



MIFID II

...og truslen mod den danske banksektor

Resume

Et speciale der tager sit udgangspunkt i MIFID II reglerens indførelse i 2017 og de deraf forventede afledte effekter, på den danske banksektors indtjening på investeringsområdet.

Speciale i HDFR – Ålborg Universitet
Af Michael Gimm Sørensen - 20137582
Vejleder: Christian Farø
Afleveret 30.04.2015

Indholdsfortegnelse

Summary	1
1. Indledning	2
1.1. Problemformulering	3
1.2. Metode	3
1.3. Afgrænsning.....	4
1.4. Kildekritik	5
2. MIFID II.....	6
2.1. Investorbeskyttelse.....	6
2.2. Nye regler for formidlingsprovision	7
2.3. Hvem gavner de nye regler?	9
3. Investeringsforeninger	10
3.1. Hvad er en investeringsforening	11
3.1.1. Aktiv vs. Passiv forvaltning.....	13
3.2. Hvem er interessenterne	14
3.2.1. Bestyrelsen	14
3.2.2. Ejerne	14
3.2.3. Rådgiver	15
3.2.4. Formidlingsaftaler	15
3.3. Omkostninger.....	16
3.3.1. Hvilke omkostninger er der i en investeringsforening?.....	16
3.3.2. Omkostningsprocent.....	17
3.3.3. ÅOP	17
3.3.4. Emission	18
3.3.5. Indløsning.....	18
3.3.6. Administrationshonorar/Management fee	18
3.3.7. Depotgebyr	19
3.3.8. Formidlingsprovision	19
3.3.10. Regneeksempel.....	21
3.4. Sammenligning af 3 investeringsforeninger.....	21
3.4.1. Danske Invest.....	22
3.4.2. Spar Invest	26
3.4.3. Syd Invest	30
3.4.4. Sammenligning af administrationsomkostninger.....	34
3.4.5. Sammenligning af formidlingsprovision	35
3.4.6. Afkast	35
3.4.7. Opsummering	38
4. Bankernes indtjening	39
4.1. Sektoren i tal	39
4.2. Ringkjøbing Landbobank.....	43
4.2.1. Regnskab	43
4.2.2. Nøgletal før/efter MIFID II.....	45
4.3. Spar Nord Bank.....	47
4.3.1. Regnskab	47
4.3.2. Nøgletal før/efter MIFID II.....	48
4.4. Arbejdernes Landsbank	49
4.4.1. Regnskab	50
4.4.2. Nøgletal før/efter MIFID II.....	51
4.5. Opsummering	52
5. Konceptudvikling eller afvikling.....	53

5.1. Erfaringer fra Holland	53
5.2. Investeringsrådgivning før MIFID II	55
5.3. Investeringsrådgivning efter MIFID II	56
5.4. Omkostningsreduktion.....	57
5.4.1. Ringkjøbing Landbobank.....	57
5.4.2. Spar Nord	58
5.4.3. Arbejdernes Landsbank	58
5.5. Anbefaling	58
6. Konklusion	62
Litteraturliste	63
Bilag 1-8	67

Summary

In the post financial crisis years, the EU has been busy finding new measures to restrict or prevent the recurrence of the accidents some banks have caused in the years up to. We have seen this in the form of a wide range of regulations and legislative changes in areas that affect the financial sector.

May 15 2014, a new EU directive known as MIFID II (Directive on markets in financial instruments) was adopted, as from January 2017, to be implemented in national law. It replaces the original MIFID rules from 2004.

There are numerous changes in MIFID II, where my analysis will specifically concentrate on the part on the new rules concerning the ban on inducement.

Banks are recovering from the financial crisis and very few, if any, have liquidity problems.

By contrast, many banks have huge deposit surplus from which they struggle to earn interest, caused by historically low interest rates. Thus, the sector needs to make money in other areas, such as commissions on mortgages and asset management. Especially asset management contributes and the ban against inducement will hurt the banks.

But the question is how big an impact it will have on both banks and mutual funds.

1. Indledning

I årene efter finanskrisen har EU haft travlt med at finde på nye tiltag, for at begrænse eller forhindre en gentagelse af de ulykker nogle banker har forårsaget i årene op til. Det har vi set i form af en lang række reguleringer og lovændringer på områder der påvirker den finansielle sektor.

15. maj 2014 blev der vedtaget et nyt EU direktiv kaldet MIFID II (Directive on markets in financial instruments), som fra januar 2017, skal implementeres i den nationale lovgivning. Den afløser de oprindelige MIFID I regler fra 2004¹.

Der er en lang række ændringer og opstramninger i MIFID II, hvor jeg i denne rapport specifikt vil koncentrere mig om den del der vedrører de nye regler for formidlingsprovision.

Bankerne er ved at komme sig ovenpå finanskrisen og det er efterhånden de færreste der har likviditetsproblemer, da den er tilgængelig i overflod.

Derimod har mange banker kæmpe indlånsoverskud, som de har svært ved at få forrentet eller direkte får et tab på, pga. det historisk lave renteniveau.

Der er en tendens til, at de kreditværdige kunder ikke ønsker kredit, men derimod nedbringer gæld og de kunder der ønsker kredit, ikke er kreditværdige.

Dermed er sektoren nødt til at tjene penge på andre områder, hvilket vi bl.a. har set på realkreditområdet og de stigende bidragssatser, men især på kapitalforvaltningsområdet, hvor bankerne kan tjene meget store beløb på bl.a. formidling af investeringsforeninger.

Sidstnævnte er vigtig for banksektoren og det er min opfattelse, at kapitalforvaltningsdelen, hvor formidlingsprovisionen indgår, bidrager væsentligt til overskuddet hos mange af bankerne.

¹ www.finanstilsynet.dk

Men hvor meget betyder formidlingsprovisionen og hvad vil et forbud have af betydning for bankerne samt investeringsforeningerne.

1.1. Problemformulering

Hvilke konsekvenser vil indførelsen af MIFID II, herunder et forbud mod formidlingsprovision, få på banksektorens indtjening på investeringsforeninger og hvad kan den gøre for at kompensere?

1.2. Metode

Jeg vil redegøre for MIFID II og de umiddelbare konsekvenser for bankerne/formidlingsprovisionen, når MIFID II indføres i 2017, med udgangspunkt i der kommer et forbud. Herunder også vurdere hvilke afsmittende konsekvenser det vil have for investeringsforeningerne.

Jeg vil redegøre for, hvordan en investeringsforening er bygget op, herunder omkostningsstruktur og ejerskab, samt illustrere pengestrømmene.

Med udgangspunkt i Danske Invest, Spar Invest og Syd Invest, vil jeg analysere udvalgte sammenlignelige afdelinger, for at få et bedre indblik i, hvordan omkostningsstrukturen er sat sammen.

Det skal være netop de 3, fordi jeg vil analysere om der er forskel på to "Bank ejede" investeringsforeninger af forskellig størrelse, (Danske Invest 10 gange større end Syd Invest) og igen en forskel herfra til Spar Invest, der ikke er en del af en bank.

Jeg vil udvælge 4 afdelinger der er sammenlignelige, henholdsvis 2 aktieafdelinger (Danmark og Europa) og 2 obligationsafdelinger (Udenlandske/Højrente og Danske mellemlange), for at tegne et så retvisende billede af omkostningerne som muligt. Jeg vil analysere udviklingen i omkostningerne i årene 2010-2014 og sammenholde dem med størrelsen af investeringsforeningerne, for at se om der er en sammenhæng mellem omkostningsniveau og foreningens størrelse, samt afkastet. Herunder for at kunne vurdere hvordan de er stillet i et marked med stor konkurrence, efter MIFID 2 er indført.

Jeg vil lave en analyse af formidlingsprovision der udbetales til bankerne og tage udgangspunkt i regnskaber for årene 2013-2014, for at finde ud af, hvor meget den udgør af årsregnskabet.

De 3 banker jeg vil inddrage, er Arbejdernes Landsbank (AL), Ringkjøbing Landbobank (RL) og Spar Nord Bank.

Bankerne er valgt ud fra deres størrelse og forskellighed, samt det at de ikke selv ejer en investeringsforening, som fx Danske Invest/Danske Bank.

Jeg vil med udvalgte nøgletal (ROE, ROA og Indtjening pr. omkostningskrone) vise, hvordan de 3 banker påvirkes negativt af den manglende indtægt samt analysere, hvordan de vil være stillet uden formidlingsprovisionen.

Afslutningsvis vil jeg vurdere, hvad bankerne kan gøre for at tjene pengene på anden vis.

1.3. Afgrænsning

Jeg vil ikke gå i dybden med konsekvenserne for kunderne, ved indførelsen af MIFID II, da min primære tilgang er bankernes påvirkning.

I MIFID II vil jeg kun behandle forbuddet mod formidlingsprovisionen, da jeg anser det område som værende det dyreste for bankerne.

Der bliver ikke tale om en komplet nøgletalsanalyse, da jeg på forhånd kan udlede at en manglende formidlingsprovision, vil forringe nøgletallene, samt det ikke er alle nøgletal der bliver påvirket. Derimod vil jeg vise hvor meget de forringes, for at kunne give mit bud på, om det får konsekvenser for bankerne.

Jeg vil også kommentere på udvalgte tal i regnskaberne men ikke gå i dybden med hvorfor de har udviklet sig som de har, medmindre det er relevant for min problemstilling.

Jeg kommer ikke omkring skattereglerne, da de er omfattende og ikke af afgørende karakter for løsning af min problemstilling.

1.4. Kildekritik

Til min analyse har jeg bl.a. anvendt tal fra Finanstilsynet, da jeg antager deres tal er de mest officielle, samt de er upartiske. De skriver i deres analyser at deres statistikker dækker de investeringsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger der er under dansk opsyn. De tilføjer at det er størstedelen, men ikke alle foreninger der opererer i Danmark².

Investeringsfondsbranchen (IFB) anfægter Finanstilsynets tal og skriver i en artikel³ at Finanstilsynet kun har omkring 1/3 af de samlede foreninger med.

Til sammenligning heraf skal nævnes, at IFB skriver, at medlemmernes samlede formue i investeringsforeningsbeviser i 2013 andrager 1.385 mia. kr.

Finanstilsynet oplyser tallet 691 mia. kr.

I en mail til Henrik F. Hansen fra IFB der har udarbejdet noget af det materiale jeg har brugt, fik jeg følgende svar til forskellen:

"Det skyldes, at foreninger der har været af typen "professionelle" foreninger og fåmandsforeninger ikke har indrapporteret formue til Finanstilsynet, da disse foreningstyper ikke er under tilsyn. Derfor indgår de ikke i Finanstilsynets markedsrapport."

Mailen er bekræftet telefonisk af Srdjan Zak Zakula, Fuldmægtig, cand.polit. Kontoret for Bankanalyse under Finanstilsynet.

Da tallene i analysen primært skal bruges til at tegne et billede af omkostningsstrukturen, kan tallene fra Finanstilsynet sagtens anvendes, men holdes alligevel op mod tallene fra IFB.

Da området omkring formidlingsprovision er et forholdsvis følsomt område, er der heller ingen banker der direkte i deres regnskaber skriver, hvor meget de modtager og slet ikke hvor meget de modtager fra hvem.

De har derfor opgivet tallene som en del af en eller flere andre poster, under gebyrer og provisionsindtægter. De typiske begreber er, Formuepleje, Værdipapirhandel og depoter. De fremkomne tal er derfor beregnet med en række opstillede forudsætninger.

² www.finanstilsynet.dk

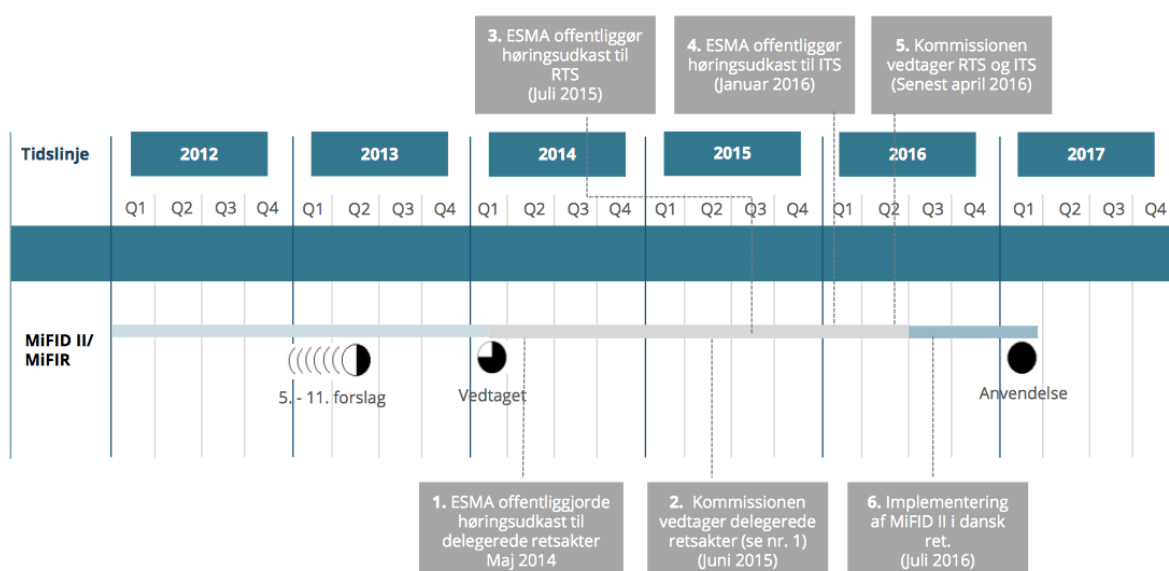
³ www.investering.dk

2. MIFID II⁴

Den 15. Maj 2014 blev direktivet ”Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter (MIFID II)”, vedtaget med henblik på integration i de europæiske landes nationale lovgivning.

MIFID II er et omfattende regelsæt, der bl.a. behandler investorbeskyttelse, regulerer omfanget af handlen med finansielle instrumenter, baner vejen for friere konkurrence og harmoniserer en række regler i EU.

Tidsplanen⁵ for MIFID II og MIFIR ser således ud:



Figur 1: Illustration lavet af Bech Bruun⁶

2.1. Investorbeskyttelse

MIFID II er lige som en lang række andre regler og regulativer opstået som en følgevirkning af finanskrisen. Indtil nu har det været tilstrækkeligt med MIFID I, som rettesnor for rådgivere og formidlere af investeringsprodukter, men finanskrisen viste, at mange kunder tabte penge på investeringer, bl.a. fordi de ikke forstod de produkter de købte, godt nok.

⁴ www.finanstilsynet.dk

⁵ www.finanstilsynet.dk

⁶ www.finansanalytiker.dk

Det har derfor været de europæiske politikeres ønske, at rode båd på en lang række huller i den eksisterende lovgivning, inden for investeringsområdet. Dette er gjort med baggrund i de eksisterende MIFID regler fra 2004 og sammen med MIFIR skal MIFID II sikre bedre forhold for investorer. Herunder gennemsigtighed på omkostninger, synliggørelse af rådgivernes ikke-uafhængighed/uafhængighed, samt forbud mod formidlingsprovision på visse områder.

Sidstnævnte forbud har vi allerede set tilsvarende i Holland og England, hvilket jeg vender tilbage til senere.

I Danmark er der med Finanstilsynet i spidsen, nedsat en arbejdsgruppe, der har til opgave at udarbejde en rapport med anbefalinger omkring integration i den danske lovgivning.

Rapporten skulle have været klar i 2014, men seneste udmelding hedder sommeren 2015.

Udover Finanstilsynet er der inddraget interessegrupper fra begge sider i arbejdsgruppen. Således både TÆNK og Dansk Aktionærforening der varetager primært forbrugernes interesser, samt Finansrådet og Investeringsfondsbranchen (IFB), der varetager bankernes interesser.

Derfor har vi også set en lang række forskellige udtalelser i pressen, med for og imod et forbud, som jeg uddyber senere.

Det vi kender fra MIFID II omkring omfanget er derfor i skrivende stund, ikke endeligt og det er op til arbejdsgruppen og efterfølgende politikerne, at komme frem til en løsning, der er til gavn for alle.

Da MIFID II primært er lavet for at sikre forbrugerne, mere end at tilgodese bankerne, er det min forventning, at de ændringer der er lagt op til, vil indtræffe i et stort omfang.

2.2. Nye regler for formidlingsprovision

Som nævnt i 2.1. er lovgivningen i Danmark ikke på plads endnu, men det vi indtil videre ved om den del der omhandler formidlingsprovision, er illustreret i Figur 2 nedenfor:

Investeringservice	Beskyttelse	Forudgående information	Præmiering
Porteføljepleje	Egnethedstest (ingen ændringer)	Ingen ændringer	Forbudt
Uafhængig investeringsrådgivning	Egnethedstest (ingen ændringer)	Oplyse, at rådgivning er uafhængig Oplyse, om der foretages periodisk egnethedsvurdering	Forbudt
"Begrænset" investeringsrådgivning	Egnethedstest (ingen ændringer)	Oplyse, at rådgivning ikke er uafhængig Oplyse, om der foretages periodisk egnethedsvurdering	Som udgangspunkt ingen ændringer... men måske alligevel ifølge ESMA's negativliste...
Udførelse og formidling af ordrer	Strukturerede UCITS bliver "komplekse" iht. execution only-regimet	Ingen ændringer	Ingen ændringer

Figur 2: Illustration fra Bech Bruun⁷

På Figur 2 ses, at specielt området omkring Porteføljepleje og uafhængig investeringsrådgivning siger, at der skal være et forbud mod præmiering, dvs. mod opkrævning af en årlig formidlingsprovision fra kunden.

