlig vokset til 5 mia. kr.

¹⁵ Udover at fåmandsforeninger ikke indgår i tallene, er der endvidere korrigeret for de investeringsforeninger og specialforeninger, der også synes at være engrosforeninger samt for de foreninger, der udelukkende henvender sig til boligselskaber. Ikke alle tal for 2005 forelå hos Konkurrencestyrelsen ved trykningen af kapitlet. Morningstar udsendte en pressemeddelelse d. 4. april 2006 om, at omkostningsniveauet i investeringsforeningerne i 2005 er stort set uændret i forhold til 2004. Det vurderes derfor, at 2004 tallene er ligeså relevante som 2005 tal i forhold til at diskutere det relative omkostningsniveau. Konkurrencestyrelsen har dog anvendt tal for 2005, hvor det var muligt.

¹⁶ Dette underbygges af en analyse foretaget for ATP af investeringsforeningernes omkostninger og afkast (”Expenses and the performance of Danish mutual funds” af Ken L. Bechman og Jesper Rangvid, 2004).



Tabel 3.7: Detailafdelingernes samlede omkostninger 2004, mio. kr.

Investeringsrådgivning	625
Direkte handelsomkostninger ¹	420
Indirekte handelsomkostninger	555
Depotbank	179
Almindelig administration	317
Beholdningsprovision	1.167
Emission og indløsning ²	942
I alt	4.205

Note 1: Skøn, jf. tabel 3.8. Foreningernes formue ultimo 2004 er sat i forhold til satser for handelsomkostninger for 2005.

Note 2: Beregnet som 0,30 pct. af detailforeningernes samlede formue ultimo 2004 på ca. 314 mia. kr. Se også afsnittet om emissionstillæg og indløsningsfradrag.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af tal fra Finanstilsynet, IFR omkostningsstatistik 2005, Bankinvests årsrapport 2005, Danske Investes årsrapport 2005.

I det følgende gennemgås de centrale omkostningselementer – de øvrige fremgår af boks 3.3.

Investeringsrådgivning

Oftest yder depotselskabet eller et fondsmæglerselskab rådgivning til foreningen om køb og salg af de enkelte værdipapirer. Rådgivning om aktier er dyrere end for obligationer. Flere investeringsforeninger indgår også aftaler med udenlandske investeringsrådgivere, hvor det findes rentabelt, selvom prisen ofte er højere. Detailafdelingerne havde i 2004 en samlet omkostning til investeringsrådgivning på 625 mio. kr.

Direkte handelsomkostninger

Når foreningen har modtaget rådgivning om køb og salg af værdipapirerne, skal foreningen handle værdipapirerne, hvis foreningen eller investeringsforvaltningsselskabet træffer beslutning herom. Handlen skal afvikles hos depotselskabet af sikkerhedshensyn.

Foreningernes præcise handelsomkostninger – kurtagen – fremgår desværre ikke af de tal, som indberettes til Finanstilsynet. Alligevel oplyser en del af foreningerne handelsomkostningerne i årsregnskabet af hensyn til deres medlemmer. På den baggrund kan der laves et skøn over de samlede handelsomkostninger, jf. tabel 3.8. Den gennemsnitlige investor betaler skønsmæssigt 0,13 pct. i handelsomkostninger om året, med forbehold for usikkerheder i opgørelsen. For detailafdelingerne skønnes beløbet til 420 mio. kr. i 2004.

Tabel 3.8: Skøn over de årlige direkte handelsomkostninger i detailafdelingerne

	Omkostning i pct. af formuen	Formue mia. kr.	Handelsomkostninger mio. kr.
Danske aktier	0,19	21	40
Udenlandske aktier	0,30	71	213
Danske obligationer	0,05	163	82
Udenlandske obligationer	0,14	53	74
Blandet	0,18	6	11
I alt	0,13	314	420

Anm: Kurtagesatsen for blandede afdelinger er et simpelt gennemsnit af de fire øvrige kurtagesatser. De 314 mia. kr. stemmer ikke overens med tabel 3.5, fordi detailafdelingerne har midler fra investorer udover husholdningerne. Formuefordelingen mellem danske og udenlandske aktier/obligationer er skønnet ud fra regnskabstal for 2004.

Kilde: Tal fra Finanstilsynet og IFR omkostningsstatistik 2005, hvor medianen for hhv. danske og globale aktier er anvendt. Omkostningerne for obligationsafdelingerne er baseret på Bankinvests årsregnskab 2005. For danske og udenlandske obligationer er der anvendt et simpelt gennemsnit for afdelinger med korte og lange obligationer. Yderligere kommentarer til beregningerne kan ses i bilag på www.ks.dk.



Indirekte handelsomkostninger

Udover de direkte handelsomkostninger opstår der indirekte handelsomkostninger i form af kurstab ved handel i et spænd mellem købs- og salgskurs. Omkostningerne hertil fremgår ikke af nogle regnskaber, og det har derfor været nødvendigt at skønne over dem – også selv om sådanne skøn selvsagt er usikre.

Foreningerne oplyser i dag deres omsætningshastigheder, altså hvor stor en del af porteføljen der bliver handlet hvert år. Omsætningshastigheden ganget med kursspændet på de værdipapirer, som afdelingen handler med, giver et skøn over de årlige kurstab.

Tabel 3.9: Skøn over de årlige indirekte handelsomkostninger i detailafdelingerne

	Omsætningshastighed	Tab ved kursspænd, pct.	Formue, mia. kr.	Indirekte handelsomkostninger, mio. kr.	I pct. af formuen
Aktieafdelinger	0,29	0,25	92	68	0,07
Obligationssafdelinger	0,60	0,37	216	479	0,22
Blandet	0,45	0,31	6	8	0,12
Samlet	0,51	0,35	314	555	0,18

Anm: For yderligere oplysninger henvises der til bilag, som kan findes på www.ks.dk

Kilde: Kursspænd på aktier egne beregninger på baggrund af data fra Elskins/McSherry. Omsætningshastigheden er taget, som medianen af forskellige kategorier fra omkostningsopgørelserne på Investeringsforeningsrådets hjemmeside for 2005. Kursspændet på obligationer er beregnet ved skøn på baggrund af stikprøver og informationer fra flere institutioner, der foretager større obligationshandel. Fordelingen mellem de forskellige typer obligationer er et skøn beregnet på baggrund af fordelingen i investeringsforeningsrådets markedsstatistik marts 2006. Blandet er beregnet som et vægtet halvt aktier og halvt obligationer.

Et skøn over de indirekte handelsomkostninger i investeringsforeningernes detailafdelinger er 555 mio. kr. eller en årlig omkostning på 0,18 pct., jf. tabel 3.9. De indirekte handelsomkostninger overstiger dermed de direkte.

Boks 3.3: Forskellige typer af omkostninger

Depotselskab: Forvalter afdelingernes værdipapirer og likvide midler. For dette betalte detailafdelingerne 179 mio. kr. i 2004.