Både Porteføljeplejen og den uafhængige investeringsrådgivning kan være formuende kunder, men også kunder der har mindre beløb, de ønsker at placere i bankens investeringsprodukter.

I min tid som investeringsrådgiver (IR) i Nordea (2009-2014), var kunderne segmenteret efter formue. Kunder under 2 mio. kr. hørte typisk under Retail, hvor den enkelte bankrådgiver havde ansvaret for rådgivningen. Kunder mellem 2 og 10 mio. kr. hørte til Affluent segmentet/Private Banking, mens de med formuer over 10 mio. kr. typisk hørte til HNW (High Net Worth)/Formueforvaltningen.

Business.dk har i 2010 skrevet en artikel⁸ der understøtter ovenstående, om end de oplyste satser om kundernes pris, nok ikke er helt præcise.

I andre banker vil der være en lignende opdeling, men sikkert med andre grænser. Fælles for dem alle er, at det typisk er på Affluent og Retail, at marginalen på investeringsprodukterne er højest. Min oplevelse fra min tid som rådgiver var, at der var en større konkurrence om de helt store kunder og de derfor ofte fik tilbagebetalt den opkrævede formidlingsprovision. Det har jeg aldrig set for en Retail eller Affluent kunde.

⁷ www.finansanalytiker.dk

⁸ www.business.dk

Den begrænsede investeringsrådgivning, fx bankens puljer, er som udgangspunkt undtaget for forbuddet, men som det fremgår, er den også i søgelyset. TÆNK der er en del af den førnævnte arbejdsgruppe omtalt i 2.1. har fornyligt udtrykt bekymring for, at bankerne bruger deres opfindsomhed og flytter rundt på, hvorfra der opkræves provision. Derfor ønsker de et totalt forbud mod opkrævningen.

2.3. Hvem gavner de nye regler?

MIFID II er kommet til verden for at stille forbrugerne bedre på en lang række områder. Afskaffelsen af formidlingsprovisionen, vil umiddelbart give en stor besparelse til de danske forbrugere. Faktisk over 3 mia. årligt, som er det tal bl.a. TÆNK⁹ nævner som det nuværende beløb.

Men som med alle regler er der både en række tiltænkte effekter og en række sideeffekter.

TÆNK har givet deres bud på hvordan de nye regler bør skrues sammen, mens andre interesseorganisationer på bankernes side mener noget andet. Herunder både IFB, Finansrådet og Finansforbundet, der alle peger på de negative følgevirkninger der kan komme ved et totalt forbud mod formidlingsprovisionen.

Argumenterne er, at det især er alle andre end de velhavende kunder, der bliver ramt af et total forbud, da indtjeningen herefter ikke er stor nok på Retail kunderne til, at bankerne kan/vil bruge ressourcer på rådgivningen. Retail kunderne risikerer derfor at blive overladt til selvbetjening, som bl.a. også Professor Jesper Rangvid udtaler (Rangvid Rapporten, samt bestyrelsesmedlem i Skagen Fondene).

Lars Bo Bertram, direktør for Bank Invest udtaler, at i Holland og Storbritannien (og snart Sverige) hvor formidlingsprovisionen allerede er forbudt, har det haft den konsekvens, at mindre formuende kunder ikke længere får den rådgivning de kunne få før, hvilket i værste fald kan påføre dem utilsigtede tab.¹⁰

Der er altså gode argumenter fra begge sider af lejren, men det er vigtigt at huske hvem der repræsenterer hvem.

⁹ finanswatch.dk

¹⁰ finanswatch.dk

Vælger bankerne at fravælge den personlige rådgivning til dele af kundesegmenterne, så åbner det op for nye spillere i markedet. Jesper Rangvid henviser til, at bankerne med en online løsning kan styre kunderne over i bestemte fonde. Min påstand er, at hvis bankerne ikke længere tilbyder andet end en online løsning uden rådgivning, hvad afholder så kunderne fra at søge mod andre udbydere af selvsamme løsning? Måske endda udbydere der kan gøre det billigere og/eller har en mere brugervenlig platform.

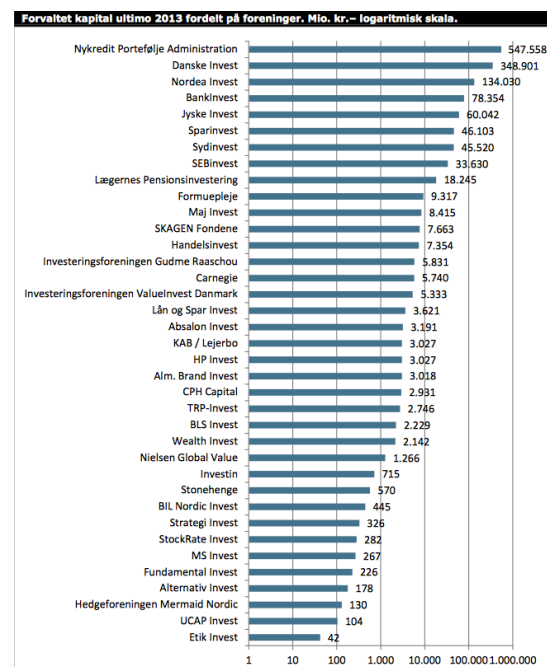
Det kunne fx være DeGiro eller Nordnet, men sagtens en helt tredje spiller. Det eneste det kræver er et troværdigt brand, en brugervenlig onlineplatform, kombineret med en række velformulerede spørgsmål, til at afdække kundernes risikoappetit, investeringshorisont m.m.

Et online selskab som fx DeGiro eller Nordnet, har heller ikke i nærheden af de omkostninger en bank har. Derfor kan de sagtens have en god forretning, der fungerer uden formidlingsprovision.

3. Investeringsforeninger

I Danmark bliver hovedparten af investeringsforeningerne solgt igennem bankerne, der fungerer som distributionskanal. Hvis en investeringsforening ikke har en distributionskanal, er det svært at overleve. For at få en distributionskanal (bank), betaler de en formidlingsprovision. Det ses her af Figur 3¹¹, at de største investeringsforeninger, typisk også har samme navn som de største banker.

Formidlingsprovisionen har ikke altid



Figur 3: Statistik fra IFB der viser investeringsforeningernes størrelser ultimo 2013

¹¹ www.investering.dk

eksisteret i Danmark og Finanstilsynet nævner bl.a. i deres Omkostningsundersøgelse 2013¹², at provisionen først blev indført omkring 1998, som et værn mod udenlandske aktører, der tilbød bankerne provision, for at formidle deres produkter.

På grund af ovenstående model er det svært for andre aktører at få succes som investeringsforening på det danske marked, medmindre de indgår aftaler med bankerne om, at sælge deres produkter. Dette uanset de måtte have et lavere omkostningsniveau eller give et højere afkast.

3.1. Hvad er en investeringsforening

I Danmark kalder vi det en investeringsforening og i USA for Mutual Funds. Begrebet går langt tilbage og historikere mener de første eksempler dateres helt tilbage til 1774.¹³

Men først omkring 1980'erne begyndte der for alvor at opstå en industri på området. Tanken har fra starten været, at samle en masse værdier sammen, for bedre at sprede risikoen og opnå stordriftsfordele og dermed lavere omkostninger. Sidstnævnte har været en del anfægtet i medierne og er i forbindelse med MIFID II også en del af debatten, samt omtalt i Finanstilsynets førnævnte "Omkostningsundersøgelse 2013".

I en investeringsforening, går investorerne sammen om at investere i et bestemt markedsområde, land eller sektor. De penge der skydes ind giver investorerne en andel af foreningen. Porteføljeforvalteren (ved aktive fonde), forsøger herefter at skabe det bedst mulige afkast, inden for de rammer der er sat op i foreningen.

Der findes mange forskellige investeringsforeninger og mange forskellige investeringsforeningsselskaber. Af de større kan nævnes Danske Invest, Jyske Invest, Nordea Invest og Syd Invest. De er alle sammen direkte eller indirekte forbundet til moderkoncernen.

¹² www.finanstilsynet.dk

¹³ www.investopedia.com

Andre mere uafhængige investeringsforeninger, er Spar Invest, Maj Invest, Skagen Fondene etc. De laver primært distributionsaftaler med de banker der ikke har deres egen investeringsforening.

I Nordea indgik vi, udover den åbenlyse samarbejdsaftale med Nordea Invest, en række aftaler med udenlandske fonde, der varetog områder som vi ikke selv kunne eller ville varetage. De kaldes White Label. Det er investeringsforeninger der hedder Nordea Invest, men i realiteten varetages af andre eksterne forvaltere.

Derudover blev der også lavet aftaler med store udenlandske aktører, som blev solgt i Nordeas Guided Fond Universe (GFU). Fx Goldman Sachs, Legg Mason og Schroder. Typisk eksklusiv aftaler, hvor Nordea var eneste nordiske forhandler.

White Label produkterne er fremstillet af en tredjepart, fx i Indien, Kina, USA eller Tyskland, indeholdende en sammensætning som kan sælges af bankerne. Bank A kalder produktet A Invest Kina, B kalder det B Invest Kinesiske aktier og C kalder det C Invest Fjernøsten. Samme produkt, men forskellig indpakning.

GFU derimod, udbydes typisk kun af de store banker, da det kræver en stor volumen. GFU'ere har den ulempe at de skattemæssigt er sværere at håndtere end de danske og de vil typisk være dyrere, bl.a. fordi de handles via udenlandske børser.

Der er en lang række regler som investeringsforeningerne skal efterkomme omkring investorbeskyttelse og oplysningspligt og alle foreningerne betaler et gebyr til Finanstilsynet, der til gengæld holder opsyn med dem.

Hver investeringsforening skal holde årlig generalforsamling og aflægge årsregnskab, hvor det bl.a. fremgår hvor stor volumen de enkelte afdelinger har, hvilke omkostninger der har været til hvad og hvilket afkast de har leveret.

Købes en andel i en investeringsforening, kan investor få en meget stor spredning på sin investering, blot ved køb af 1 eller få andele, uanset han køber for 100 kr. eller 1 mio. Det er her den store fordel ligger, da alle kan være med.

En investeringsforeningen har typisk et sted mellem 30 og 100 placeringer i samme afdeling. Hvis investor selv skal sammensætte en tilsvarende portefølje med enkelt

aktier og obligationer ud fra principperne omkring den efficiente rand¹⁴, vil det betyde mange handler. Desuden har det betydning hvor stor formuen er. Min påstand er, at det bliver svært at sammensætte en portefølje alene med enkelt aktier og enkelt obligationer, hvis man "kun" har 1 mio. til investering. Hertil bliver handelsomkostningerne for store, da der som regel opkræves minimumskurtage på handlerne.

Investeringsforeningerne har med andre ord en stor værdi, når det kommer til spredning af risikoen, specielt for mindre investorer.

3.1.1. Aktiv vs. Passiv forvaltning

Den grundlæggende tanke hos investeringsforeningsselskaberne er, at afdelingerne er aktivt forvaltede. At være aktiv forvaltet betyder, at en porteføljeforvalter har ansvaret for at udvælge en række aktier eller obligationer (eller begge dele) inden for en bestemt afdeling. Forvalteren skal udvælge dem, han tror, vil slå markedet og dermed samlet gøre det bedre end det benchmark, afdelingen måles op imod.

Den passivt forvaltede afdeling, kan være i form af Exchange Traded Funds (ETF), der oftest er fonde som knytter sig til et indeks eller Benchmark. Her kan investor investere i udviklingen på et bestemt indeks i både op og nedadgående retning, med eller uden gearing og meget andet. ETF'erne er ikke noterede i Danmark men handles via udenlandske børser. Alligevel er de tilgængelige for os danskere, da de bl.a. forhandles via London og Frankfurt børsen.

Morningstar har for nyligt udgivet en artikel¹⁵, hvor de har undersøgt markedet for ETF. Konklusionen var klar. Markedet er i hastig vækst og for bl.a.

Ishares/BlackRock¹⁶, der er verdens største kapitalforvalter¹⁷ og sidder på omkring 50% af markedet for ETF i Europa, er både likviditeten/spreads (forskellen mellem køb og salg) i papirerne, bedre end sammenlignelige danske investeringsforeninger.

I de danske banker tilbydes i bedste fald certifikater eller indexfonde, der minder om ETF, men omkostningsniveauet kan stadig ikke matche ETF.

¹⁴ Michael Christensen & Frank Pedersen s. 77

¹⁵ www.morningstar.dk

¹⁶ www.ishares.com

¹⁷ www.ipe.com

Der har været en del debatter om aktive versus passive strategier i medierne, hvor især bankernes brancheforeninger hælder til de aktive.

3.2. Hvem er interessenterne

Der er mange parter der har interesser i investeringsforeningerne. I de større uafhængige afdelinger, (bl.a. Bank Invest og Spar Invest), som bankerne modtager provision fra, vil bankerne typisk søge indflydelse i bestyrelserne. I de der har samme navn som en bank, ser man sjældent repræsentanter fra samme bank. Alle investorerne (medlemmerne/ejerne) kan gøre deres stemme gældende på den årlige generalforsamling.

3.2.1. Bestyrelsen

En investeringsforening har en bestyrelse og en direktion, der skal være med til at sikre foreningens medlemmer (investorerne), de bedst mulige vilkår, både hvad angår afkast og omkostninger. De skal ligeledes sikre sig, at alle Finanstilsynets regler overholdes og lever op til de lovmæssige krav.

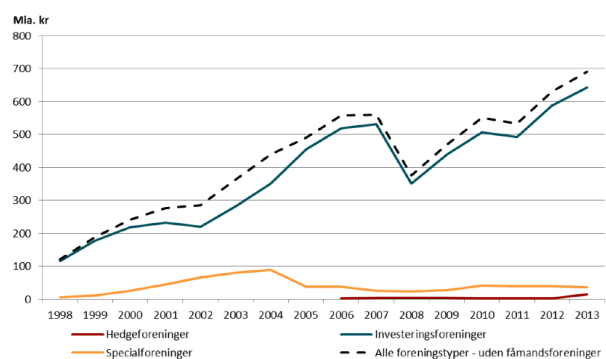
I afdelinger som Spar Invest og Bank Invest tæller bestyrelserne bl.a. Lars Møller/Spar Nord, John Fisker/Ringkjøbing Landbobank, Karen Frøsig/Sydbank, samt en række andre personer, med tilknytning til de danske banker og sparekasser.

De resterende medlemmer af bestyrelserne, er primært folk med tilknytning til den finansielle sektor - advokater og økonomer m.fl. Som fx Spar Invest der har Torben Jensen med (tidligere Nationalbankdirektør) og Uffe Ellemann Jensen i Bank Invest. Medlemmerne til bestyrelserne vælges på den årlige generalforsamling.

Bestyrelserne er også et af de områder der bliver påvirket af MIFID II.

3.2.2. Ejerne

Ejerne af investeringsforeningerne er alle investorerne/medlemmerne. Det er både privatpersoner, erhvervsvirksomheder og institutionelle investorer.



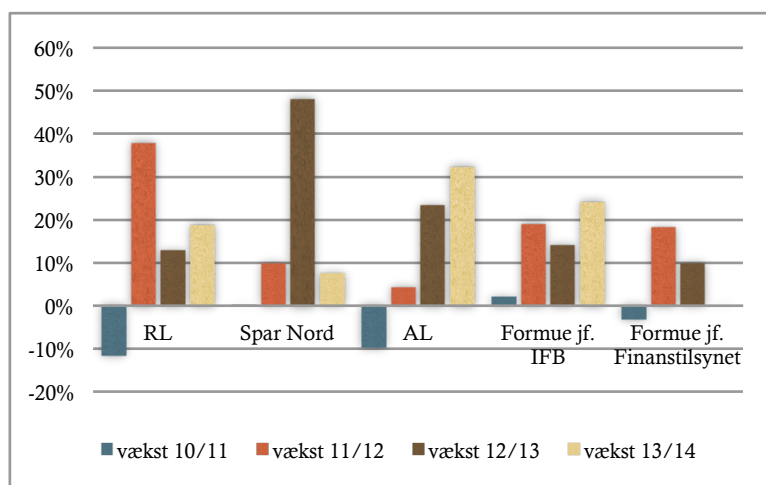
Figur 4: Illustration fra artiklen "Markedsanalyse 2013"

Analysen "Markedsudvikling 2013", udgivet af Finanstilsynet 30. september 2014¹⁸, viser at medlemmernes formuer er steget ganske pænt over de senere år. Udviklingen er illustreret i Figur 4.

Den stigende tendens betyder helt sikkert flere indtægter hos de banker der formidler investeringsforeningerne. Både i form af øget formidlingsprovision, men også de andre afledte effekter heraf, som fx kurtage, tegningsprovision m.m.

Ved at se på AL, RL og Spar Nords udvikling på Nord's udvikling på investeringsområdet, peger tendensen i samme retning, som det fremgår af Figur 5.¹⁹

Figuren viser nogle høje vækstrater for bankernes indtjening, bortset fra 2011. Både IFB og Finanstilsynet²⁰ viser lignende udvikling i medlemmernes formuer, der både tæller nye indskud og afkast.



Figur 5: Bankernes indtjeningsvækst på investeringsprodukter vs. formueudviklingen i investeringsforeningerne.

3.2.3. Rådgiver

Alle investeringsforeninger bruger en rådgivningsbank eller en rådgiver, som varetager alt analysearbejde i relation til investeringsforeningens afdelinger. For Danske Investes vedkommende er det Danske Capital, Syd Invest bruger Sydbank og Spar Invest gør det selv.

Ud over rådgivningsbanken er der typisk en Market Maker, der varetager alle handlerne på børsen. I de store investeringsforeninger, er det egen bank der agerer Market Maker, mens det fx i Spar Invest er Jyske Bank.

3.2.4. Formidlingsaftaler

Som beskrevet i afsnit 3, så er investeringsforeningerne nødt til at have en

¹⁸ www.finanstilsynet.dk

¹⁹ Figur 5 er baseret på tal fra Bilag 7, med baggrund i bankernes årsregnskaber.

²⁰ Finanstilsynet har i skrivende stund ikke opgivet tal for 2014. Derfor mangler den grønne søjle hos dem.

Oversigt over provisioner ved værdipapirhandel		
Samarbejdspartner	Tegningsprovision	Formidlingsprovision
SparInvest	0,75 % - 1,25 %	0,25 % - 0,75 %
Absalon Invest	0,30 % - 0,75 %	
Lindinger Advisor Ltd.	0,50 %	
BankInvest	0,50 % - 1,25 %	0,30 % - 1,15 %
SydInvest	0,40 % - 1,50 %	0,25 % - 0,75 %
Danske Invest	0,50 % - 0,80 %	0,15 % - 0,80 %
Maj Invest	0,75 %	0,00 % - 0,75 %
SEB	0,00 % - 1,00 %	0,10 % - 0,75 %

Figur 6: Oversigt over Arbejdernes Landsbanks provisioner

aftaler er der ingen formidlings eller tegningsprovision.

distributionskanal, for at overleve og her er størrelsen helt afgørende for succes.

Omvendt er det også vigtigt for bankerne at tegne aftaler med de

investeringsforeninger de ønsker at tilbyde deres kunder. Uden

I figur 6 fremgår de investeringsforeninger, AL har en formidlingsaftale med²¹. Alle andre investeringsforeninger, modtager de ikke provision fra.

3.3. Omkostninger

I det foregående har jeg fortalt lidt omkring de forskellige omkostninger og strukturer der kendetegner de danske investeringsforeninger.

Omkostningerne betales udelukkende af investorerne, men hvem tilfalder de? For at synliggøre dette har jeg for Syd Invest, Spar Invest og Danske Invest udarbejdet 3 diagrammer. Diagrammerne fremgår af Bilag 1,2 og 3 og viser en opsplitning af en bestemt afdelings administrationsomkostninger. Her har jeg valgt at fokusere på den afdeling der investerer i Danske Aktier, for dem alle tre.

Jeg sammenligner omkostningerne i afsnit 3.4.

3.3.1. Hvilke omkostninger er der i en investeringsforening?

Der er en række omkostninger i en investeringsforening, som typisk går under en samlet betegnelse, der kaldes for administrationsomkostninger. Når posten opsplittes, fremkommer en række omkostninger, der betales til forskellige interessenter, jf. før omtalte Bilag 1-3.

Administrationsomkostningen opgives som den årlige omkostning/årliche administrationsomkostninger i % pr. afdeling. Omkostningen er ikke at forveksle med ÅOP, som jeg vender tilbage til.

²¹ www.al-bank.dk

Spar Invest skriver i deres vedtægter²² at den årlige administrationsomkostning ikke må overstige 2%. Satsen dækker omkostninger til bestyrelse, administration, edb, revision, tilsyn (Finanstilsynet), Markedsføring, rådgivning og depotselskab m.m. Det samme gør sig gældende for Syd Invest og Danske Invest og er efter min vurdering generel praksis.

I Finanstilsynets udgivelse "Markedsudvikling 2013"²³ vises en samlet opgørelse for størstedelen af investeringsforeningerne i Danmark. Heraf fremgår, at de årlige

						Vækst p.a.	
Mio.kr.	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013	2012-2013
Resultat poster (uddrag)							
Renter og udbytter	17.844	19.513	20.626	21.630	23.055	6,6%	6,6%
Kursgevinster og tab	70.654	48.855	-23.192	51.418	20.797	-26,3%	-59,6%
Resultat før omkostninger	88.498	68.368	-2.566	73.048	43.852	-16,1%	-40,0%
Administrationsomkostninger	4.024	5.255	5.351	5.942	6.894	14,4%	16,0%
Årets resultat efter skat	84.053	62.700	-8.177	66.490	36.353	-18,9%	-45,3%
Balanceposter (uddrag)							
Obligationer	277.054	324.857	339.042	381.215	413.581	10,5%	12,4%
Kapitalandele	188.037	220.883	194.078	245.520	296.597	12,1%	26,5%
Aktiver i alt	486.668	566.490	552.592	654.136	739.882	11,0%	18,4%
Medlemmernes formue	468.607	550.880	533.487	629.581	691.271	10,2%	18,0%
Nøgletal							
Årets afkast i procent	26,04	13,70	-0,34	11,99	7,46	-	-

Figur 7: Uddrag fra Finanstilsynets Markedsudvikling 2013

administrationsomkostninger, for 2013 udgjorde 6,9 mia., jf. samt at de har været støt stigende fra 2009, jf. Figur 7.

I det følgende vil jeg gennemgå de underliggende omkostninger.

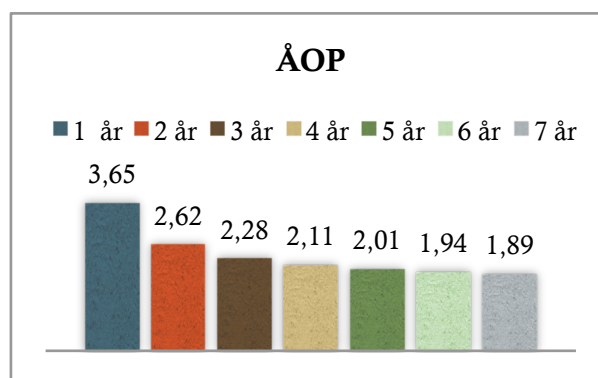
3.3.2. Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten er den samlede omkostning for en afdeling, pr. år. Den bliver beregnet på baggrund af samlede administrationsomkostninger, sat i forhold til medlemmernes formue, i den enkelte afdeling.

Her tages der ikke højde for køb og salg undervejs, men udelukkende hvad det koster for investor, at eje afdelingen 1 år.

3.3.3. ÅOP

ÅOP blev moderne for nogle år tilbage, hvor alle former for lån skulle indeholde en ÅOP, så de kunne sammenlignes. På samme vis er investeringsforeningerne også pålagt at oplyse deres ÅOP, så de er sammenlignelige.



Figur 8: Udregninger med IFB's beregner.

²² www.sparinvest.dk

²³ www.finanstilsynet.dk

De forudsætninger der stilles for ÅOP beregningen er, at investor beholder en investeringsforening i 7 år.

I Figur 8, har jeg taget udgangspunkt i Spar Invest Aktier Danmark og brugt en ÅOP beregner fra IFB.²⁴ Beregningen viser forskellen på ÅOP for investor, om han beholder foreningen i 1 eller op til 7 år.

Hvorfor man lige har valgt 7 år til beregningen og om det er det mest rigtige, må være op til den enkelte investor at vurdere.

3.3.4. Emission

Hver gang investor køber en investeringsforening, betaler han tegningsomkostninger til formidleren og handelsomkostninger/kurtage.

Handelsomkostningerne går til at dække de omkostninger der afholdes på børsen, samt en evt. profit til den handlende bank og evt. Market Maker²⁵. Kun de investeringsforeninger der ikke har samme navn som en bank, bruger en Market Maker. De store banker stiller selv priserne.

Tegningsprovisionen, er en sats der betales af investeringsforeningen til den bank, der formidler salget. Satsen er en engangsomkostning og betales kun når et papir købes - men hver gang papiret købes.

3.3.5. Indløsning

Når papiret sælges betales der indløsningsomkostninger, som består af handelsomkostninger/kurtage. På samme måde som ved emission, afhænger kurtagestørrelsen af, hvem der skal sælge papiret og om der er en Market Maker, der skal have en andel.

3.3.6. Administrationshonorar/Management fee

Alle investeringsforeninger bruger rådgivere, der kan udfærdige strategier for deres foreninger, sammensætte de rigtige produkter, undersøge markedet etc. Det typiske billede er, at investeringsforeninger som ikke har samme navn som en bank, selv har folk til det. Foreninger som Danske Invest og Syd Invest, bruger egen bank henholdsvis Danske Capital og Sydbank, hvilket også er tilfældet for de andre store banker.

²⁴ www.investering.dk

²⁵ Jyske Bank agerer fx Market Maker for Spar Invest. Hvis en anden bank køber/sælger Spar Invest beviser, afregnes der både handelsomkostninger til Jyske Bank og formidlingsbanken.

Selvom Syd Invest har Sydbank og Nordea har Nordea Markets, så vælger bankerne alligevel indimellem, at tilkøbe rådgivning på områder/regioner/brancher de ikke selv kan eller ønsker at dække. Ofte af ressourcemæssige årsager.

3.3.7. Depotgebyr

Investeringsforeningen har også en depotbank tilknyttet. Depotbanken sørger for opbevaring af foreningens værdipapirer og kontanter, stille de rigtige priser i markedet og foretager en række kontroller.

Depotbanken modtager typisk et årligt beløb plus et procentuelt tillæg af den samlede formue, for opbevaring af papirerne.

Spar Invest bruger Nykredit Bank²⁶, som for sit arbejde modtager 60.000 kr. pr. afdeling plus et særskilt vederlag i niveauet 0,005-0,25% af afdelingernes samlede formue.

Syd Invest bruger Sydbank og Danske Invest bruger Danske bank.

Omkostningsniveauet for de 2 sidstnævnte er nogenlunde lig Spar Invest, men det uddybes senere.

3.3.8. Formidlingsprovision

Formidlingsprovisionen eller formidlingshonorar, er den mest omtalte og udskældte omkostning. Dette fordi den betales af investor (via investeringsforeningen) til den formidlende bank hvert år uanset, investor modtager rådgivning eller ej.

Vi kan lege lidt med tanken om forudsætningerne for ÅOP, der siger at investor beholder en investeringsforening i 7 år. Hvis det er tilfældet, modtager han vel næppe rådgivning om det samme papir hvert år, medmindre det er fordi det skal sælges/omlægges.

Det er ligeledes denne omkostning den førnævnte arbejdsgruppe i afsnit 2.1., bl.a. er i gang med at behandle i relation til MIFID II.

Omkostningen er omgærdet med en masse hemmelighedskræmmeri, da absolut ingen banker har lyst til at oplyse de præcise beløb de modtager på denne konto.

²⁶ www.sparinvest.dk

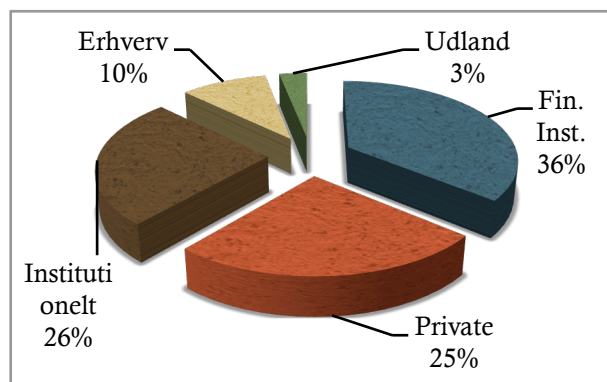
Ligeledes er der heller ingen investeringsforeninger der vil oplyse hvor meget de sender videre til den enkelte bank.

Alligevel er der lavet en række analyser, der skønsmæssigt fører os hen imod det samlede beløb der udbetales til bankerne.

Nikolaj Holdt Mikkelsen, der er chefanalytiker hos Morningstar, har i oktober 2013 udgivet en analyse²⁷, hvor hans bud fremgår.

Tallet han kommer frem til er en anelse over 3 mia. kr. årligt og er primært baseret på de fonde der henvender sig til de private investorer. Den gennemsnitlige formidlingsprovision har han beregnet til 0,58%.

Ifølge Finanstilsynets beregninger, jf. Figur 7, er medlemmernes samlede formue ultimo 2013 på 691 mia. kr. Hvis vi antager satsen er 0,58% svarer det til en



Figur 9: Investeringsforeningernes samlede formue ultimo 2013

formidlingsprovision på ca. 4 mia. kr. Beregningerne viser alle indberettede tal, hvorfor der både kan indgå tal fra de private investorers formuer og andre.

Bruger vi tallene fra IFB²⁸, der efter eget udsagn dækker alle foreninger på det danske marked ser vi, at medlemmernes formuer i 2013 var på hele 1.385 mia. kr.

Heraf fordeling jf. Figur 9, med 351 mia. kr. på de private, 134 mia. på erhverv og 43 mia. på udland. I alt 528 mia. kr. hvor hovedparten formentlig betaler formidlingsprovision.

Jeg vurderer ikke at de Finansielle og Institutionelle investorer betaler formidlingsprovision, grundet deres størrelse.

Genbruges satsen fra Morningstar analysen, svarer det til et samlet beløb på 0,58% af 528 mia. kr. svarende til lidt mere end 3 mia. kr. i 2013. Meget tæt på det tal Morningstar selv kom frem til.

²⁷ www.morningstar.dk

²⁸ www.investering.dk

3.3.10. Regneeksempel

Regneeksemplet²⁹ i Figur 10 viser, hvor meget en investor betaler for at investere 100.000 kr. i afdelingen Spar Invest Danske Aktier. Både i en købssituation, en salgssituation og i årlig omkostning, for at beholde afdelingen.

Sparinvest Danske Aktier	Handelsomk.	Market maker	Tegningsprovision	Formidlingsprov.	Depot omk.	Adm./rådgivning	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.27%	0.20%	1.25%	0	0	0	1.72%	1,720.00kr
Årlig omkostning	0	0	0	0.75%	0.09%	0.71%	1.55%	1,550.00kr
Indløsning (salg)	0.27%	0.20%	0	0	0	0	0.47%	470.00kr

Figur 10: Administrationsomkostninger for Spar Invest Danske Aktier

I købssituationen (emission), betaler investor engangsomkostninger, i form af handelsomkostninger/kurtage og Tegningsprovision til den formidlende bank. Derudover betaler han et beløb til en evt. Market Maker. Samlet 1,72%.

I salgssituationen betaler investor engangsomkostninger, i form af handelsomkostninger/kurtage og evt. et beløb til Market Maker. Samlet 0,47%.

For at eje papiret, betaler investor årligt omkostninger til Formidlingsprovision til den formidlende bank, depotomkostninger til den bank der garanterer likviditet i papiret og administrations/rådgivningsomkostninger, til den bank eller rådgiver, der rådgiver investeringsforeningen, i dette tilfælde, om Danske Aktier. Samlet 1,55%.

3.4. Sammenligning af 3 investeringsforeninger

I det efterfølgende vil jeg foretage en analyse af 3 danske investeringsforeninger, hvor jeg inddrager 4 sammenlignelige afdelinger fra dem hver.

Størrelsen på omkostningerne i de enkelte afdelinger (aktivt forvaltede), fra billigst til dyrest kan oftest kategoriseres som følgende: Danske obligationer, Udenlandske obligationer, Danske Aktier, Udenlandske aktier. Derfor har jeg valgt 1 fra hver kategori, som min erfaring siger mig, at de fleste investorer med en diversificeret portefølje, har investeret i.

Afdelingerne med de danske obligationer, er typisk stats og realkreditobligationer med mellemlang løbetid. De udenlandske obligationer er typisk statsobligationer i lande som Mexico, Indien, Rusland, Tyrkiet, Brasilien osv.

²⁹ Tal fremgår af bilag 6, baseret på Spar Invest fuldstændig prospekt.

De danske aktier er primært de største danske selskaber herhjemme (OMXC20 Cap) og de Europæiske aktier tæller typisk store europæiske selskaber.

Sammensætningen i de enkelte investeringsforeninger vil ikke være ens. I nogle af afdelingerne vil vi se, at porteføljemanageren har en meget stor spredning med mange placeringer i porteføljen og i andre vil vi se få. Generelt kan man sige, at jo færre placeringer manageren laver, desto større sandsynlighed er der for han afviger fra Benchmark (+/-).

Formålet er at finde ud af om de adskiller sig fra hinanden, hvad angår formueudvikling, omkostningsstruktur, afkast m.m.

Analysen skal danne grundlag for min vurdering af investeringsforeningernes og bankernes muligheder for indtjening efter 2017 og belyse om der er større eller mindre forskelle i de enkelte foreninger, set i forhold til andre alternativer.