Almindelig administration: Løn til bestyrelse, direktion og medarbejdere i investeringsforvaltningsselskabet, samt revisorhonorarer, husleje, kontorhold, IT, afgifter til offentlige myndigheder, udgifter til forskellig information til investorerne m.v. I 2004 var den samlede omkostning til almindelig administration 317 mio. kr.

Beholdningsprovision

Beholdningsprovision er en betaling, som pengeinstituttet udelukkende modtager for at "have varen på hylden". Betalingen begrundes af nogle som de almindelige omkostninger, som pengeinstitutterne har ved at "stille rådgivning til rådighed" for investor til enhver tid. Denne begrundelse er dog tvivlsom, da mange kunder ikke bruger rådgivningen. De kunder, der modtager rådgivning, ender normalt også med at handle med værdipapirer, hvilket giver pengeinstitutterne yderligere indtægter i form af kurtage og spread. Alternativt kan beholdningsprovisionen begrundes med pengeinstituttets udgifter til markedsføring. Realiteten er, at beløbet er et udtryk for, at pengeinstitutterne maksimerer deres indtjening på investeringsforeningerne. Det kan pengeinstitutterne gøre, fordi de er den primære distributionskanal til detailkunderne.

Beholdningsprovision skal ikke forveksles med den tegningsprovision, som investor via emissionstillægget betaler til banken, når investeringsbeviset købes (se næste afsnit om emissionstillæg og indløsningsfradrag). Pengeinstituttet ville altså få provision af salget, selv om beholdningsprovisionen ikke eksisterede.

Beholdningsprovisionen er en løbende provision, som investor betaler ved, at foreningen reducerer det årlige afkast. Alle medlemmer i foreningen er på den måde tvunget til løbende at betale en fast procentsats af formuen for, at pengeinstitutterne stiller rådgivning til rådighed. Det gælder også, selv om investorerne rent faktisk ikke gør brug af rådgivningen.

At en investor med investeringsbeviser har løbende udgifter til beholdningsprovision står i modsætning til den alternative situation, hvor han ejer aktier eller obligationer direkte. Ved direkte ejerskab får pengeinstituttet (eller

anden værdipapirhandler) ikke en løbende provision for at stå til rådighed med rådgivning.

Man kan argumentere for, at rådgivning udelukkende er et forhold mellem kunde og pengeinstitut. Det vil derfor være sundere og mere konkurrencefremmende, hvis beholdningsprovisionen var mere synlig overfor kunden, og kunden dermed kunne tage stilling til størrelsen på provisionen, og om det måske kunne være billigere andre steder. Provisionen kunne blive mere gennemsigtig, hvis kunden i stedet skulle betale direkte til banken, og der udelukkende skulle betales, når investeringsbeviset bliver købt.

Størrelsen på beholdningsprovisionen afhænger af afdelingens type men kan også variere betydeligt fra forening til forening. Aktieafdelinger betaler mere end obligationsafdelinger, og afdelinger med høj risiko betaler mere end afdelinger med lav risiko. I gennemsnit betaler aktieafdelinger 0,59 pct. årligt, mens obligationsafdelinger betaler 0,34 pct. For foreningerne under ét udgjorde beholdningsprovisionen 1,17 mia. kr. i 2004.



Boks 3.4: LD Invest

LD Invest oprettede i 2005 en række investeringsafdelinger med det koncept, at de løbende omkostninger skulle være små, uden at det skal gå udover kvaliteten af investeringerne. LD Invest skiller sig især ud ved, at investor kun betaler et emissionstillæg og ikke nogen løbende beholdningsprovision.

Anm.: Der er enkelte andre investeringsforeninger, der ikke har løbende beholdningsprovision.

Emissionstillæg og indløsningsfradrag

Udover den almindelige kurtage ved værdipapirhandel skal investor ved investering i investeringsforeningsbeviser betale to ekstra handelsomkostninger i form af et emissionstillæg og indløsningsfradrag. Princippet bag disse to typer omkostninger er, at investor selv skal betale for de udgifter, som foreningen har i forbindelse med ind- og udtræden. I praksis foregår der handel med beviser mellem investorer som gør, at investor ofte handler til bedre kurser end det kursspænd som tillades af emissionstillægget og indløsningsfradraget. Altså bliver udgifterne hertil, for den gennemsnitlige investor, bestemt af nettobevægelserne i afdelingerne og af de priser, der stilles i markedet.

Emissionstillægget varierer alt efter, om det er korte, danske obligationer eller mere risikofyldte aktier og obligationer. Tillægget består oftest af tre elementer: kurtage (til foreningens køb af nye værdipapirer), tegningsprovision (til pengeinstituttet for salg af beviset) og markedsføringsomkostninger (reklamer og brochurer). Indløsningsfradraget skal investor betale for at få

sit bevis indløst hos foreningen. Både emissionstillægget og indløsningsfradraget er angivet i afdelingernes prospekter og udgør typisk tilsammen 1,5 pct. for obligationsafdelinger og 2,5 pct. for aktieafdelinger.

Emissionstillæg og indløsningsfradrag angiver det teoretiske kursspænd (spread), indenfor hvilket handlen med beviserne foregår. Kursspændet beregnes i forhold til investeringsbevisets indre værdi. Den indre værdi er den regnskabsmæssige værdi af beviset og kan beregnes ved at dividere afdelingens samlede formue med antallet af udstedte beviser. Med emissionstillægget køber man til en dyrere pris end den indre værdi. Indløsningsfradraget betyder, at man sælger til en lavere pris end den indre værdi.

I praksis handler den gennemsnitlige investor til bedre kurser end det teoretiske spænd på 2,5 pct. Det skyldes, at foreningerne ofte forsøger at matche udbud og efterspørgsel gennem en marketmaker, som handler på en handelsplads med en bufferbeholdning af beviser. Hvis beholdningen ikke er tilstrækkelig til at matche efterspørgslen, køber marketmaker beviser fra investeringsforeningen til den indre værdi plus emissionstillægget. Marketmaker puljer så sælgerens beviser med de nyudstedte beviser fra foreningen og sælger dem til køberne til en kurs, der ofte er bedre end det, der svarer til indre værdi plus emissionstillægget. Desuden køber marketmaker de udbudte beviser til en pris, der er relativt tæt på købsprisen. Dermed bliver kursspændet mellem købs- og salgspris væsentligt mindre end det teoretiske spænd på 2,5 pct.

Et mål¹⁷ på et gennemsnits kursspænd for de fem største investeringsforeningers detailafdelinger er 0,63 pct. i forhold til den indre værdi. For investor er det en fordel med et lille kursspænd, da det giver mulighed for at købe billigt og sælge dyrt i forhold til en handel i et større kursspænd. Det er derfor vigtigt med velfungerende handelspladser for beviserne, fordi konkurrencen i handlen med beviserne mindsker investors indirekte kurstab (der ses nærmere på dette i afsnit 3.4).