Analysen omfatter investeringsforeningerne Danske Invest (Danske Bank), Syd Invest (Sydbank) og Spar Invest (Uafhængig), der jf. Figur 3 er henholdsvis den 2. 8. og 7. største investeringsforening i Danmark, målt på medlemmernes formue. I 2014 har Syd Invest og Spar Invest byttet plads rent størrelsesmæssigt.

3.4.1. Danske Invest

Danske Invest er en af Danmarks største investeringsforeninger og jf. deres hjemmeside³⁰, forvalter de mere end 600 mia. kr. fordelt på mere end 425 afdelinger. Afdelingerne tæller udover de traditionelle investeringsforeninger også en række andre som tilbydes i Danmark og i udlandet til forskellige typer af kunder. Tallet er derfor ikke det samme som angivet i Figur 3.

På Bilag 2 har jeg illustreret de forskellige strømme af omkostninger der er forbundet med Danske Invest Danmark. Under hver afdeling af Danske Invest viser jeg i det efterfølgende omkostningerne for den enkelte afdeling.

Alle tallene brugt til figurerne, fremgår af Bilag 5.

³⁰ www.danskeinvest.dk

Fælles for alle 4 afdelinger er, at såfremt Danske Bank sælger papiret til en kunde, ejer de hele værdikæden og får hele indtjeningen.

Hvis en anden bank formidler papiret til en af deres kunder, skal der være en samarbejdsaftale. Hvis der er en, får den formidlende bank både tegnings og formidlingsprovision, samt en indtjening på kurtage, de selv fastsætter. Hvis der ikke er en samarbejdsaftale, betaler kunden stadig alle omkostninger, men indtjeningen går til Danske Invest og herefter Danske Bank og/eller medlemmerne af foreningen.

Danske Invest Danmark

Afdelingen³¹ administreres af Danske Capital og er aktivt forvaltet. De 10 største investeringer pr. 28.02.2015 udgør 55,87% af den samlede portefølje og de 3 største afdelinger udgør tilsammen 24,1%, (bl.a. Danske Bank 9,%). Der er i alt 33 placeringer i afdelingen.

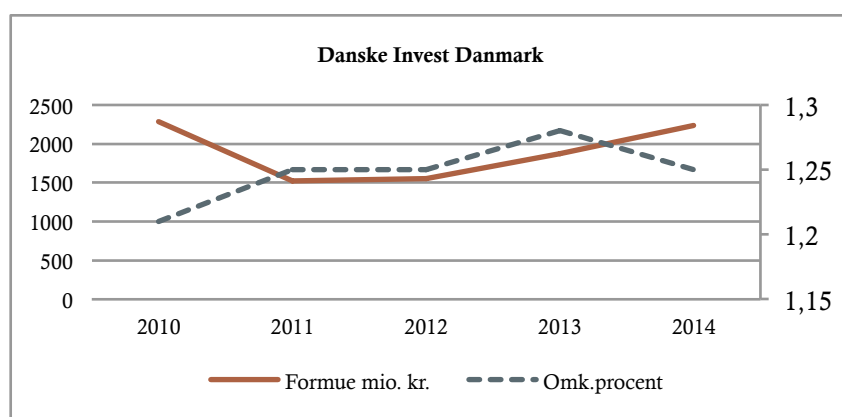
Figur 11 viser at en investor der køber for 100.000 kr. betaler, 1.450 kr. / 1,45% for at

Danske Invest Danmark	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Honorar for PF rådg.	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.20%	1.25%	0	0	0	0	1.45%	1,450.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.10%	0.45%	0.70%	0.01%	1.26%	1,259.00kr
Indløsning (salg)	0.20%	0		0	0	0	0.20%	200.00kr

Figur 11: Omkostninger i Danske Invest Danmark

gennemføre handlen (Emission). Yderligere 1.259 kr. / 1,26% årligt for at eje papiret og 200 kr. / 0,2% ved salg (Indløsning).

Afdelingens udvikling i administrationsomkostninger, set i forhold til medlemmernes



Figur 12: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

formue, fremgår af Figur 12.

Figuren viser at der langt hen af vejen er en sammenhæng mellem udviklingen i formuen og omkostningsprocenten i de fleste af årene.

³¹ www.danskeinvest.dk

Således stiger omkostningerne i 2011 hvor formuen falder og falder igen i 2014, hvor formuen stiger.

Den eneste periode hvor der er en skæv udvikling, er fra 2012 til 2013, hvor både medlemmernes formue og omkostningerne stiger.

Danske Invest Europa

Afdelingen³² administreres af Danske Capital og er aktivt forvaltet. De 10 største

Danske Invest Europa	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Honorar for PF rådg.	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.35%	1.25%	0	0	0	0	1.60%	1,600.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.14%	0.55%	0.70%	0.04%	1.43%	1,429.00kr
Indløsning (salg)	0.25%	0		0	0	0	0.25%	250.00kr

Figur 13: Omkostninger i Danske Invest Europa

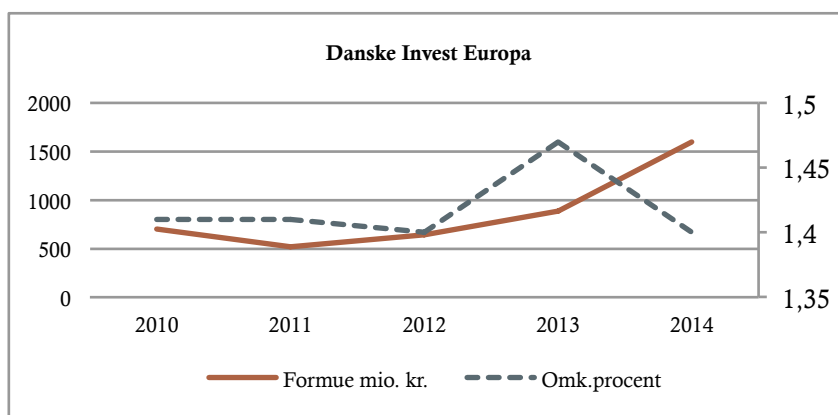
investeringer pr. 28.02.2015 udgør 28,6% af den samlede portefølje og de 3 største udgør tilsammen 9,9%. Der er i alt 56 placeringer i porteføljen.

Figur 13 viser at en investor med et indskud på 100.000 kr. betaler 1.600 kr. / 1,60 % for at købe papiret og 250 kr. / 0,25 % for at sælge det igen. For at eje papiret koster det investor 1.429 kr. / 1,43 % årligt.

Figur 14 viser, at der fra 2011-2012 og 2013-2014 har været et fald i omkostningerne hvor medlemmernes formue er vokset.

Derimod har der ingen udvikling været fra 2010-2011.

I 2012-2013 er omkostningerne steget kraftigt, samtidig med at formuen er steget kraftigt.



Figur 14: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

³² www.danskeinvest.dk

Danske Invest Dannebrog Mellemlange Obligationer

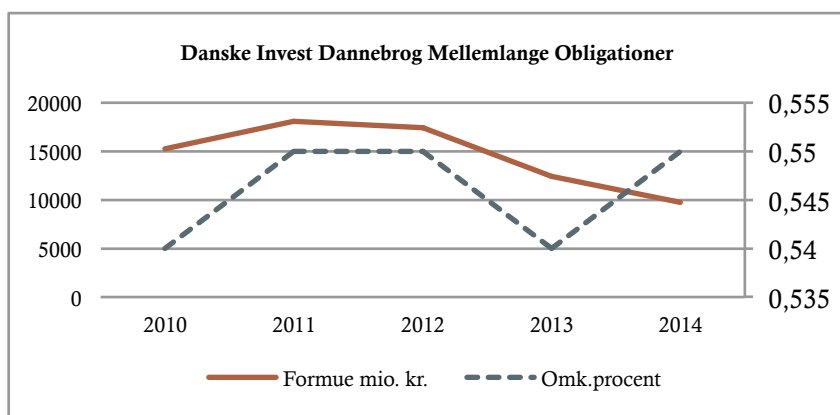
Afdelingen³³ administreres af Danske Capital og er aktivt forvaltet. De 10 største

Danske Invest Dannebrog	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Honorar for PF rådg.	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.10%	1.00%	0	0	0	0	1.10%	1,100.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.10%	0.15%	0.30%	0.01%	0.56%	561.00kr
Indløsning (salg)	0.10%	0	0	0	0	0	0.10%	100.00kr

Figur 15: Omkostninger i Danske Invest Dannebrog Mellemlange Obligationer

investeringer pr. 28.02.2015 udgør samlet 44,97% af hele porteføljen. De 3 største udgør 18,3%. Der er i alt 79 placeringer i porteføljen.

Figur 15 viser at investor med et indskud på 100.000 kr. betaler 1.100 kr. / 1,1% for at købe papiret og 100 kr. / 0.1% for at sælge det igen. Den årlige omkostning for at eje det beløber sig til 561 kr. / 0,56%.



Figur 16: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 16 viser at udviklingen i omkostningerne har ligget meget stabilt i intervallet 0,54-0,55%, hvilket godt kan undre lidt når formuens størrelse varierer en hel del. Således er medlemmernes formue

i 2011 på 15 mia. og i 2014 på knap 10 mia. Alligevel er omkostningen i samme periode den samme.

Danske Invest Nye Markeder Obligationer

Afdelingen³⁴ administreres af Danske Capital og er aktivt forvaltet. De 10 største investeringer i afdelingen udgør pr. 27.02.2015 samlet 14%, hvoraf de 3 største

Danske Invest Nye Markeder	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Honorar for PF rådg.	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.55%	1.00%	0	0	0	0	1.55%	1,550.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.14%	0.45%	0.45%	0.04%	1.08%	1,079.00kr
Indløsning (salg)	0.55%	0	0	0	0	0	0.55%	550.00kr

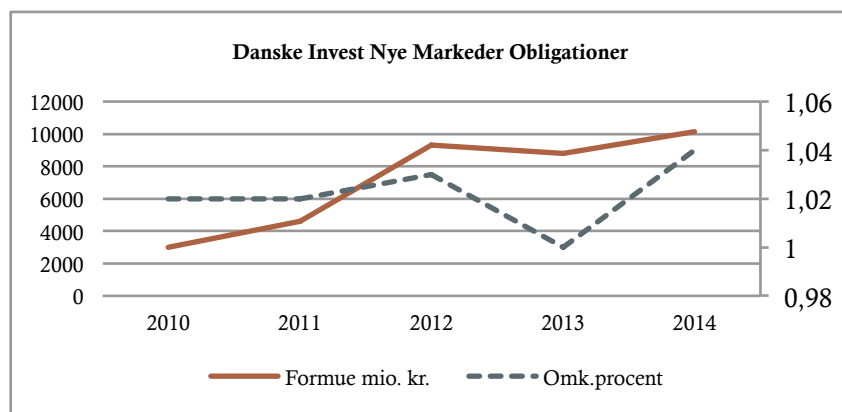
Figur 17: Omkostninger i Danske Invest Nye Markeder Obligationer

³³ www.danskeinvest.dk

³⁴ www.danskeinvest.dk

udgør 5,7%. Der er i alt 297 placeringer i porteføljen.

Figur 17 viser at investor med et indskud på 100.000 kr. betaler 1.550 kr. / 1,55% for at købe papiret, 1.079 kr. / 1,08% for at eje det og 550 kr. / 0,55% for at sælge.



Figur 18: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 18 viser, at der ingen sammenhæng er mellem størrelsen på medlemmernes formue og de omkostninger de betaler for at få den forvaltet.

Omkostningerne tager et dyk i 2013, hvor formuen også falder en

anelse, men ellers er der tale om et parløb i opadgående retning.

3.4.2. Spar Invest

Spar Invest er jf. IFB (2014) den 8. Største investeringsforening i Danmark og forvalter ultimo 2014 omkring 40 mia. i Danmark. I 2013 var de den 7. største (Figur 3).

Selv siger Spar Invest at de opererer i 15 europæiske lande og forvalter i nærheden af 73 mia. kr.

Omfanget er ca. 1/10 af Danske Banks.

På Bilag 3 har jeg illustreret de omkostninger der er forbundet med køb, salg og ejerskab af afdelingen Spar Invest Danske Aktier. Alle deres andre afdelinger har samme afregningsmetode, men med varierende satser.

Depotgebyret er anslået³⁵, da Spar Invest ikke opgiver gebyret på hver enkelt afdeling, men oplyser et interval der hedder 60.000 kr. plus 0,005 % - 0,25 % af formuen for afdelingen. Den samlede omkostning jeg opgiver, stemmer overens med den sats Spar Invest opgiver.

³⁵ www.sparinvest.dk

Spar Invest afdelingerne handles gennem landets banker og dermed er det ikke alene én bank der får hele fortjenesten.

Således er der både faste indtægter til Jyske Bank for at agere Market Maker og til Nykredit for at være depotbank. Tegnings og formidlingsprovisionen tilfalder de banker der formidler salget, såfremt der forelægger en samarbejdsaftale. Hvis der ikke eksisterer en samarbejdsaftale, trækkes omkostningerne stadig fra kunden og fordeles herefter til de eksisterende samarbejdspartnere.

I det efterfølgende vil jeg gennemgå 4 afdelinger, der har samme profil som de 4 vi har gennemgået hos Danske Invest.

Alle tallene fremgår af Bilag 6.

Spar Invest Danske Aktier

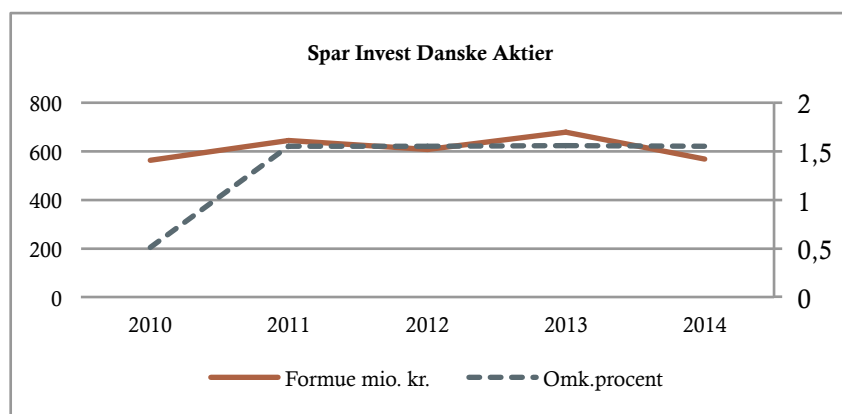
Afdelingen³⁶ administreres af ID Spar Invest og den er aktivt forvaltet. Pr. 31.01.2015

Sparinvest Danske Aktier	Handelsomk.	Market maker	Tegningsprovision	Formidlingsprov.	Depot omk.	Adm./rådgivning	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.27%	0.20%	1.25%	0	0	0	1.72%	1,720.00kr
Årlig omkostning	0	0	0	0.75%	0.09%	0.71%	1.55%	1,550.00kr
Indløsning (salg)	0.27%	0.20%	0	0	0	0	0.47%	470.00kr

Figur 19: Omkostninger i Spar Invest Danske Aktier

udgør de 10 største investeringer samlet 48,3% af porteføljen. De 3 største udgør 20,9%, (heraf Danske Bank med 9,63%). Der er samlet 58 placeringer i porteføljen.

Figur 19 viser at investor ved køb for 100.000 kr. betaler 1.720 kr. / 1,72% for at købe papiret og 470 kr. / 0,47% for at sælge papiret. Derudover betales der årligt 1.550 kr. / 1,55% for at beholde papiret.



Figur 20: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 20 viser at omkostningerne ligger fladt fra 2011-2014 og det gør medlemmernes formue stort set også. Dermed er der ingen tydelige tendenser der peger på hverken fordele eller ulemper

³⁶ customer.morningstareurope.com

med medlemmernes formue i forhold til omkostningerne.

Fra 2010-2011 derimod sker der en tredobling af omkostningerne. Spar Invest skriver ikke den direkte årsag, men før 2010 eksisterer der ikke en afdeling i Spar Invest der hedder Danske Aktier. Den er derimod et resultat af et opkøb af Egn's Invest Danmark og Egn's Invest Norden, der fusioneres og omdannes til Spar Invest Danmark³⁷.

Jeg vurderer at det store spring fra 2010-2011 skyldes opgørelsesmetoden i overgangsperioden, nærmere end et lavere omkostningsniveau. Dette fordi de artikler jeg har kunnet støve op om Egn's Invest i den periode, entydigt peger på, at de også udbetalte formidlingsprovision til deres samarbejdspartnere.

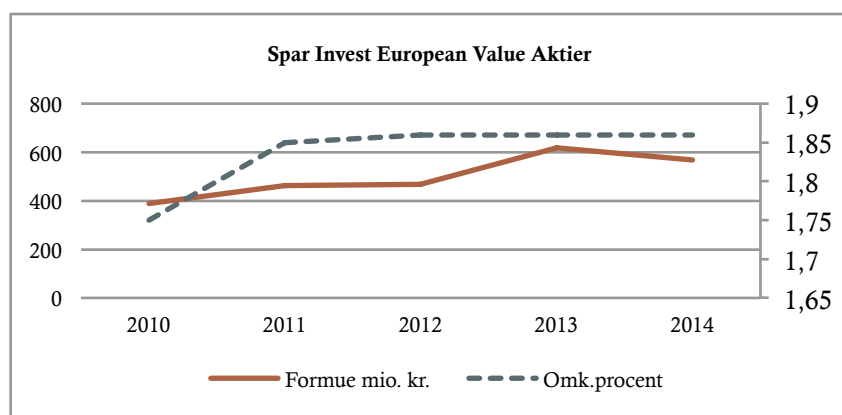
Spar Invest European Value

Afdelingen³⁸ forvaltes af Spar Invest S.A. og er aktivt forvaltet. Pr. 28.02.2015 udgør

Sparinvest Europa Value	Handelsomk.	Market maker	Tegningsprovision	Formidlingsprov.	Depot omk.	Adm./rådgivning	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.28%	0.20%	1.25%	0	0	0	1.73%	1,730.00kr
Årlig omkostning	0	0	0	0.75%	0.22%	0.77%	1.74%	1,740.00kr
Indløsning (salg)	0.28%	0.20%	0	0	0	0	0.48%	480.00kr

Figur 21: Omkostninger i Spar Invest European Value

de 10 største investeringer samlet 22.17% af porteføljen. Heraf udgør de 3 største 11,1%. Der er i alt 51 placeringer i porteføljen.



Figur 22: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 21 viser at investor ved køb for 100.000 kr. betaler 1.730 kr. / 1,73% for at købe papiret og 480 kr. / 0.48% for at sælge det igen. Derudover over koster det årligt 1.740 kr. / 1,74% at eje det.

Figur 22 viser at der for

denne afdeling ingen synergieffekter er, mellem formuens størrelse og omkostningsniveauet.

³⁷ www.sparinvest.dk

³⁸ customer.morningstareurope.com

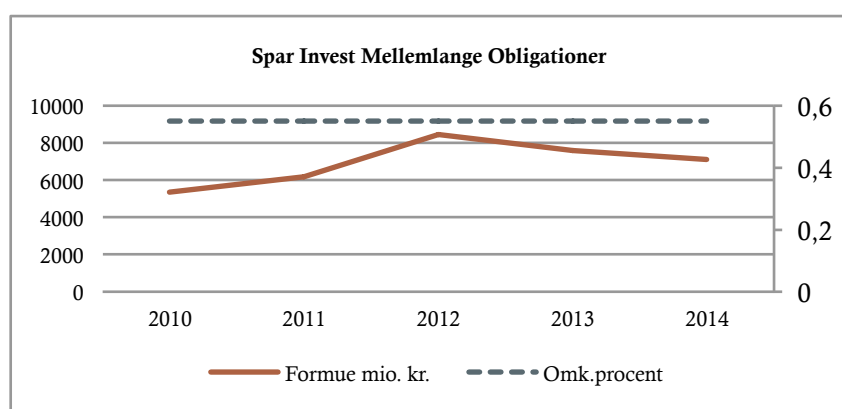
Omkostningerne er svagt stigende over hele perioden og det er medlemmernes formue også.

Spar Invest Mellemlange Obligationer

Sparinvest ml.lang. obl.	Handelsomk.	Market maker	Tegningsprovision	Formidlingsprov.	Depot omk.	Adm./rådgivning	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.10%	0.05%	0.75%	0	0	0	0.90%	900.00kr
Årlig omkostning	0	0	0	0.40%	0.01%	0.18%	0.59%	589.00kr
Indløsning (salg)	0.10%	0.05%	0	0	0	0	0.15%	150.00kr

Figur 23: Omkostninger i Spar Invest Mellemlange Obligationer

Afdelingen³⁹ forvaltes af ID Sparinvest og er aktivt forvaltet. Pr. 28.02.2015 udgør de 10 største investeringer 37,26% af afdelingen. De 3 største udgør 19,4%. Der er 147 placeringer i afdelingen.



Figur 24: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 23 viser at investor ved køb for 100.000 kr. i afdelingen, betaler 900 kr. / 0,9% for at købe papiret, 150 kr. / 0,15% for at sælge det og årligt 589 kr. / 0,59% for at beholde det.

Figur 24 viser at omkostningsprocenten er fuldstændig statisk i hele perioden 2010-2014, trods medlemmernes formue er 63% større i 2012 end den er i 2010. Retfærdigvis skal det også nævnes at omkostningerne ikke stiger i 2013 og 2014, selvom medlemmernes formue falder.

Spar Invest Nye Obligationsmarkeder

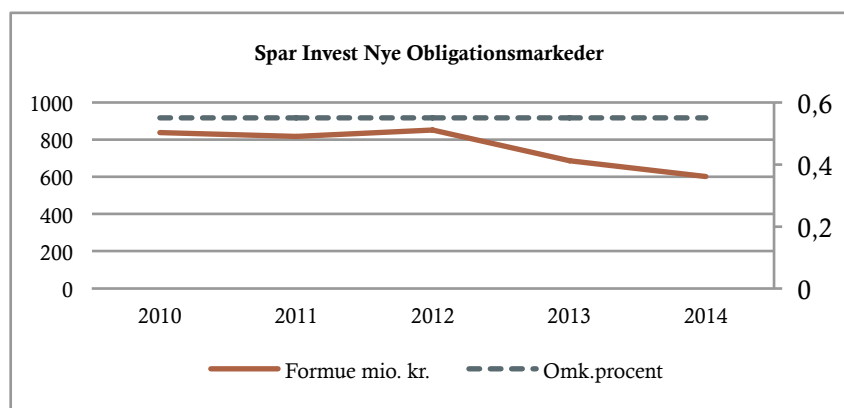
Spar Invest nye obl. mark.	Handelsomk.	Market maker	Tegningsprovision	Formidlingsprov.	Depot omk.	Adm./rådgivning	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.53%	0.05%	1.00%	0	0	0	1.58%	1,580.00kr
Årlig omkostning	0	0	0	0.70%	0.02%	0.66%	1.38%	1,380.00kr
Indløsning (salg)	0.53%	0.05%	0	0	0	0	0.58%	580.00kr

Figur 25: Omkostninger i Spar Invest Nye Obligationsmarkeder

Afdelingen⁴⁰ forvaltes af ID Sparinvest og er en aktiv forvaltet afdeling. Pr. 28.02.2015 udgør de 10 største investeringer 28,5% af afdelingen. De 3 største udgør 12,68%. Der er 104 placeringer i afdelingen.

³⁹ customer.morningstareurope.com

Figur 25 viser at investor der ønsker at investere for 100.000 kr., betaler 1.580 kr. / 1,58% for at købe, 580 kr. / 0,58% for at sælge papiret og årligt 1.380 kr. / 1,38% for at eje papiret.



Figur 26: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 26 viser at omkostningerne i denne afdeling er helt statiske igennem alle 5 år.

Formuen udvikler sig ikke synderligt fra 2010-2012, men fra 2012-2014 er der et pænt fald på omkring 25%. Det virker ikke som om

administrationsomkostningerne i denne afdeling tager højde for formuens udvikling.

3.4.3. Syd Invest

Syd Invest er jf. Figur 3 fra IFB, den 7. Største investeringsforening her i Danmark. IFB skriver at Syd Invest ultimo 2014 administrerede en formue på omkring 46 mia. kr. svarende til godt en tiendedel af Danske Invest. Ca. samme tal som Syd Invest oplyser.

I en artikel i Finanswatch⁴¹ for nyligt, hvor Sydbank udtaler sig om formidlingsprovisionen i relation til MIFID II, skrives der at godt 1/3 del af den formue der administreres i Syd Invest er fra kunder i andre banker end Sydbank.

På Bilag 1 har jeg illustreret omkostningerne i Syd Invest Danmark, der viser afdelingens omkostninger.

Syd Invest har lige som Danske Invest, fået skabt en værdikæde, hvor hovedparten af indtjeningen tilfalder moderselskabet (Sydbank), da Sydbank agerer både depotbank, Market Maker og rådgiver.

⁴⁰ customer.morningstareurope.com

⁴¹ finanswatch.dk

Sydbank/Syd Invest har tilkøbt sig rådgivning på Emerging Markets området fra selskabet EM Quest Capital LLP, men opgiver ikke hvor stor en del af rådgivningshonoraret der tilfalder dem.

Alle tallene brugt i de efterfølgende figurer, fremgår af Bilag 4.

Syd Invest Danmark

Afdelingen⁴² administreres af Syd Invest og er aktivt forvaltet. Pr. 28.02.2015 udgør

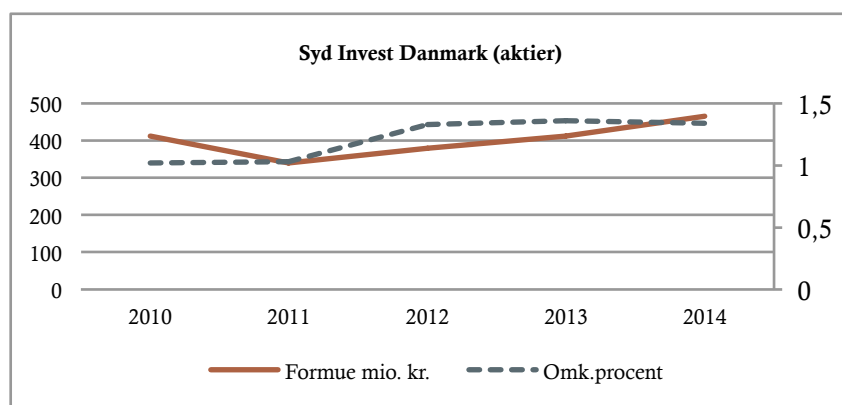
Syd Invest Danmark	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Rådgivningshonorar	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.22%	1.25%	0	0	0	0	1.47%	1,470.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.24%	0.35%	0.75%	0.02%	1.36%	1,360.00kr
Indløsning (salg)	0.22%	0		0	0	0	0.22%	220.00kr

Figur 27: Omkostninger i Syd Invest Danmark Aktier

de 10 største investeringer 55,9% af porteføljen. De 3 største udgør samlet 26,62% (Danske Bank 9,36%). Der er 43 placeringer i porteføljen.

Figur 27 viser, at investor ved køb for 100.000 kr. betaler 1.470 kr. / 1,47% for at købe og 220 kr. / 0,22% for at sælge papiret.

For at eje det, betaler investor årligt 1.360 kr. / 1,36%.



Figur 28: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 28 viser at der ingen direkte sammenhæng er mellem omkostningsprocenten og medlemmernes formue. Det bliver ikke billigere at drive afdelingen, selvom

formuen øges.

Derimod stiger omkostningerne i perioden 2011-2012, samtidig med formuen stiger.

Fra 2012-2014 hvor formuen fortsætter med at stige, ligger omkostningerne fladt.

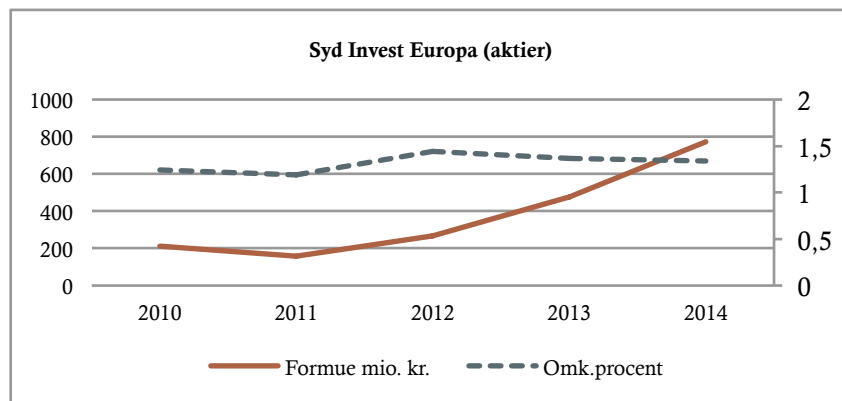
Syd Invest Europa

Syd Invest Europa	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Rådgivningshonorar	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.40%	1.25%	0	0	0	0	1.65%	1,650.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.23%	0.35%	0.75%	0.04%	1.37%	1,370.00kr
Indløsning (salg)	0.25%	0		0	0	0	0.25%	250.00kr

Figur 29: Omkostninger i Syd Invest Europa Aktier

⁴² www.morningstar.dk

Afdelingen⁴³ administreres af Syd Invest og er aktivt forvaltet. Pr. 28.02.2015, udgør de 10 største investeringer 11,27% af den samlede portefølje. De 3 største udgør 3,57%. Der er 100 placeringer i porteføljen.



Figur 30: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 29 viser, at investor med en investering på 100.000 kr. betaler 1.650 kr. / 1,65% for at købe og 250 kr. / 0,25% for at sælge afdelingen. For at eje den betaler han årligt 1.370 kr. / 1,37%.

Figur 30 viser at afdelingens omkostninger følger samme trend som medlemmernes formue fra 2010-2012. Herefter er der et minimalt fald i omkostningerne og en eksplosiv stigning i medlemmernes formue. Omkostningsprocenten falder fra 1,44% i 2012 til 1,34% i 2014 (ca. 7%). Medlemmernes formue stiger i samme periode fra 268 mia. kr. til 772 mia. kr. (188%). En hurtig omregning fra procent til kr. viser, at administrationsomkostningerne i kr. stiger fra 3,9 mia. i 2012 til 10,3 mia. i 2014 (164%). Der er altså heller ikke her tale om stordriftsfordele for investorerne.

Syd Invest Dannebrog Obligationer

Afdelingen⁴⁴ administreres af Syd Invest og er aktivt forvaltet. Pr. 28.02.2015 udgør

Syd Invest Dannebrog obl	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Rådgivningshonorar	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.10%	0.40%	0	0	0	0	0.50%	500.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.18%	0.10%	0.25%	0.01%	0.54%	540.00kr
Indløsning (salg)	0.10%	0		0	0	0	0.10%	100.00kr

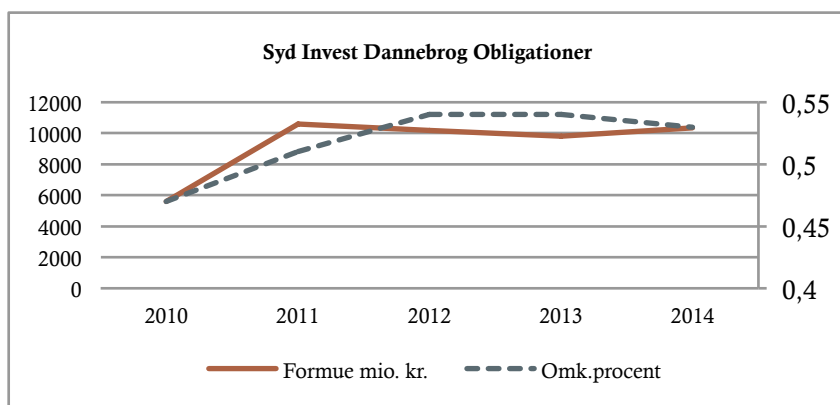
Figur 31: Omkostninger i Syd Invest Dannebrog Obligationer

de 10 største investeringer i afdelingen 39%. De 3 største udgør 18,78%. Der er 162 placeringer i porteføljen.

Figur 31 viser at investor ved køb for 100.000 kr. i afdelingen betaler 500 kr. / 0,50% for købet og 100 kr. / 0,1% for salget. Det koster ham 540 kr. / 0,54% årligt for at eje den.

⁴³ www.morningstar.dk

⁴⁴ www.morningstar.dk



Figur 32: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

Figur 32 viser at omkostningerne er fulgt med formueudviklingen op fra 2010 til 2011 og fortsat med at stige frem til 2012, hvorefter de har ligget fladt.

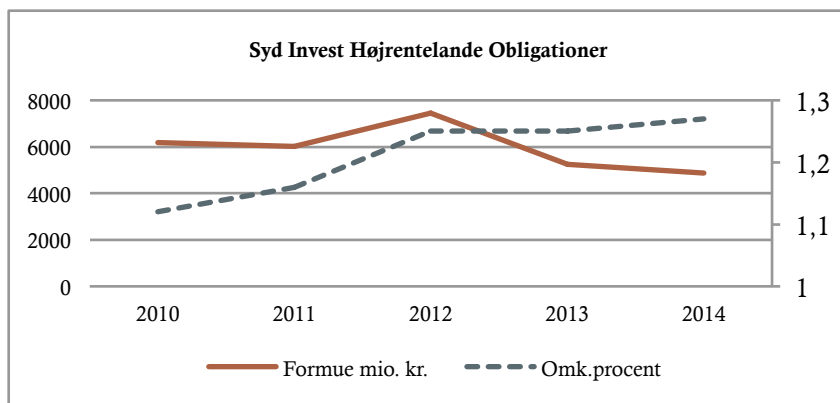
I perioden 2012-2014 er udviklingen både hvad angår medlemmernes formue og omkostningsprocenten forholdsvis flad. Heller ikke her er der tegn på en øget formue fører til færre omkostninger.