Generelt er det svært at vurdere, hvad emissionstillæg og indløsningsfradrag betyder for investor, når man ser på de gennemsnitlige årlige omkostninger. For det første fordi der er tale om engangsbeløb, som skal omregnes til et årlig sats - investorerne ejer ikke beviserne i lige lang tid (jo længere tid man ejer et investeringsbevis, jo mindre vil emissionstillæg og indløsningsfradrag betyde i det samlede billede). For det andet varierer omkostningerne betydeligt fra afdeling til afdeling.

17

Beregnet på baggrund af de afdelinger, der var priser på for CR5 den 21. marts 2006, kl. 11.58 på www.fundcollect.dk.

Et bud på de årlige omkostninger kan tage udgangspunkt i Danske Invest's årsrapport. I 2005 modtog Danske Invest 221 mio. kr. i forbindelse med investorenes emissioner og indløsninger.¹⁸ I forhold til en samlet formue på ultimo 2005 på 73,7 mia. kr. udgjorde omkostningen til emission og indløsning for den gennemsnitlige investor 0,30 pct. Dette tal indgår i tallene i tabel 3.6, og det er således på dette punkt antaget, at den største danske investeringsforenings omkostninger er repræsentative.

Boks 3.5: Lægernes Pensionsinvestering

Lægernes Pensionskasse oprettede i 1992 Lægernes Pensionsbank, hvor pensionskassens medlemmer og deres husstande samt lægestuderende kan blive kunder. Der er tale om et lille pengeinstitut med kun én filial. Pensionskassen oprettede i 2004 Investeringsforeningen Lægernes Pensionsinvestering og Specialforeningen Lægernes Pensionsinvestering. Pensionskassen og pengeinstituttet placerer midler i disse to foreninger, og kunderne kan ligeledes placere frie midler i såvel pensionsopsparing som i en række af foreningernes afdelinger. Afdelingerne skiller sig især ud ved at være et produkt med lave omkostninger. For det første ved at emissionstillægget er relativt billigt. For aktieafdelingerne er emissionstillægget således kun 0,3-0,55 pct., og for obligationsafdelingerne er tillægget 0,15-0,25. For det andet ved at 4 af de 6 aktieafdelinger er indeksafdelinger, der har væsentligt lavere omkostninger end de aktivt forvaltede afdelinger, som præger det danske investeringsforeningsmarked i dag. Indeksafdelinger vil yderligere blive behandlet senere i kapitlet.



Kurtage

Udover emission og indløsningsfradrag skal investor også betale en direkte kurtage ved køb af investeringsbeviser. I detailpengeinstitutterne udgør kurtagen oftest 0,5 pct., og ved køb over netbank udgør den typisk 0,25-0,3 pct. Den gennemsnitlige kurtage pr. handel skønnes derfor til at udgøre 0,4 pct., og hvis man samtidig forsigtigt antager, at den gennemsnitlige investor beholder sine investeringsbeviser i 8 år, bliver den årlige omkostning til kurtagen på 0,10 pct., når der både bliver købt og solgt, jf. tabel 3.6.

Konkurrencen på markedet for investeringsbeviser

Der findes ikke et enkelt mål for konkurrenceintensiteten i en branche. Flere indikatorer peger på, at der er en række konkurrencemæssige udfordringer på investeringsforeningsmarkedet. Det gælder uanset, om man ser på markedet alene eller i forhold til konkurrencen i udlandet, over tid eller sammenligner forskellige dele af markedet.

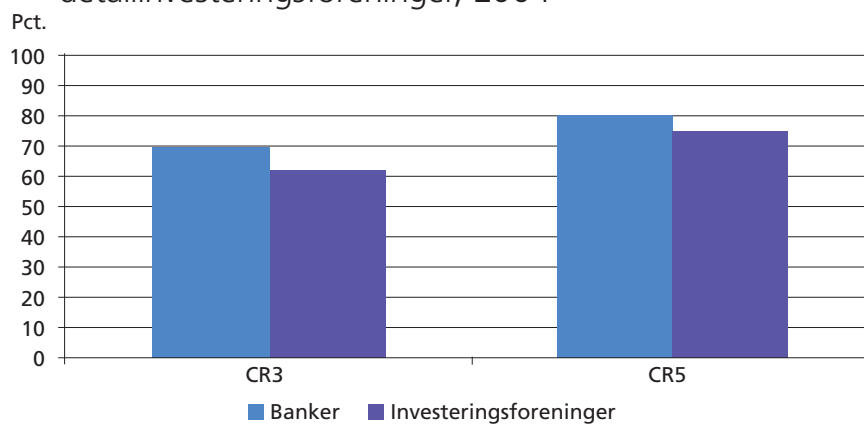
18

Tallene gælder udelukkende for Danske Invest's detailafdelinger.

Markedet for investeringsforeningsbeviser

På investeringsforeningsmarkedet, ligesom på realkreditmarkedet, er pengeinstitutterne de afgørende distributionskanaler. Den høje koncentration på pengeinstitutmarkedet slår således næsten fuldt igennem på markedet for investeringsbeviser, jf. figur 3.8.

Figur 3.8: Markedskoncentration for pengeinstitutter og detailinvesteringsforeninger, 2004



Anm: I markedsandele for investeringsforeninger indgår ikke fåmandsforeninger og engrosforeninger.
 Kilde: Tal fra Finanstilsynet.

Man kan sige, at en kunde vælger pengeinstitut og investeringsforening samtidigt. Derudover kan man også sige, at hver enkelt investeringsforening har monopol på det marked, som det tilknyttede pengeinstitut har i form af sit kundekartotek. Dette begrænser konkurrencen betydeligt. Selv om foreningerne er selvstændige, juridiske enheder, kan de reelt ikke agere uafhængigt af de tilknyttede pengeinstitutter. Foreningerne og pengeinstitutterne kommer til at fremstå som én enhed. Dermed er der ringe konkurrence mellem investeringsforeningerne i distributionsleddet, hvilket kan hæmme effektiviteten i forvaltningsleddet. Pengeinstitutter sælger dog også andre produkter til investorerne end investeringsbeviser, jf. boks 3.6.

Boks 3.6: Nye alternativer til investeringsforeninger

Flere pengeinstitutter er med succes begyndt at sælge de såkaldte strukturerede produkter, som er et alternativ til investeringsbeviser. Strukturerede produkter sælges som en form for obligation og er ofte mere komplicerede i deres opbygning end investeringsbeviser. De kan bestå af forskellige finansielle instrumenter såsom optioner og futures i kombination med obligationer eller bankindsud. ➔

Til trods for kompleksiteten er de ikke underlagt samme grad af tilsyn, hvilket stiller større krav til investeringsrådgiveren. I 2005 blev det muligt for investeringsforeningerne at lave et andet alternativ i form af hedgeforeninger, som er reguleret, men har videre rammer for placering af midlerne end de almindelige foreninger. De forbindes ofte med en større risiko end almindelige investeringsforeninger. Dog er disse underlagt en højere grad af investorbeskyttelse end de såkaldte strukturerede produkter.