Syd Invest Højrentelände Obligationer

Syd Invest Højrentelände	Handelsomk.	Tegningsprovision	Adm. honorar	Rådgivningshonorar	Formidlingsprov.	Depot omk.	Samlet	Af 100.000 kr
Emission (køb)	0.65%	1.00%	0	0	0	0	1.65%	1.650.00kr
Årlig omkostning	0	0	0.16%	0.40%	0.65%	0.04%	1.25%	1.250.00kr
Indløsning (salg)	0.65%	0		0	0	0	0.65%	650.00kr

Figur 33: Omkostninger i Syd Invest Højrentelände Obligationer

Afdelingen⁴⁵ administreres af Syd Invest og er aktivt forvaltet. Pr. 28.02.2015 udgør de 10 største investeringer i porteføljen 28,26%. De 3 største udgør 11,65%. Der er i alt 112 placeringer i afdelingen.



Figur 34: Udvikling i Adm. omkostninger og Medlemmernes formue

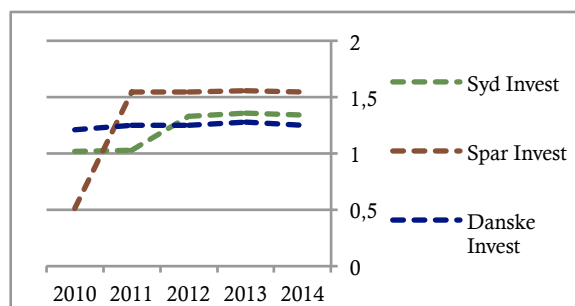
Figur 33 viser at investor ved køb for 100.000 kr. betaler 1.650 kr. / 1,65% for at købe, 650 kr. / 0,65% for at sælge og årligt 1.250 kr. / 1,25% for at eje papiret.

Figur 34 viser at omkostningerne er støt stigende i hele perioden. Fra 2010-2012 er der en generel stigning i både medlemmernes formue og

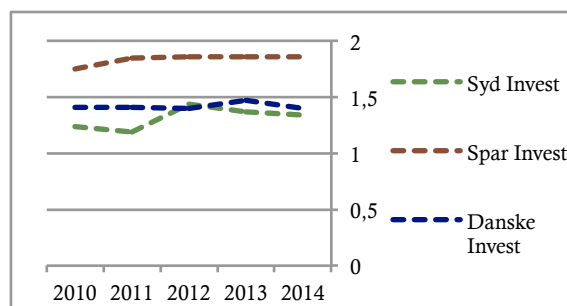
⁴⁵ www.morningstar.dk

administrationsomkostningerne. Fra 2012-2014 falder medlemmernes formue og administrationsomkostningerne stiger en anelse.

3.4.4. Sammenligning af administrationsomkostninger

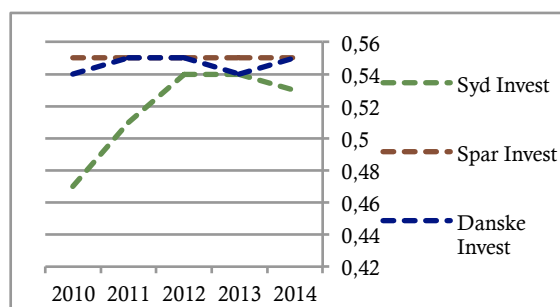


Figur 36: Adm. omkost. på danske aktier

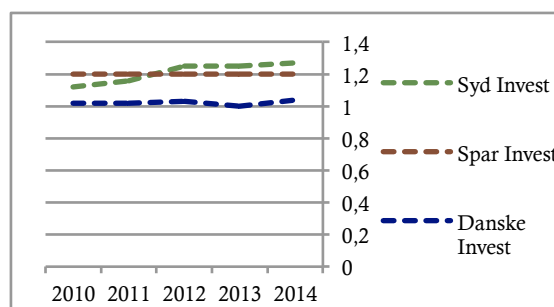


Figur 35: Adm. omkost. på europæiske aktier

På Figur 35-38, ses administrationsomkostningerne på de 4 afdelinger for de 3 investeringsforeninger. Alle tallene fremgår af Bilag 4-6.



Figur 38: Adm. omkost. på danske obligationer



Figur 37: Adm. omk. på Højrentelande obl.

På aktieafdelingerne, tegner der sig et billede af, at Syd Invest og Danske Invest afdelingerne koster nogenlunde det samme at administrere, mens Spar Invest, ligger et pænt stykke over.

På obligationssiden er billedet ikke helt det samme. Her er Syd Invest billigst på de danske obligationer og fra 2012 dyrest på højrentelande obligationerne. Spar Invest ligger generelt i den høje ende og Danske Invest ligger i midten på de danske obligationer og i bunden på de udenlandske.

Overordnet set er Spar Invest den investeringsforening der ud fra de 4 analyserede afdelinger, har den højeste omkostningsprocent. Samtidig kan vi ud fra analysen i afsnit 3.4.2. slå fast, at den højere omkostningsprocent ikke generelt er isoleret til en

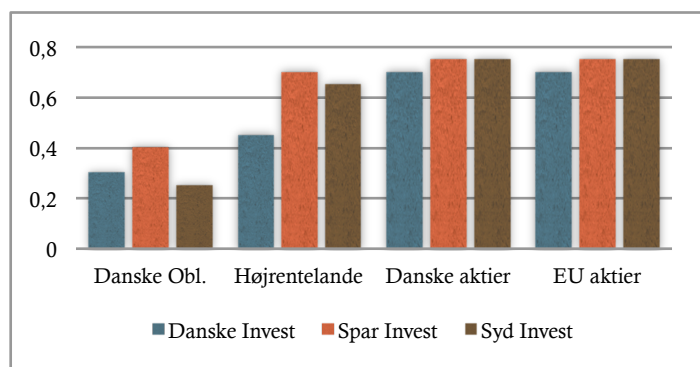
bestemt periode i tiden 2010-2014. Derudover spiller udviklingen i medlemmernes formue heller ikke nogen væsentlig rolle.

3.4.5. Sammenligning af formidlingsprovision

For at blive lidt klogere på, hvorfor Spar Invest er så meget dyrere at administrere end de andre to, vil jeg se nærmere på de enkelte investeringsforeningers formidlingsprovisioner.

De tre selskaber opgiver kun formidlingsprovisionen for indeværende år og jeg vil derfor kun sammenligne den formidlingsprovision der er aktuel i 2015.

Alle tallene fremgår af Bilag 4-6.



Figur 39: Aktuel formidlingsprovision

Som det ses på Figur 39 er det igen meget iøjnefaldende at Spar Invest ligger i toppen på samtlige 4 afdelinger.

På danske og europæiske aktier, deler de pladsen med Syd Invest. Danske Invest er billigst på samtlige afdelinger undtagen de

danske obligationer, hvor Syd Invest er billigst.

Formidlingsprovisionen er derfor med til at trække administrationsomkostningerne med op for Spar Invest.

3.4.6. Afkast

Nu hvor vi kender omkostningsniveauet på de 4 afdelinger under de 3 investeringsforeninger, vil jeg analysere om der er en sammenhæng mellem omkostningerne og de afkast de har leveret over en 5 årig periode annualiseret (omregnet til år). Samtidig vil jeg sidestille afdelingerne med et relevant Benchmark, for at vurdere om afkastet kan retfærdiggøre omkostningerne.

Hos Danske Invest er det opgjorte afkast vist som afkast indeholdt udbytte, fratrasket løbende administrationsomkostninger. Indtrædelse og udtrædelsesomkostninger er ikke fratrasket afkastet, som det fremgår af Central Investorinformation⁴⁶.

⁴⁶ www.danskeinvest.dk

Både Syd Invest⁴⁷ og Spar Invest⁴⁸ opgør afkastet som: afkast indeholdt udbytte, fratrullet alle omkostninger.

På baggrund af ovenstående, har jeg forudsat at der kun er indregnet omkostninger for indtrædelse og udtrædelse én gang og derfor tillagt Danske Invest afdelingerne, deres indtrædelses og udtrædelsesomkostninger (emission og indløsning), så tallene er sammenlignelige.

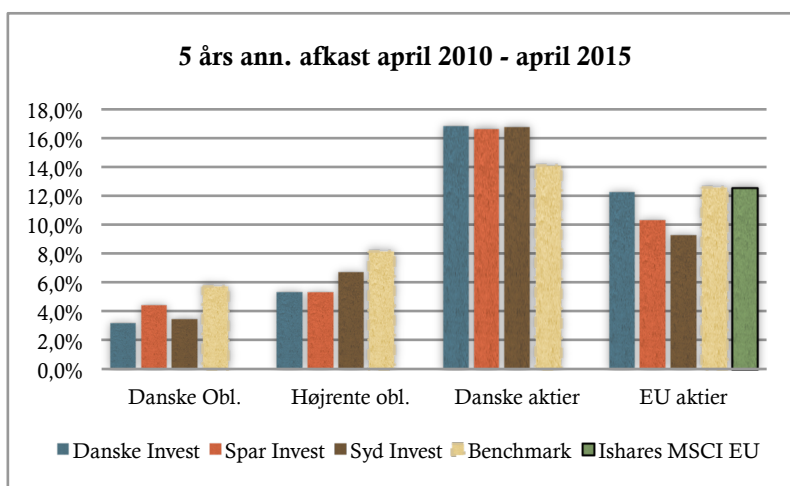
Der bruges 4 Benchmark til afdelingerne, som alle anvendes på Morningstars opgørelser. Herunder:

- Citi Danish GBI 3-5 Yr DKK til de danske mellemlange obligationer
- JPM EMBI Global hedged EUR TR til de udenlandske obligationer
- MSCI Denmark til de danske aktier og
- MSCI Europe Value til de europæiske aktier.

Yderligere har jeg medtaget en afdeling fra iShares/BlackRock, der hedder iShares MSCI Europe UCITS ETF⁴⁹ og følger ovenstående europæiske indeks, som vi benchmarker op imod. Det har ikke været muligt at finde afdelinger der matcher de 3 andre.

iShares MSCI Europas 5 årlige afkast er beregnet ud fra afkast fratrullet løbende omkostninger, som de oplyser til 0,33%.⁵⁰ De opkræver ikke indtrædelses eller udtrædelsesomkostninger.

Handelsomkostningerne



Figur 40: 5 års årligt afkast (omregnet), sammenlignet m. Benchmark

⁴⁷ www.morningstar.dk

⁴⁸ doc.morningstar.com

⁴⁹ www.ishares.com

⁵⁰ www.ishares.com

afhænger af udsteder, som kunne være DeGiro, der tager 0,02%⁵¹ eller Nordnet, hvor den højeste pris er 0,10% til 0,15%⁵².

Jeg har fratrullet den lavest mulige sats, som er $2 \times 0,02\%$, fra det afkast iShares oplyser.

I Figur 40 ses, at det alene er de danske aktier, der drager fordel af at være aktivt forvaltede. I de tre andre tilfælde, er samtlige investeringsforeninger dårligere end det Benchmark de måles op imod. På de europæiske aktier kan vi se, at det bedste valg, havde været en ETF fra iShare. Den har leveret et årligt afkast på 12,5% mod Benchmark på 12,6%.

Den der kommer tættest herpå, er Danske Invest med 12,2%.

Sammenholder vi afkastet med administrationsomkostningerne, kan vi jf. Figur 35-38 konstatere, at Spar Invest Mellemlange obligationer giver det højeste afkast, på trods af de har de højeste omkostninger.

På Højrentelande obligationer, er det Syd Invest der har de højeste omkostninger, men de leverer samtidig også det bedste afkast.

På de danske aktier er det Danske Invest der er både billigst og bedst, hvor Spar Invest er dyrest og ligger lige en spids efter.

På de europæiske aktier er Spar Invest klart dyrest og placerer sig i midten med hensyn til afkast. Syd Invest og Danske Invest koster nogenlunde det samme, men sidstnævnte giver det højeste afkast.

Der er helt sikkert forskel på strategien i de enkelte selskaber og koncentrationen af deres placeringer samt de enkelte valg i porteføljerne spiller en stor rolle på deres resultater. Det ses også på antal placeringer og deres størrelse. Her fylder de 10 største investeringer i porteføljerne for danske aktier mellem 48-56%, europæiske 11-29%, danske obligationer 18-44% og højrentelande obligationer 12-28%.

⁵¹ www.degiro.dk

⁵² www.nordnet.dk

3.4.7. Opsummering

I afsnit 3.4. har jeg sammenlignet de 4 forskellige afdelinger, fra hver 3 forskellige investeringsforeninger og er kommet frem til, at der ikke er nogen tegn på stordriftsfordele for investor. Derimod tyder meget på at stordriftsfordelene er en meget god forretning for investeringsforeningerne og dermed bankerne.

Det virker også til at det er lidt sværere at være investeringsforening, når man ikke har sin egen bank. Analysen af de tre selskaber viser, at Spar Invest generelt har et højere omkostningsniveau end de to andre, hvilket afspejler sig i både emission, indløsnings og administrationsomkostninger.

Såfremt formidlingsprovisionen helt bortfalder, vil Spar Invest i højere grad være afhængig af, at slå Benchmark end de to andre. Dette fordi det økonomiske incitament for bankerne, i at vælge Spar Invest, bliver mindre.

Der er ikke noget der entydigt peger på, at omkostningsniveauets størrelse i de forskellige afdelinger spiller nogen umiddelbar rolle, når afkastet sammenlignes indbyrdes. Et argument kunne være at en mere aktiv portefølje krævede flere ressourcer, men det er ikke tilfældet her.

Derimod står det meget klart, at afdelingerne har svært ved at slå Benchmark. Her er det kun 1 ud af 4 (3 ud af 12) afdelinger der klarer det og det er tilmed den, hvor forvalterne har en hjemmebane fordel (danske aktier).

4. Bankernes indtjening

Bankerne tjener godt på formidling af investeringsprodukter og et fuldstændigt forbud mod formidlingsprovisionen, der er en væsentlig del af den indtjening, vil forringe deres bundlinje i nogen grad.

Som jeg viste i afsnit 3.3.8. er formidlingsprovisionen i 2013 i en størrelsesorden af 3 mia. kr. Penge der fordeles rundt til de enkelte banker.

Hvilke banker der tjener hvor meget kan være svært at gennemskue.

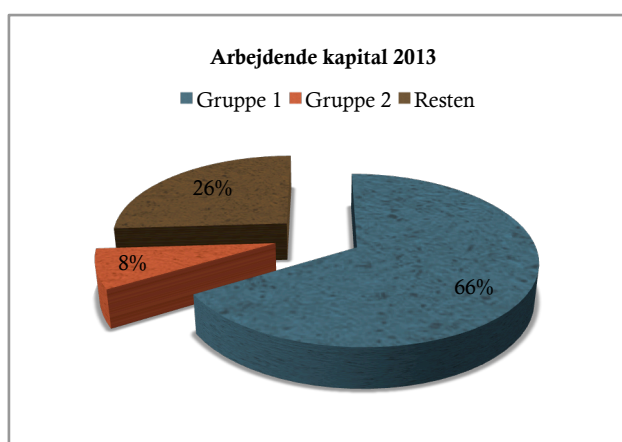
Hvor meget deres bundlinje, samt andre nøgletal forringes, vil jeg analysere mig frem til i det efterfølgende.

4.1. Sektoren i tal

For at få en indikation af, hvad de enkelte banker tjener på at formidle investeringsforeninger, vil jeg se på deres naturlige⁵³ andel af bankmarkedet målt i arbejdende kapital, sideholdt med deres gebyrindtægter på værdipapirområdet. Derudover vil jeg forholde mig til om Private Banking og formuepleje er en af deres mærkesager eller noget der ikke fokuseres synderligt på.

Ser vi på sektoren som helhed, har Finansrådet⁵⁴ på deres hjemmeside opgivet tal for 2013, der viser hvor store de enkelte banker er, målt på arbejdende kapital. Bankerne er opdelt i grupperne 1-4.

De banker jeg analyserer tilhører gruppe 2, der jf. Figur 41, har en samlet andel på ca. 8% (7,57%).

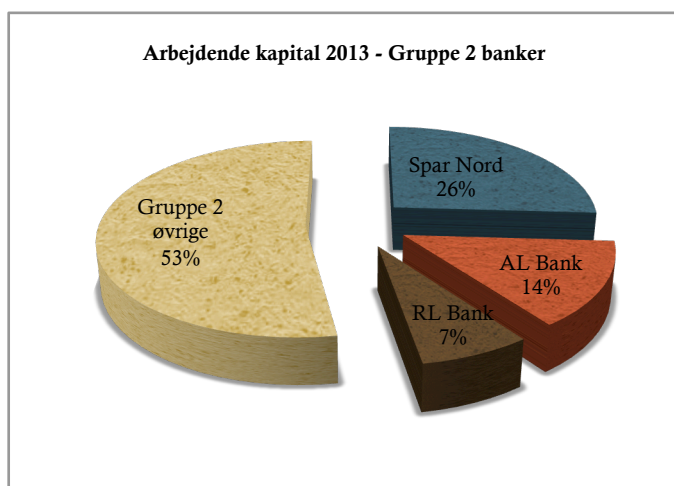


Figur 41: Andel af den totale arbejdende kapital

⁵³ Den andel de bør få af den samlede formidlingsprovision på 3 mia. (2013) jf. Morningstar og egen beregning, set ift. deres størrelse, målt i arbejdende kapital.

⁵⁴ www.finansraadet.dk

Gruppe 2 bankerne har jeg omregnet til 100%, for at vise fordelingen, jf. Figur 42.