Forbindelsen mellem pengeinstitutter og investeringsforeninger betyder også, at de udenlandske investeringsforeninger har svært ved at komme ind på markedet. Mange udenlandske foreninger finder slet ikke det danske marked interessant, da begrænsningen i konkurrencen reducerer et i forvejen lille marked. Således har omkring 800 udenlandske afdelinger med i alt ca. 2.000 andelskasser¹⁹ tilladelse til at sælge beviser, mens der er udbudt ca. 400 afdelinger.

Sammenligning med udlandet

En sammenligning af omkostningerne med de udenlandske investeringsforeninger viser, at de danske investeringsforeninger har gennemsnitlige omkostninger, jf. tabel 3.10. Denne sammenligning undervurderer dog de udenlandske foreningers omkostninger, da de udenlandske foreninger bl.a. ikke opgør alle omkostninger til markedsføring. Når der tages hensyn til dette, ligger omkostningerne i de danske foreninger lavere end i udlandet. Dette er dog ikke ensbetydende med, at omkostningerne i de danske foreninger ikke kan blive lavere.

Tabel 3.10: Administrationsomkostninger i investeringsforeninger

Pct. af formue	Alle	Aktier	Obligationer	Europa Aktier	Globale aktier
Danmark	1,06	1,29	0,57	1,16	1,25
Belgien	1,00	1,06	0,40	0,95	1,15
Holland	1,00	1,00	0,70	0,96	1,00
Frankrig	1,20	1,50	1,00	1,35	1,40
Tyskland	1,10	1,35	0,75	1,25	1,50
England	1,50	1,50	1,00	1,50	1,50

Kilde: Morningstar.dk, -.be, -.nl, -.fr, -.de, -.co.uk 27. februar 2006. Aktiesammenligningen sker på baggrund af Morningstarkategorierne Europe Large Cap Blend og Global Large Cap Blend.

I denne opgørelse er der ikke taget hensyn til handelsomkostninger, emissionstillæg og indløsningsfradrag samt investors kurtage.

¹⁹ I udlandet har den enkelte afdeling flere andelskasser (forskellige kundegrupper) som ikke nødvendigvis har de samme omkostninger.



Sammenligning af de største detailafdelinger med øvrige afdelinger
 Det danske marked for investeringsbeviser er i høj grad et nationalt marked og er derfor kun i et lille omfang i konkurrence med de udenlandske investeringsforeninger. I udlandet betegnes foreningerne oftest som fonde.

Det opdelte marked har konsekvenser for effektiviteten. Europa-Kommissionen har i grønbogen om forbedring af EU-rammerne for investeringsfonde påpeget, at den europæiske branche ikke udnytter stordriftsfordele nok i forhold til amerikanske fonde. De europæiske fonde er til sammenligning små og mange, hvilket medfører større omkostninger.

Der er ikke udsigt til, at danske investeringsforeninger kan blive lige så store og dermed lige så effektive som amerikanske fonde. Men når man ser på værdikæden i foreningerne, jf. figur 3.7, må man formode, at der allerede på nuværende tidspunkt vil være stordriftsfordele ved de dele, der kan betegnes som forvaltning (investeringsrådgivning, direkte og indirekte handelsomkostninger, depotselskab og almindelig administration). Hvis foreningerne er tilstrækkeligt store, vil der være stordriftsfordele på aktiviteter, som de enten selv foretager eller outsourcer til andre parter.

Tabel 3.11: Omkostninger i investeringsforeninger, pct. af formuen om året

	De 5 største foreningsgruppers detailafdelinger	Resterende detailafdelinger	I alt, jf. tabel 3.6
Forvaltning	0,63	1,05	0,70
Distribution	0,75	0,54	0,71
Kurtage	0,10	0,10	0,10
I alt	1,48	1,69	1,51

Anm: Direkte og indirekte handelsomkostninger, som indgår i forvaltning, og emissionstillæg hhv. indløsningsfradrag, som indgår i distribution, er sat som en fast omkostningsprocent. Det har ikke været muligt at beregne separate tal for foreningerne. Ekskl. afdelinger oprettet i 2004. Som ved tabel 3.6 er der tale om tal fra både 2004 og 2005.

Kilde: Egne beregninger efter tal fra Finanstilsynet.

De største detailafdelinger har været i stand til at hente stordriftsfordele på forvaltningsaktiviteterne, jf. tabel 3.11. På dette område er omkostningerne lavere end for alle investeringsforeninger og specialafdelinger under ét. Disse fordele går dog i et betydeligt omfang til ”moderbanken/moderbankerne” som fortjeneste for adgangen til distributionsnettet.

Sammenligning over tid

Da der er en usikkerhed ved at sammenligne omkostningerne i investeringsforeningerne på tværs af lande, er en anden mulighed at se på omkostningerne over tid.

Ser man på omkostningerne i de største foreningsgruppers detailafdelinger i perioden fra 1999 til 2004, er der sket en væsentlig stigning i omkostningerne til markedsføring og distribution. Her indgår 77 afdelinger, som eksisterede i 1999 og på det tidspunkt havde en formue på over 100 mio. kr. Den samlede formue i de 77 investeringsforeningsafdelinger er vokset fra 111 mia. i 1999 til 148 mia. i 2004. Det er ikke muligt at indregne direkte og indirekte handelsomkostninger samt omkostninger til emissionstillæg og indløsningsfradrag, da tal ikke foreligger for 1999.

Tabel 3.12: Omkostningsanalyse af de største detailafdelinger, 1999-2004

	1999	2004
Administrationsomkostninger (pct. af beholdning)	0,50	0,69
– herunder forvaltning (undtagen handel med værdipapirer)	0,31	0,25
– herunder beholdningsprovision	0,19	0,44

Anm: Administrationsomkostningerne er eksklusiv direkte og indirekte handelsomkostninger, emissionstillæg og indløsningsfradrag samt kurtage. Tallene er for 77 afdelinger i CR5, herunder Danske Invest, Nordea Invest, Jyske Invest, Syd Invest og Bankinvest, der eksisterede både i 1999 og 2004. Tallene afviger derfor fra tabel 3.11.

Kilde: Tal fra Finanstilsynet.

Analysen viser, at investeringsforeningerne er blevet mere effektive i forvaltningsleddet, hvor omkostningerne er faldet. Investorerne mærker dog ikke den øgede effektivitet, da beholdningsprovisionen er mere end fordoblet siden 1999, jf. tabel 3.12. De samlede udgifter til beholdningsprovisionen er steget fra 216 mio. kr. til 651 mio. kr. eller fra 0,19 pct. til 0,44 pct. Pengeinstitutterne har altså øget indtjeningen på beholdningsprovisionen markant.

Samlet er der tegn på, at investeringsforeningerne er effektive i produktionsleddet, men at konkurrencen er hæmmet i distributionen. Medlemmerne får ikke så stor gavn af stordriftsfordelene, som de burde.

Udfordringer for investeringsforeningerne, privatkunder og aftalepartnere

En række tiltag kan øge konkurrencen på investeringsforeningsmarkedet.

Konkurrence i distributionen

Pengeinstitutterne dominerer salget af investeringsforeningsbeviser, og det begrænser konkurrencen imellem investeringsforeningerne. Det giver investeringsforeningerne og deres kunder nogle udfordringer.



For det første kan man forestille sig andre distributionskanaler end pengeinstitutterne. En kanal kunne fx være pensionselskaber og forsikringselskaber, som i forvejen selv formidler opsparing, og for hvem det blot kræver, at de opretter et datterselskab til at sælge investeringsbeviserne igennem. Det kan sætte pengeinstitutternes provisioner – især beholdningsprovisionen – under pres, og kan øge effektiviteten og sænke omkostningerne i distributionen. Nogle af de eksisterende foreninger er så tæt knyttet til depot-selskabet, at nye distributører næppe får adgang til at sælge deres beviser. Nye distributører skal derfor enten selv oprette nye foreninger og/eller sælge beviser fra de mest uafhængige investeringsforeninger.

Som en anden distributionskanal kan investeringsforeningerne også sælge beviserne direkte fx ved salg over internettet, hvor et stigende antal privatpersoner alligevel handler andre værdipapirer. På den måde kan kunden og foreningen spare beholdningsprovisionen. Det må forventes, at det vil være de mest uafhængige foreninger eller nye foreninger (via pensionskasser eller lignende), der kommer til at sælge beviser direkte på internettet. Men selv om det blot bliver få foreninger, vil det kunne lægge et pres på pengeinstitutterne, som i dag fungerer som den eneste distributionskanal.

For det andet bør pengeinstitutterne åbne for salg af beviser fra flere forskellige investeringsforeninger. De største detailpengeinstitutter har typisk kun i et begrænset omfang aftaler med andre end deres egen investeringsforening. Det kræver dog også, at investeringsforeningerne er villige til at lave aftaler med flere pengeinstitutter om salg af foreningens beviser.

God skik for bankrådgivning

Provisionsstrukturen fremmer i høj grad salget af beviser i pengeinstituttets egen forening. Det kan gå ud over andre – måske mere effektive – foreninger. Hvis pengeinstituttets rådgivning til kunden afhænger af det, som pengeinstituttet tjener på handlen og ikke kundens behov for at erhverve den mest effektive afdeling, er det derfor et problem for konkurrencen.

En finansiel virksomhed skal indgå eller bekræfte alle væsentlige aftaler med sine kunder i papirformat eller på andet varigt medium, jf. bekendtgørelse om god skik § 4. Den finansielle virksomhed skal ifølge § 5 yde rådgivning til kunden af egen drift eller efter anmodning, og rådgivningen skal tilgodese kundens interesser. Hvis en finansiel virksomhed eller medarbejderen har en særlig interesse i rådgivningens resultat, skal kunden informeres om arten og omfanget af denne interesse, jf. § 9 i bekendtgørelsen.

En række pengeinstitutter giver allerede i dag skriftlig dokumentation for investeringsrådgivning. Finanstilsynet er i øjeblikket i færd med at undersøge, hvorledes rådgivningsreglerne er udformet i Norge og Sverige for bl.a.

at få et overblik over, om der her stilles krav om en større grad af skriftlighed, end tilfældet er i Danmark.

Gennemsigthed

De mange omkostninger, tillæg og fradrag er ganske vist ofte åbent tilgængelige, men det bliver de ikke gennemskuelige af. Branchen bør i stedet være enige om at samle omkostningerne i ét enkelt nøgletal, som svarer til ÅOP ved kredit og lån, og som indeholder *alle* omkostningerne ved køb af investeringsforeningsbeviser. I dette nøgletal bør således indgå både handelsomkostninger og gennemsnitlige omkostninger ved emission og indløsning, fx beregnet ud fra en standardantagelse om beholdningsperiode.

De investeringsforeninger, der har afdelinger noteret på en uafhængig handelsplads, har overvejet at lade afdelingerne afnotere. Det er medlemmerne af foreningen, der skal give bestyrelsen bemyndigelse til at foretage en afnotering. Både medlemmer og bestyrelse skal være opmærksomme på, at omkostningerne for det enkelte medlem ikke er særligt store. De samlede omkostninger for de noterede foreninger vil udgøre ca. 8 mio. kr. i 2006. I forhold til at de noterede afdelinger har en samlet formue på ca. 140 mia. kr., svarer omkostningerne til 0,006 pct. Det er en meget lille procentdel af de gennemsnitlige omkostninger på 1,51 pct. for detailafdelingerne, jf. tabel 3.6.

Bestyrelserne og medlemmerne skal være opmærksomme på, at konkurrencen og kunderne lider skade på flere måder, når beviserne ikke er noteret på en handelsplads. For det første mister investorerne muligheden for at byde ind i kursspændet. For det andet vil det gå ud over gennemsigtheden på markedet. For det tredje vil det ikke længere være muligt at bruge kursen på handelspladsen som reference for "best execution", der sikrer en økonomisk fordelagtig handel for investor.

Kursen på investeringsbeviserne er udsat for større konkurrence på en markedsplads, og uden denne konkurrence vil kursspændet på beviserne blive større, hvilket vil medføre større handelsomkostninger for investor. Foreningernes bestyrelser bør derfor ikke blot sikre, at investorernes midler placeres bedst muligt, men også sikre bedst mulig konkurrence i handlen med foreningens beviser til fordel for medlemmerne.

Indeksafdelinger

Det danske detailinvesteringsforeningsmarked er i dag præget af aktivt forvaltede porteføljer. Alternativet til aktivt forvaltede afdelinger er de såkaldte indeksafdelinger. Indeksafdelinger følger automatisk fordelingen i et indeks, som eksempelvis kunne være OMX, Eurostoxx 50, S&P 500, MSCI World og lignende. Der er ca. 30 indeksafdelinger i Danmark. Kun Danske Invest, BG



Invest, Bank Invest, Lægernes Pensionsinvestering og Sparindex har oprettet indeksafdelinger. Til sammenligning er der i alt 239 aktieafdelinger, der samtidig kan betegnes som detailafdelinger.

Indeksafdelinger er billigere, fordi afdelingens porteføljepleje blot består i at spejle det pågældende indeks. Det gør det muligt at spare på rådgivning, administration, analyser, løn osv. Indeksafdelingerne sparer også penge på handelsomkostninger, fordi man ikke handler så tit som de aktivt forvaltede afdelinger.

Argumentet for at investere i indeksforeninger er, at markedet er effektivt. Den aktuelle aktiekurs på fondsbørsen vil derfor afspejle al tilgængelig information. I den situation er det tilfældigheder, som afgør, om man tjener mere eller mindre end ”benchmark”. I gennemsnit kan man derfor ikke slå indekset ved aktiv porteføljepleje, tværtimod vil omkostningerne herved mindske afkastet. Det større antal handler, som aktivt forvaltede afdelinger kræver, forværrer dette forhold yderligere.

Årligt er det cirka halvdelen af de aktivt forvaltede investeringsforeninger, der slår indeks. Dog er det ikke den samme halvdel hvert år, og over tid falder sandsynligheden for, at den enkelte aktivt forvaltede afdeling slår indeks, jf. tabel 3.13. Indeksafdelinger vil derfor i længden være den bedste investering for den gennemsnitlige investor, selvom enkelte aktivt forvaltede foreninger vil give et bedre afkast end indeksforeninger.