Figur 42: Arbejdende kapital Gruppe 2 banker

Isoleret set ud fra Figur 42, må det antages at Spar Nord Bank som den største bank, tjener flest penge på investeringsområdet, efterfulgt af AL Bank og herefter RL Bank.

Ser vi på Spar Nords hjemmeside fremgår det at de får provision fra 8 forskellige investeringsforeninger, heriblandt også de største⁵⁵.

På AL Banks hjemmeside⁵⁶ fremgår det at de ligeledes får provision fra 8 forskellige investeringsforeninger. Heriblandt Danske Invest som den største.

RL's hjemmeside⁵⁷ viser at de har været lidt bedre til at lave samarbejdsaftaler end de to andre og har således formidlingsaftaler med 15 investeringsforeninger, heriblandt også de største.

Under afsnit 3.3.8. Figur 9, fremgik det at investorenes formue fordelt på Privat og Erhverv, samlet androg 35% i 2013 af den samlede formue der er under forvaltning i investeringsforeningerne. Den samlede formue var i 2013 på 1.385 mia. kr. og 35% heraf er rundt regnet 485 mia. kr.

Desuden kom vi frem til at den samlede formidlingsprovision udbetalt i 2013 var på ca. 3 mia. kr.

Det er ikke til at vide hvor mange banker der modtager formidlingsprovision og i hvor stort et omfang. Men jeg vil vurdere at hovedparten af provisionen tilfalder gruppe 1 og 2 banker, hvor de som minimum får deres naturlige andel af det samlede beløb.

De 3 banker har en arbejdende kapital, der ud af samtlige banker udgør henholdsvis 1,96% for Spar Nord, 1,06% for AL og 0,56% for RL. Ud fra de tal, bør den naturlige

⁵⁵ www.sparnord.dk

⁵⁶ www.al-bank.dk

⁵⁷ alm.landbobanken.dk

andel være henholdsvis 59 mio. kr. for Spar Nord, 32 mio. kr. for AL og 17 mio. kr. for RL.

Ser vi på deres regnskaber i Bilag 7 for 2013 fremgår det, at Spar Nord har en samlet indtjening på 138 mio. kr., AL 78 mio.kr. og RL 107 mio. kr. på den del af investeringsområdet der omfatter formuepleje, værdipapirhandel og depoter. Den samlede indtjening tæller både formidlings og tegningsprovision, kurtage m.m. Kapitalforvaltning, Markets og valuta er ikke medregnet.

I Nordea havde jeg en indtjening på mine Private Banking kunder på omkring 1,75% (opgjort som 175 basispunkter), hvilket var over middel og krævede løbende omlægninger i porteføljen. I Nordeas fondsadministration og hos de mere formuende kunder var indtjeningen tættere på 1%. Derfor vil antage jeg at gennemsnitsindtjeningen hos de 3 banker ligger i spændet 1,1% - 1,5%. Hvis formidlingsprovisionen udgør 0,58%, jf. førortalte analyse i Morningstar, vil alt i spændet 0,58% til 1,5% ikke være formidlingsprovision, dvs. Emissions, indløsningsomkostninger og resterende administrationsomkostninger.

Herefter forudsætter jeg at RL tjener 1,5% på deres kunder, da de om nogen har slået sig op på at lave gode forretninger, samt har satset massivt på Private Banking, herunder afdelinger i Holte og Århus, som ligger langt fra deres base. RL har også flest formidlingsaftaler med investeringsforeningerne.

Spar Nord forudsætter jeg tjener omkring 1,4% på deres investeringskunder og AL tjener 1,2%. Det gør jeg fordi jeg vurderer AL som værende den mindst aktive inden for investeringsområdet.

Spar Nord er den største bank i Gruppe 2, men efter min vurdering ikke lige så stærk som RL på området.

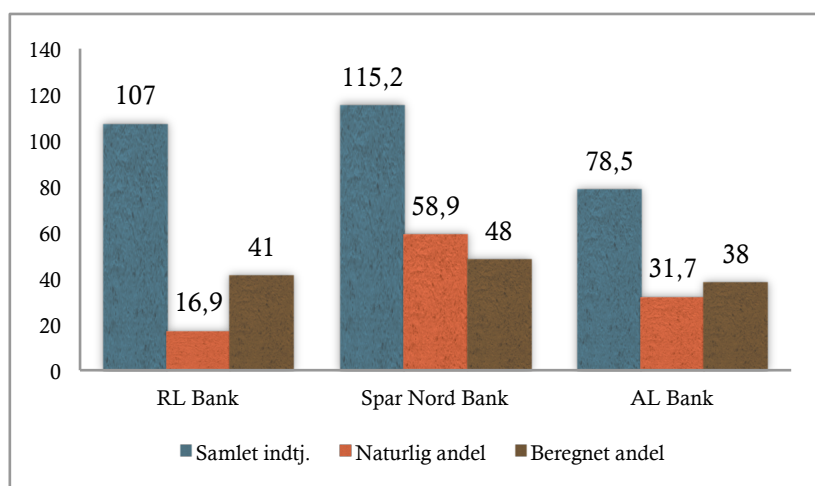
Herefter udregner jeg formidlingsprovisionen for alle tre som følgende:

- RL: Hvis 107 mio. = 1,5%, så er $0,58\% = 107/1,5 \cdot 0,58 \Rightarrow 41$ mio.
- Spar Nord: Hvis 115,2 mio. = 1,4%, så er $0,58\% = 115,2/1,4 \cdot 0,58 \Rightarrow 48$ mio.
- AL: Hvis 78 mio. = 1,2%, så er $0,58\% = 78/1,2 \cdot 0,58 \Rightarrow 38$ mio.

Figur 43 viser, hvad bankernes samlede indtjening er på investeringsområdet eksklusiv Kapitalforvaltning, Markets m.m.

Dvs. værdipapirer, depoter formuepleje m.m. herunder emission og tegning. Spar Nord har udover indtjeningen der er vist her, en tilsvarende eller større indtjening fra deres kapitalforvaltningsområde.

Når vi sammenligner bankernes størrelse som vist i Figur 42, med den samlede indtjening i Figur 43, er det meget tydeligt at RL er meget mere aktiv på området end Spar Nord og AL.



Groft set er Spar Nord 4 gange så stor som RL og

AL er dobbelt så stor som RL, men det afspejler sig ikke i tallene.

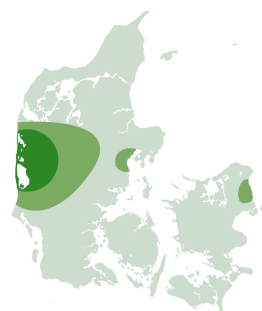
Figur 43: Indtjening på investeringsområdet i mio. kr. i 2013, samt naturlig og beregnet andel formidlingsprovision af samlet 3 mia.

Figur 43 viser ligeledes hvad bankernes naturlige andel af den samlede formidlingsprovision på 3 mia. kr. er. Sammenholder vi den med den beregnede andel, er det igen meget tydeligt, at RL tjener langt flere penge på formidlingsprovision, end dens størrelse ellers tilsiger, hvor de 2 andre banker ligger nogenlunde på det niveau, der svarer til deres naturlige andel.

Vi kan derudover aflæse, hvor stor en rolle formidlingsprovisionen spiller for de 3 banker, hvis ellers de forudsætninger jeg satte op omkring indtjeningsniveauer mellem 1,2% - 1,5% holder vand. Alle står til at miste en stor indtjening ved et totalt forbud, men AL bliver hårdest ramt, da formidlingsprovisionen udgør en meget høj andel af deres samlede indtjening på området. RL og Spar Nord bliver lidt mindre ramt, da de er bedre til at tjene penge på emission og indløsning (handler papirerne oftere), som gør, at formidlingsprovisionen rent andelsmæssigt fylder mindre.

4.2. Ringkjøbing Landbobank

RL har eksisteret siden 1886 og er i dag ledet af adm. direktør John Fisker. De slår sig op på at være "en solid bank" og er en særdeles omkostningseffektiv bank. Målt på indtjening pr. omkostningskrone (2013) fra Finanstilsynet⁵⁸, er de ikke overgået af nogen i Danmark. Det samme er tilfældet når vi ser isoleret på omkostningsprocenten, der ultimo 2014 er på 32,8%.



De har hovedkontor i Ringkøbing og filialer i 8 andre byer, samt Private Banking afdelinger i Herning, Århus, Holte og Ringkøbing. Bortset fra Private Banking i Århus og Holte, samt en almindelig filial i Viborg er alle filialerne placeret vest for Herning. RL er et aktieselskab og ejes af ca. 17.000 aktionærer og beskæftiger ultimo 2014 ca. 270 medarbejdere.

4.2.1. Regnskab

I det følgende fremgår udvalgte tal fra regnskaberne 2013 og 2014 for RL. De udvalgte tal bruges alle til udregning af de efterfølgende nøgletal.

Min redegørelse for regnskaberne, skal belyse i hvilken grad en mistet formidlingsprovision, vil ændre på bankens nøgletal, som efterfølgende udregnes i afsnit 4.2.2.

Alle oplysninger og udregninger fremgår af Bilag 7.

Regnskabstal i 1.000 kr.	2013	2014	2017
Årets resultat efter skat	358.000	446.000	409.170
Egenkapital	2.901.000	3.099.000	3.099.000
Hensættelser	17.444	18.471	18.471
Netto rente/gebyr indtægter	841.531	885.949	836.842
Samlede omk. Inkl. nedskrivninger	393.181	385.087	385.087
Indtægter på investeringsområdet	107.000	127.000	77.893
Antaget formidlingsprovision (brutto)	41.373	49.107	0
Antaget formidlingsprovision (netto)	31.030	36.830	0

Figur 44: Udvalgte regnskabstal fra Ringkjøbing Landbobanks årsrapporter 2013+2014

Ovenstående regnskabstal viser de faktiske tal for 2013 og 2014. I kolonnen 2017, har jeg forudsat at alle andre tal end Årets nettoresultat, Indtægter fra investering og

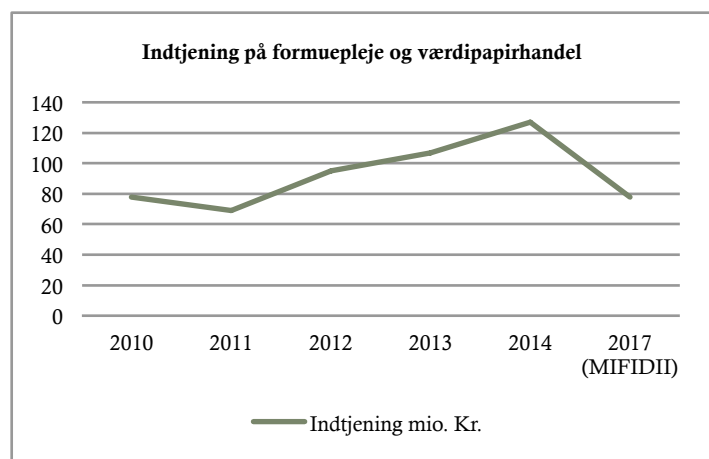
⁵⁸ www.finanstilsynet.dk

Formidlingsprovision brutto/netto og Netto rente/gebyr indtægter bibeholdes på det niveau de var i 2014. Det er naturligvis ikke sandsynligt og i det mindste burde egenkapitalen vokse med en del af overskuddet. Alligevel er det forudsætningen, da jeg ønsker at give et billede af, hvordan 2014 ville have set ud, hvis det i stedet havde heddet 2017 og MIFID II, samt et forbud mod formidlingsprovision, var en realitet.

Udregning af regnskabstal 2017 er gjort på følgende måde:

- Årets nettoresultat 2017 =
Årets resultat – Antaget formidlingsprovision efter SKAT (2014).
- Netto rente/gebyrindtægter 2017 =
Netto rente/gebyrindtægter – Antaget formidlingsprovision før SKAT (2014).
- Indtægter på investeringsområdet 2017 =
Indtægter på investeringsområdet – Antaget formidlingsprovision før SKAT (2014).
- Formidlingsprovisionen netto, er brutto fratrasket 25% SKAT.
- Resten af tallene er sat lig med 2014.

RL's årsregnskaber for 2010-2012⁵⁹ viser desuden, at indtjeningen på



investeringsområdet er på henholdsvis 78, 69 og 95 mio. kr. Sammenholdt med Figur 44 ser trenden ud som vist i Figur 45. Her fremgår det ret tydeligt at RL har haft en ganske flot udvikling i indtjeningen på området fra 2010 til 2014. Indtjeningen er før SKAT steget over 50%.

Figur 45: Indtjening på værdipapirhandel 2010 - 2017

Fjerner vi formidlingsprovisionen helt i 2017, falder indtjeningen tilbage til 2010 niveau.

⁵⁹ alm.landbobanken.dk

Andre steder i regnskabet hvor vi vil se den direkte konsekvens, er i Årets nettoresultat. Her kan provisionen aflæses direkte og Årets nettoresultat 2017 hedder i stedet for 446 mio. kr. i overskud, 409 mio. – et fald på 8,3%.

4.2.2. Nøgletal før/efter MIFID II

I det følgende vil jeg analysere en række nøgletal, for at finde frem til i hvor høj grad de bliver påvirket, ved indførelsen af MIFID II, forudsat 2014 tallene er de gældende i 2017.

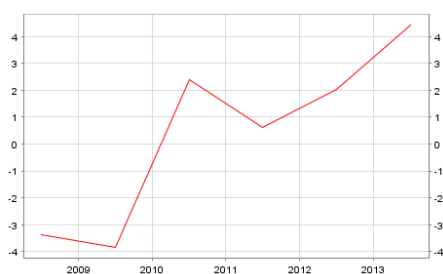
ROE

ROE => Return On Equity => Egenkapitalforrentning, viser hvor dygtig banken er til at tjene penge på den kapital de har.

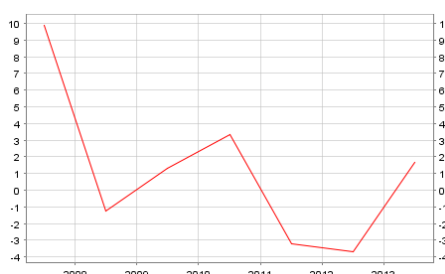
ROE beregnes:
$$\frac{\text{Årets resultat efter SKAT}}{\text{Egenkapital}} \times 100$$

ROE	2013	2014	2017
	12,34	14,39	13,2

Af ovenstående fremgår det, at ROE bliver negativt påvirket og falder fra et niveau på 14,39% i 2014 til et niveau på 13,2% i 2017.



Figur 46: ROE Danmark - alle banker



Figur 47: ROE Europa - alle banker

Sammenlignet med ROE i henholdsvis Europa⁶⁰ og Danmark⁶¹ ud fra tal fra ECB (2013), ligger

RL stadig meget højt og et fald i ROE burde derfor ikke vække nogen bekymring. Niveaueet i 2017 vil stadig være højere end i 2013.

⁶⁰ sdw.ecb.europa.eu

⁶¹ sdw.ecb.europa.eu

ROA

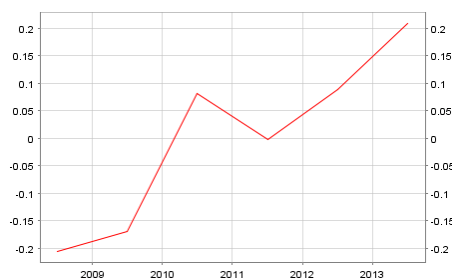
ROA => Return On Assets => Forrentning af aktiverne, viser hvor dygtig banken er til at forrente de aktiver de har på balancen.

ROA beregnes: $\text{ROE} / \text{Gearing}$

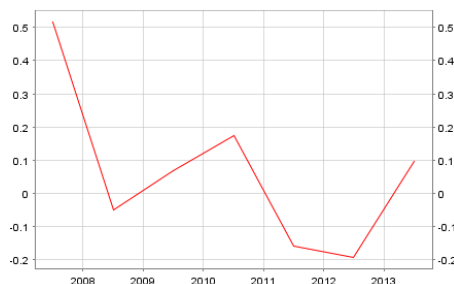
Gearing beregnes: $\frac{\text{Hensættelser} + \text{Gæld}}{\text{Egenkapital}}$

ROA	2013	2014	2017
	2,19	2,51	2,3

Da ROA er direkte påvirket af ROE, er det klart den falder i 2017 ligesom ROE. Alligevel er det værd at bemærke, at en sammenligning mellem RL og de danske⁶² og europæiske⁶³ banker (2013) viser, at RL også på ROA ligger langt over gennemsnittet.



Figur 49: ROA Danmark - alle banker



Figur 48: ROA Europa - alle banker

Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr. omkostningskrone viser, hvor mange kroner banken har i indtjening, hver gang den bruger 1 kr. i omkostning og kan give en idé om hvor omkostningseffektiv banken er.

Et tal over 1 viser at årets resultat efter SKAT er positivt.

Tallet beregnes: $\frac{\text{Netto rente og gebyrindtægter}}{\text{Samlede omkostninger inkl. nedskrivninger}}$

⁶² sdw.ecb.europa.eu

⁶³ sdw.ecb.europa.eu

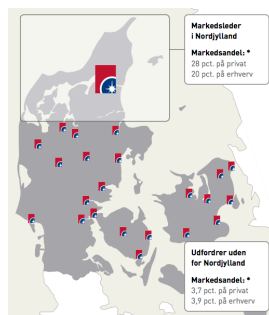
Indtjening pr. omkostningskrone	2013	2014	2017
	2,14	2,3	2,17

Den manglende indtjening fra investeringsområdet medfører et fald fra 2,3% i 2014 til 2,17% i 2017, svarende til 5,65%.