Tabel 3.13: Afkastsammenligning af aktivt forvaltede detailafdelinger med indeks

Område	I antal		I pct.	
	Bedre end	Dårligere end	Bedre end	Dårligere end
Danmark				
1 år	11	11	50	50
3 år	12	9	57	43
5 år	7	12	37	63
7 år	4	10	29	71
10 år	1	10	9	91
Europa				
1 år	18	7	72	28
3 år	6	14	30	70
5 år	2	16	11	89
7 år	3	9	25	75
10 år	0	5	0	100

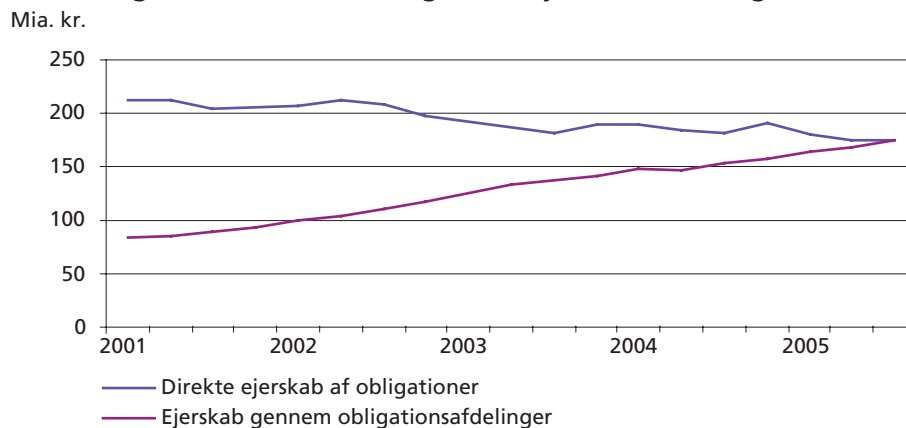
Kilde: Investeringsrådets beregninger ud fra IFR's officielle afkastningsstatistik 31. januar 2005.

Det er svært at sige, hvorfor der kun er få indeksafdelinger. Det kan dog være et tegn på dårlig konkurrence, når der primært udbydes dyre produkter, som det er tilfældet på det danske detailinvesteringsforeningsmarked i dag.

Obligationsafdelinger

Fra 2001 og til 3. kvartal 2005 er formuen i obligationsafdelinger vokset fra 83 mia. kr. til 173 mia. kr. Hvis man i samme periode ser på husholdningernes kursværdi af direkte investering i obligationer, er der tale om et fald fra 211 mia. kr. til 173 mia. kr., jf. figur 3.9. Obligationsafdelingerne har med andre ord haft fremgang på bekostning af direkte obligationsinvesteringer.

Figur 3.9: Husholdningernes ejerskab af obligationer



Anm.: Tallene er eksklusiv husholdningernes ejerskab af udenlandske obligationsafdelinger. Denne beholdning er dog begrænset.

Kilde: Nationalbanken.

Trods fremgangen for obligationsbaserede afdelinger er spørgsmålet, om obligationsafdelingerne kan betale sig for investor i forhold til en direkte investering i obligationer.

Investering i obligationer fra virksomheder og lande med kreditrisiko kræver en vis ekspertise, som de færreste private besidder. Disse investeringer kan med fordel foregå i en investeringsforening. Omvendt kan det næppe betale sig, når det gælder investeringer i likvide obligationer med lav risiko.

Om obligationsafdelinger kan betale sig, afhænger dog også af investors personlige ønsker. Nogle investorer ønsker ikke at have besværet ved at geninvestere udtrækninger, men det gør en forening automatisk. Nogle investorer vælger nok obligationsafdelinger, fordi det er nemt. Men det er ikke altid, at indirekte obligationsinvestering er økonomisk fordelagtig. Det er i



den sammenhæng uheldigt, at pengeinstitutterne får provision af at sælge investeringsbeviser, også i obligationsafdelinger, men ikke ved at sælge obligationer direkte. Pengeinstituttet bør derfor kunne forklare kunden, hvorfor det anbefaler obligationsafdelinger frem for en direkte investering.

Skat

Et problem for de konkurrerende udenlandske investeringsforeninger er de danske skatteregler. Der er skattemæssig forskel på, om beviserne er i en udbyttebetalende eller i en akkumulerende afdeling.

Investerer man i en akkumulerende afdeling, bliver man beskattet efter det såkaldte lagerprincip. Lagerprincippet medfører, at både realiserede og urealiserede gevinster (og tab) bliver opgjort ved udgangen af året. For investor bliver det overført til det efterfølgende år og beskattet som kapitalindkomst. En gevinst bliver derfor lagt oven i den personlige indkomst, som man betaler både bundskat, mellemskat og eventuelt topskat til staten samt kommunal og amtskommunal skat af. Betaler man topskat²⁰, vil skattesatsen på indkomsten fra akkumulerende afdelinger ligge tæt på den maksimale skattesats (det skrå skatteloft) på 59 pct., afhængigt af den enkelte investors kommunale og amtskommunale skattesats.

Omvendt bliver indkomst fra udbyttebetalende afdelinger beskattet som aktieavance. Det betyder, at den del af udbyttet, der stammer fra en realiseret kursgevinst samt udbyttet på de aktier, som foreningen ejer, bliver betragtet som aktieindkomst, jf. personskattelovens § 4a. Skatten på aktieindkomst under 44.300 kr. er 28 pct. Over denne grænse er satsen 43 pct., jf. personskattelovens § 8a, stk. 1 og 2.²¹

En person, der betaler topskat, skal altså vælge mellem en skattesats på hhv. 43 og 59 pct., når der vælges mellem en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling. De forskellige beskatninger betyder, at der er et kraftigt incitament for investor til at købe beviser i udbyttebetalende afdelinger. Det bliver til et konkurrenceproblem for de fleste udenlandske fonde, da de næsten udelukkende er akkumulerende.

Der er dog mulighed for, at foreninger med akkumulerende (danske såvel som udenlandske) afdelinger kan vælge skattemæssig status som udbyttebetalende forening. Det kræver dog, at foreningen indsender årsrapport, oplysninger om udlodningens sammensætning, beregning af en lovreguleret minimum udlodning m.v., som om de var udbyttebetalende, til de danske

20

Personlig indkomst plus kapitalindkomst på mere end 318.700 kr.

21

Udbytte fra aktiebaserede afdelinger kan dog også indeholde en del, som bliver beskattet som kapitalindkomst.

skattemyndigheder.²² Især for udenlandske foreninger – der ikke er fortrolige med det danske system – er dette upraktisk og dyrt set i lyset af, at Danmark er et relativt lille marked. En udenlandsk forening har tilkendegivet, at omkostningerne ved at have status som udbyttebetalende forening i Danmark vil løbe op i ca. en halv mio. kr. årligt selv ved ganske få afdelinger.

For at gøre det lettere for udenlandske foreninger at markedsføre sig i Danmark bør de administrative byrder ved at have status som udbyttebetalende forening derfor reduceres. Omkostningerne ved at have denne status er en barriere for udenlandske foreninger.

3.4 HANDEL MED AKTIER OG OBLIGATIONER

Et effektivt marked for handel med aktier er vigtigt både for virksomheder, der ønsker risikovillig kapital, og for investorer. Investering i værdipapirer er et alternativ til andre former for opsparing, og udstedelse af værdipapirer er for virksomhederne et alternativ til lån. God konkurrence om handel med værdipapirer kan derfor bidrage til bedre konkurrence om pengeinstitut-kundernes opsparing såvel som virksomhedernes lån.

Internethandel med aktier er et alternativ til traditionel værdipapirhandel, dvs. den handel hvor kunden efter kontakt med pengeinstitutrådgiveren får handlen gennemført. Handel med aktier over internettet er billigere men stiller større krav til forbrugerne end traditionel handel. Hertil kommer, at der er flere udbydere af handel med aktier over internettet, der ikke er pengeinstitutter. Det giver mulighed for større konkurrence på handel med værdipapirer end på øvrige pengeinstitutydelser.

I starten af 2006 sænkede en række internetbaserede pengeinstitutter deres kurtage for aktiehandel over internettet. Det bevirkede, at de store pengeinstitutter også satte prisen ned. Ultimo 2005 var kurtagen hos størstedelen af de store pengeinstitutter 250 kr. for en handel over internettet på 50.000 kr., i marts 2006 var den 150 kr.

Det var de internetbaserede pengeinstitutter, der startede denne konkurrence på prisen, og det er fortsat disse pengeinstitutter, der har den laveste pris. I marts 2006 var prisen hos de internetbaserede pengeinstitutter i gennemsnit 65 kr. for en handel på 50.000 kr.

Der er tre hovedformer for handel med værdipapirer i Danmark: 1) Strakshandel, hvor en kundehandel gennemføres øjeblikkeligt mod værdipapir-

22

Udbyttebetalende afdelinger skal ligeledes indsende disse oplysninger.



handlerens egenbeholdning og til en pris, som værdipapirhandleren stiller overfor kunden. 2) Børshandel, der er kendetegnet ved, at en kunde udbyder aktier til salg eller byder på at købe aktier på markedet; i modsætning til strakshandel er der chance for at opnå en bedre pris og risiko for, at der ikke er en modpart på børsen, der ønsker at acceptere budet eller udbuddet. 3) Gennemsnitkurshandel, hvor handlen gennemføres til en pris, der beregnes som et gennemsnit af dagens handler opgjort på et bestemt tidspunkt.

Hvis den bedste købspris på en handelsplads er 130, og bedste salgspris er 129, er det muligt for kunden (og værdipapirhandleren) hhv. at købe og sælge til disse kurser. Hvis handlen gennemføres uden om en handelsplads, skal værdipapirhandleren – efter den gældende regel om best execution – tilbyde at købe og sælge til mindst lige så gode kurser som på handelspladsen. Hvis kunde A, der ønsker at købe 1.000 aktier, og kunde B, der ønsker at sælge 1.000 aktier, henvender sig til værdipapirhandleren, skal kunde A betale 130.000 kr. for købet, mens kunde B får 129.000 kr. for salget.

Hvis kunde A og B havde lagt deres ordrer ind på en handelsplads, kunne de have konkurrenceudsat de ordrer, der lå der i forvejen. Kunde B kunne tilbyde at sælge aktier billigere end kurs 130, fx ved tilbud om salg til kurs 129,50. Dette kan ikke gøres i den direkte handel med værdipapirhandleren, da strakshandelssystemer fungerer som fastprissystemer.

Tilbud om salg til kurs 129,50 konkurrenceudsætter de øvrige tilbud om salg, og det giver bl.a. kunde A mulighed for at købe billigere end kurs 130. Når kunde A og B møder hinanden på en handelsplads og handler direkte med hinanden, opnår de tilsammen en gevinst på 1.000 kr.

Børshandlens andel af den samlede handel med aktier har betydning for konkurrencen på aktiemarkedet. En større andel af børshandel betyder, at flere aktører ”mødes” og handler. Når flere købere og sælgere mødes direkte med hinanden, reducerer det kursspændet (forskellen mellem købs- og salgs-kurs). På den baggrund er kursspændet i det følgende anvendt som et mål for konkurrencen. Handel, der ikke sker som børshandel, flytter likviditeten fra børsmarkedet til andre dele af markedet (fx strakshandler), hvor det ikke er muligt at byde ind i spreadet. Større børshandel vil således føre til bedre konkurrence og mindre kursspænd.

En stigning på omkring 10 pct. point i andelen af børshandel vil bringe Fondsbørsen op på niveau med de øvrige OMX børser (Sverige og Finland). En sådan stigning vil reducere kursspændet og føre til en samlet besparelse på mere end 410 mio. kr. for kunderne.²³

23

Beregningerne er nærmere beskrevet i et baggrundsnotat, som kan findes på www.ks.dk.

Som det også er grundlaget i MiFID²⁴, vil det ikke være hensigtsmæssigt at tvinge al handel over på børserne. Det skyldes, at der indtil videre er en større fleksibilitet i også at tilbyde handel med værdipapirer uden om børserne. Fx tilbyder pengeinstitutterne handel uden for Fondsbørsens åbningstid. Desuden tilbydes handel med enkelte aktier, hvor der ikke nødvendigvis er priser på Fondsbørsen. Man bør derfor ikke stræbe mod, at al handel skal ske over en handelsplads.

Udviklingen de sidste tre år er gået i retning af mere konkurrence på markedet for værdipapirhandel. Det svenske selskab OMX har købt Københavns Fondsbørs (KF)²⁵, der er flere udenlandske medlemmer af KF, adgang til information på markedet er bedre, der er kommet flere udbydere af internethandel. Hertil kommer, at nye regler for bl.a. værdipapir-handelspladser kan bidrage til mere konkurrence. Reglerne er i direktivet for markeder for finansielle instrumenter (MiFID²⁶).

De fleste pengeinstitutter i Danmark skelner i deres kurtage ikke mellem børshandel og strakshandel. Handelsbanken har som et af de eneste pengeinstitutter valgt at prisdifferentiere mellem børshandel og strakshandel. Handelsbanken har oplyst, at prisdifferentieringen skyldes langt lavere administrationsomkostninger ved børshandel i forhold til strakshandel i Handelsbanken. De lavere administrationsomkostninger ved børshandel skyldes, at ordren automatisk kan videresendes elektronisk til Fondsbørsen, mens en strakshandel skal behandles af pengeinstituttet.

Styrelsen har fået oplyst, at andre pengeinstitutter har lige store omkostninger til børshandel som de har til strakshandel. Disse omkostninger udgør et vigtigt element i betragtningerne i MiFID.