Tallet er stadig i den meget høje ende, når vi sammenligner med de andre banker fra Finanstilsynets KPI opgørelse (2013)⁶⁴. Her viser opgørelsen at gennemsnittet for Gruppe 2 bankerne i 2013 ligger på 0,98%.

4.3. Spar Nord Bank

Spar Nord er grundlagt i 1824 og er den største bank af Gruppe 2 bankerne. Den er ledet af adm. direktør Lasse Nyby.



Spar Nord vil gerne kendetegnes ved at være en enkel bank med fokus på privatkunder og små og mellemstore virksomheder i lokalområderne. De store kunder er fravalgt som en del af strategien.

De har decentraliseret magten således, at de lokale banker kan træffe deres beslutninger lokalt og hurtigt.

Spar Nord har som den eneste af de tre banker en Kapitalforvaltningsafdeling, hvilket normalt er forbeholdt de "store" banker.

Banken er landsdækkende med 71 lokale banker og 1.471 medarbejdere.

4.3.1. Regnskab

Regnskabet gennemgås på samme vis og ud fra samme forudsætninger som ved RL afsnit 4.2.1.

Alle tal og udregninger der ikke fremgår her, er vist på Bilag 7.

⁶⁴ www.finanstilsynet.dk

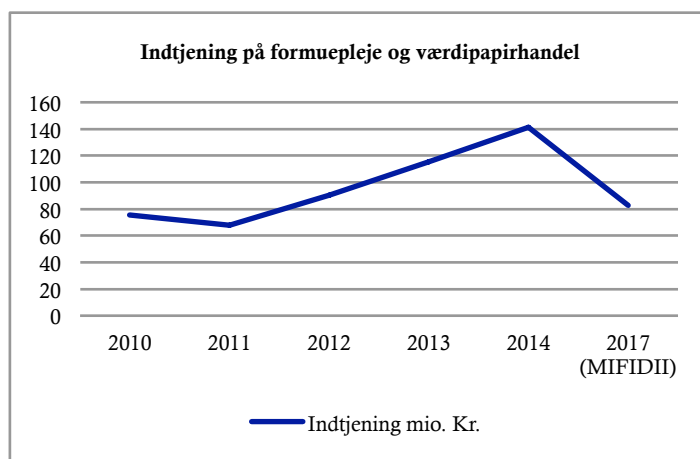
Regnskabstal i 1.000 kr.	2013	2014	2017
Årets resultat efter skat	536.100	613.600	569.727
Egenkapital	6.533.000	7.033.000	7.033.000
Hensættelser	260.600	196.700	196.700
Netto rente/gebyr indtægter	2.902.700	2.809.900	2.740.631
Samlede omk. Inkl. nedskrivninger	1.741.400	1.922.400	1.922.400
Indtægter på investering	115.200	141.200	82.703
Antaget formidlingsprovision (brutto)	47.726	58.497	0
Antaget formidlingsprovision (netto)	35.794	43.873	0

Figur 50: Udvalgte regnskabstal fra Spar Nord Banks årsrapporter 2013+2014

Udover ovennævnte regnskabstal, viser årsrapporterne 2010-2012, at udviklingen på investeringsområdet har været rigtig positiv, med et resultat på 75,3 mio. kr. i 2010, 67,6 mio. kr. i 2011 og 90,4 mio. kr. i 2012.

Sammenholdt med Figur 50, ser udviklingen ud som vist i Figur 51. Figur 51 er nærmest en tro kopi af RL's udvikling, bortset fra et højere topniveau i 2014.

Ser vi på tallet i 2017 efter fjernelse af formidlingsprovisionen, falder Spar Nords indtjening tilbage til 2010 niveau.



Figur 51: Indtjening på værdipapirhandel 2010 - 2017

Faldet på investeringsområdet giver udslag i årets resultat efter SKAT, hvor det falder fra 613,6 mio. kr. til 569,7 mio. kr., svarende til en tilbagegang på 7,2%.

4.3.2. Nøgletal før/efter MIFID II

Beregningerne af nedenstående nøgletal sker med baggrund i samme formler som i afsnit 4.2.2., og der refereres ligeledes til Figurerne 46-49 i sammenligningen.

ROE

ROE	2013	2014	2017
	8,21	8,72	8,1

ROE falder fra 8,72% i 2014 til 8,1% i 2017, hvilket er til et generelt lavere niveau end det vi så hos RL. Det er ligeledes en udfordring for Spar Nord, at ROE i 2017 vil være lavere end i 2013. Især når målet i 2015 er en ROE på 10%.⁶⁵

Alligevel ligger Spar Nord et godt stykke over gennemsnittet, målt på 2013 tal, jf.

Figur 47 – både hvad angår de danske og de europæiske banker.

ROA

ROA	2013	2014	2017
	0,82	0,88	0,81

ROA udvikler sig naturligt i samme retning som ROE og ser vi på udviklingen fra 2014 til 2017, så falder ROA her til et niveau der er under det i 2013, hvilket igen må være en udfordring for Spar Nord.

Spar Nord er stadig væsentlig bedre en gennemsnittet for de europæiske og danske banker, jf. Figur 48 og 49 (2013 tal).

Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr. omkostningskrone	2013	2014	2017
	1,67	1,46	1,43

Indtjening pr. omkostningskrone går den forkerte vej i Spar Nord. Således er det både faldet fra 2013 til 2014 og vil falde yderligere i 2017.

Faldet afledt af den manglende formidlingsprovision er begrænset, hvilket skyldes at formidlingsprovisionen kun udgør omkring 7,2% af Årets nettoresultat i 2014.

Sammenlignet med resten af Gruppe 2 bankerne, jf. førømtalte KPI tal fra Finanstilsynet, er Spar Nord stadig langt bedre end gennemsnittet på 0,98%.

4.4. Arbejdernes Landsbank

AL blev grundlagt i 1919 som en bank for lønmodtagerne og et resultat af



Socialdemokratiets og fagforeningernes ønske om at få deres egen bank. De vil gerne være kendte for at være en ansvarlig bank og

⁶⁵ www.sparnord.dk

betjener private, foreninger, samt små og mellemstore virksomheder.

Et af de områder de særligt har slået sig op på, er rådgivning og formidling af lån til andelsboliger.

Banken er landsdækkende og har således 71 filialer over hele landet og beskæftiger 1.082 medarbejdere i 2014.

De er den af de 3 banker der mindst henvender sig til det formuende kundesegment og har således hverken Private Banking, Markets eller kapitalforvaltningsenheder. Inden for investeringsrådgivning har de jf. deres hjemmeside 3 medarbejdere der arbejder hermed og et koncept de kalder for AL-Investeringservice.

Banken ledes i dag af ordførende direktør Gert R. Jonassen og selvom det er et aktieselskab, er de ikke børsnoteret. Ligeledes er det ikke alle der kan få lov at blive aktionær i banken.

AL er 6 år i træk kåret som årets bank af kunderne, senest her i 2014. Analysen er lavet af Voxmeter⁶⁶.

4.4.1. Regnskab

Regnskabet gennemgås på samme vis og ud fra samme forudsætninger som ved RL og Spar Nord.

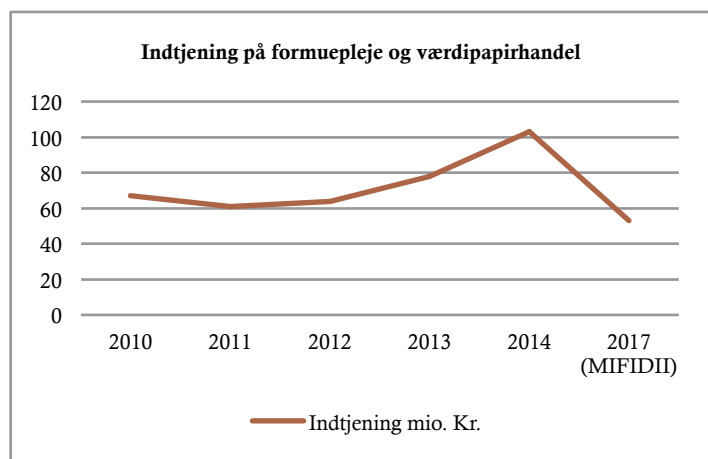
Alle tal og udregninger der ikke fremgår her, er vist på Bilag 7.

Regnskabstal i 1.000 kr.	2013	2014	2017
Årets resultat efter skat	423.362	266.380	228.763
Egenkapital	3.929.360	4.199.965	4.199.965
Hensættelser	81.336	94.780	94.780
Netto rente/gebyr indtægter	1.580.141	1.629.379	1.579.223
Samlede omk. Inkl. nedskrivninger	1.506.250	1.524.658	1.524.658
Indtægter på investering	78.472	103.771	53.615
Antaget formidlingsprovision (brutto)	37.928	50.156	0
Antaget formidlingsprovision (netto)	28.446	37.617	0

Figur 52: Udvalgte regnskabstal fra Arbejdernes Landsbanks årsrapporter 2013+2014

⁶⁶ voxmeter.dk

Figur 52 viser at indførelsen af MIFID II kan få den konsekvens at årets resultat efter SKAT falder fra 266,4 mio. kr. i 2014 til 228,8 mio. kr. i 2017, svarende til et fald på 14,1%, hvilket er det højeste fald af de tre banker.



Figur 53: Indtjening på værdipapirhandel 2010 - 2017

AL's regnskaber fra 2010-2012⁶⁷

viser, at indtjeningen fra investeringsområdet i 2010-2012 var henholdsvis 67, 61 og 64 mio. kr.

Sammenholdt med tal fra Figur 52, vises udviklingen på området i Figur 53. Her ser vi at AL ikke i

samme stil har fokuseret på dette område og derfor kun har haft en

meget begrænset udvikling i årene 2010 til 2012. Først i 2013 og igen i 2014, er indtjeningen vokset.

2017 ser ikke godt ud for AL og indtjeningsniveauet falder fra et niveau på 104 mio. i 2014 til 53 mio. i 2017, hvilket er 14 mio. mindre end niveauet fra 2010.

4.4.2. Nøgletal før/efter MIFID II

Beregningerne af nedenstående nøgletal sker med baggrund i samme formler som i afsnit 4.2.2., og der refereres ligeledes til Figurerne 46-49 i sammenligningen.

ROE

ROE	2013	2014	2017
	10,77	6,34	5,45

AL har modsat de to andre banker ikke haft en positiv udvikling i ROE fra 2013 til 2014, pga. en faldende bundlinje. Faldet skal ses i sammenhæng med, at AL har en meget forsigtig strategi i forhold til deres egen værdipapirbeholdning (14 mia. i obligationer) og derfor stort set ingen forrentning havde i 2014.

⁶⁷ www.al-bank.dk/

Forudsat denne udvikling fortsætter, bliver de også ekstra hårdt ramt og må se deres ROE halveret fra 2013 til 2017.

Sammenlignet med Figur 46 og 47 er AL stadig bedre til at forrente egenkapitalen end gennemsnittet af de danske og europæiske banker, men forspringet er ikke stort.

ROA

ROA	2013	2014	2017
	1,28	0,76	0,65

ROA falder ligesom ROE også støt fra 2013 til 2017 men er stadig bedre end de danske og europæiske bankers gennemsnit, vist i Figur 48 og 49.

Set i forhold til RL og Spar Nord er niveauerne langt under.

Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr. omkostningskrone	2013	2014	2017
	1,05	1,07	1,04

Indtjening pr. omkostningskrone flytter sig ikke synderligt fra 2013 til 2017, da bankens indtjening på gebyrer og renter samt deres omkostningsbase er nogenlunde stabil. Faldet fra 2014-2017 er begrænset til 2,8% og formidlingsprovisionen har ikke den store indvirkning på nøgletallet her.

4.5. Opsummering

Som afsnit 4.2., 4.3. og 4.4. har vist, så bliver alle tre bankers nøgletal påvirket negativt, hvis formidlingsprovisionen bortfalder.

Vi så også at der er stor forskel på udgangspunktet i de tre banker, både hvad angår indtjeningsudviklingen på investeringsprodukterne, men også nøgletallene.

Her fremgik det at specielt RL står med de bedste kort på hånden. Fordi de er mere aktive på investeringsområdet og dermed nemmere vil kunne øge indtjeningen på emissions og indløsningsomkostningerne, ved at sætte handelsfrekvensen op.

Spar Nord har muligvis lignende mulighed på grund af deres størrelse og ser vi på indtjeningsudviklingen både i % og i kr. fra 2010 til 2014, så er den meget lig RL. Her skal vi bare huske på at Spar Nord er fire gange så stor som RL.

Med nuværende setup, hvor de ikke har en Private Banking division, bliver det en svær opgave at løfte uden en dedikeret enhed, der har fuld fokus på den del af forretningen.

AL derimod er den bank der efter min mening har de største udfordringer, da jeg vurderer at de med baggrund i deres profil ikke er særligt aktive på området. Et bortfald af formidlingsprovisionen, vil derfor også være væsentligt sværere at hente her, hvis de ikke ændrer i deres tilgang til deres formuende kunder. Omvendt forestiller jeg mig ikke, at de pludselig etablerer Private Banking, da det ikke ligger i deres DNA at fokusere på dem.

5. Konceptudvikling eller afvikling

Når MIFID II bliver implementeret i den danske lovgivning og hvis arbejdsgruppen omtalt i afsnit 2.1. kommer frem til en løsning der fører til et fuldstændigt forbud mod formidlingsprovision, så vil sektoren miste 3 mia. kr. eller mere i årlig indtjening. Pengene forsvinder fra bundlinjen fra den ene dag til den anden og det vil være op til den enkelte bank, at tjene pengene på anden vis eller effektivisere og reducere omkostningerne for at opveje det mistede.

5.1. Erfaringer fra Holland

I Holland indførte man reglerne som direktivet fra MIFID II har beskrevet, den 1. Januar 2013.

Herhjemme har vi hørt fra Sydbank, IFB og Finansforbundet m.fl. at alle resultater fra Holland indtil videre peger på, at Retail investorerne bliver ladt i stikken og dermed kommer til at stå med en enorm risiko for, at investere forkert. Her er problemstillingen at bankerne kun vil satse på de mere formuende kunder, da Retail kunderne ikke længere er rentable.

Ligeledes har Syd Invest sagt at de forventer et formuedræn på deres investeringsforeninger, når MIFID II bliver en realitet.

AFM der er det hollandske svar på Finanstilsynet, har udgivet en artikel på baggrund af en tale⁶⁸ fra november 2014. Her fortæller bestyrelsesmedlem Theodor Kockelkoren om Hollands erfaringer med forbuddet mod formidlingsprovisionen. Han fortæller at strukturen i Holland før forbuddet var sådan, at man som kunde enten var execution only kunde (ingen rådgivning) eller fuldstændig rådgivningskunde. En execution only kunde handlede 100% selv og prisen var omkring 75bp. Den er i dag faldet til 25bp.

Efter forbuddet er der opstået en række nye tilbud og koncepter til kunderne, så det ikke kun er enten/eller længere. Samtidig er der indført en række selvbetjeningsløsninger til understøttelse af kundernes valg. Han fortæller at konkurrencen mellem udbyderne er steget og priserne er faldet. Specielt de passive produkter er faldet med omkring 50%, (i Danmark fx Spar Invest Index).

En anden positiv ting der omtales er, at hvor rådgiverne før fokuserede på de produkter der gav banken den højeste provision, så fokuseres der nu mere på, hvordan de kan finde den mest optimale service for kunderne, med det bedste mix af fonde m.m. Rådgiveren bliver altså i højere grad en afgørende faktor for kundens afkast end investeringsforeningen.

Holland har indført MIFID II præcist som direktivet lagde op til, hvor vi i Danmark stadig diskuterer hvad der er den bedste løsning.

Theodor Kockelkoren siger at den eneste uhensigtsmæssighed i den måde Holland har gjort det på er, at der ikke er indført forbud mod provision på execution only og begrænset rådgivning. (Se også MIFID oplægget i Figur 2, afsnit 2.2.) Det har ført til en stigning i execution only, med 55% i 2013 og yderligere 45% i 2014.

Hollands største bank ABN AMRO, skriver i årsrapporten 2014⁶⁹, at forbuddet har haft en negativ effekt på indtjeningen i Private Banking og Retail, men bl.a. er blevet

⁶⁸ www.afm.nl

⁶⁹ www.abnamro.com

(in millions)	2014	2013	2012
Fee and commission income	2,693	2,639	2,552
Fee and commission expense	1,002	996	996
Net fee and commission income	1,691	1,643	1,556

Net fee and commission rose modestly, primarily due to higher commitment fees and corporate finance advisory fees. The switch to an all-in fee for investment products in the Netherlands had a negative impact at both Retail Banking and Private Banking. This was offset by a positive impact from the acquisition of the German private banking portfolio from Credit Suisse A.G. as from September 2014.

Figur 54: Uddrag fra ABN AMRO