Det følger af MiFID, at forskellige omkostninger til forskellige handelssystemer skal afspejle sig i forskellige omkostninger for kunden. Når det er muligt direkte at videresende en ordre til Fondsbørsen, er det ensbetydende med, at omkostningerne for kunden ved gennemførelse af en strakshandel kan blive større end omkostningerne ved at gennemføre en børshandel.

Ved ens kurser i strakshandelssystemet og børsen (eller et andet reguleret marked eller MHF) skal værdipapirhandleren – ved højere omkostninger i strakshandelssystemet – gennemføre handlen som en børshandel. Når der

²⁴ MiFID er blevet kaldt for det finansielle markedes nye grundlov og er nærmere beskrevet i baggrundsnotat, som kan findes på www.ks.dk.

²⁵ OMX's køb af KF kan imidlertid også på længere sigt give mulighed for mere begrænset konkurrence, da udstederne ikke kan bruge OMX Stockholm og KF som uafhængige substituerbare handelspladser.

²⁶ Direktivet 2004/39/EC blev vedtaget 21. april 2004 og skal være implementeret senest 13. januar 2007 med virkning fra senest 1. november 2007. Direktivet omfatter aktier, obligationer og andre værdipapirer.



er højere omkostninger i strakshandelssystemet, vil det således kun være i situationer, hvor der er bedre priser i strakshandelssystemet end på børsen (eller et andet reguleret marked eller MHF), at handlen kan gennemføres som en strakshandel. Omvendt vil lavere omkostninger i strakshandelssystemet være ensbetydende med, at handlen kan gennemføres i strakshandelssystemet til samme priser, som der er gældende på børsen (eller et andet reguleret marked eller MHF).

Handel med obligationer

Obligationsmarkedet i Danmark er blandt de største i Europa. Kun børsene i London, Spanien og Stockholm har større omsætning af obligationer. Denne omsætning dækker dog over meget forskellige instrumenter i de nævnte lande. I 2004 blev der omsat for mere end 7.000 mia. kr. på det danske obligationsmarked, hvilket er over ti gange så meget som omsætningen på det danske aktiemarked, der var på lidt under 600 mia. kr.

Obligationer handles hovedsageligt på det såkaldte telefonmarked. I Konkurrenceredegørelse 2003 blev der peget på, at systemet med telefonhandel på bekostning af børshandel fungerer godt for de institutionelle aktører, men mindre godt for de mindre investorer og låntagere. Det skyldes, at markedet er uigennemsigtigt for de mindre investorer og låntagere.

Københavns Fondsbørs igangsatte i 2003 et projekt, hvor deltagerne drøftede, om der kunne laves et system på Københavns Fondsbørs, der i højere grad kunne være med til at skabe kurserne. Der kom imidlertid ikke noget resultat ud af projektet.

Der er imidlertid allerede i dag udstedere af obligationer, der sikrer, at der stilles priser på en række af deres obligationer på Fondsbørsen. BRF Kredit stiller således priser på børsen via deres market maker. Det er disse kurser, der er udgangspunktet for afregning med kunder, der laver fastkursaftaler.

Konkurrencerådets godkendelse af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit skete på baggrund af en række tilsagn, herunder tilsagn om at stille priser på fusionsparternes mest likvide obligationer på fondsbørsen. Dette er sket siden 1. april 2004. Ved at stille priser i et offentligt handelssystem bliver priserne tilgængelige for alle parter – herunder de mindre investorer.

Der er dog stadig en meget lille andel af handlen med obligationer, der sker som handel over børsen. For at kursdannelsen på obligationsmarkedet kan blive mere gennemsigtig, bør alle obligationsudbydere – på lige fod med Nykredit og BRF – sikre, at deres obligationer bliver udbudt til køb og salg på børsen.

BILAG 3.1: PROBLEMER VED GRÆNSEOVERSKRIDENDE BANKVIRKSOMHED: MOMS OG INDSKUDSGARANTI

Indretningen af reglerne omkring moms og de danske skattemyndigheders fortolkning heraf giver problemer for virksomheder, der driver grænseoverskridende bankvirksomhed. Ydelser, som udveksles mellem moder- og datterselskaber, er som udgangspunkt momspligtige. Dog kan moder- og datterselskaber i samme land oprette en fælles moms-gruppe for sine virksomheder (såkaldt fællesregistrering), som undtager intern handel fra moms. Ifølge EU's regler kan man dog ikke oprette sådanne moms-grupper på tværs af landegrænser. Det betyder i praksis, at centralisering på tværs af grænserne af back office funktioner som HR, administration og kommunikation indenfor samme koncern gør udvekslingen af ydelser mellem aktiviteter i forskellige lande momspligtige.



Det er et stort problem for pengeinstitutter, idet det meste af deres virksomhed er fritaget for moms, og der er derfor ingen indgående moms, som pengeinstitutterne kan fradrage momsen i. Dermed bliver eventuelle effektiviseringsgevinster ved en grænseoverskridende centralisering af de pågældende funktioner belagt med en afgift på 25 pct. i forhold til, hvis pengeinstituttet opretholder back office funktioner separat i hvert land.

Europa-Kommissionen er klar over problemet og arbejder på at fremsætte forslag, som kan løse det. Nogle lande accepterer dog med henvisning til det eksisterende regelsæt – nemlig en fritagelse i sjette momsdirektivs artikel 13-A(f) – at afgiftsfritage transaktioner mellem virksomheder i ét land og disses koncernhovedkvarter i et andet land. Det gør skattemyndighederne i Sverige, Finland, Irland, Luxemburg, Italien og til en vis grad også i Tyskland. De danske skattemyndigheder fortolker direktivet på en anden måde. Kommissionen tillader i praksis begge fortolkninger og giver dermed medlemslandene et spillerum.

Det andet problem er indskudsgarantiordninger. Hvert land har sin ordning, og nogle er rene forsikringer, mens andre er opsparingsordninger, hvor pengeinstitutterne deponerer et beløb, som i princippet kan trækkes ud igen. Udenlandske pengeinstitutter er som udgangspunkt dækket af deres hjemlands indskydergarantiordninger, men med mulighed for at supplere med dækning i værtslandet, hvis denne giver en bedre dækning end hjemlandets ordning (såkaldt ”topping up”). Hvis en bank, fx Nordea, ønsker at omdanne sine pengeinstitutaktiviteter i Sverige til filialer af et europæisk selskab med hovedsæde i Danmark, vil filialerne i Sverige skulle flytte fra

den svenske til den danske indskydergarantiordning. Det betyder en ekstra deponering i indskydergarantiordningen i Danmark, men modsat den danske ordning gør den svenske ordning det ikke muligt at trække tidligere indskud ud i ordningen. Selvom pengeinstituttet ikke i praksis ændrer sin virksomhed ved en organisationsændring, så udløser det altså alligevel en ekstra betaling til indskydergaranti.

Det er ikke et problem, der er særligt knyttet til den danske indretning af indskydergarantiordningen. Tværtimod kunne problemet løses, hvis alle landes indskydergarantifonde blev indrettet som den danske. De nationale indskydergarantiordninger reguleres af minimumsregler i EU, som i øjeblikket er under revision.

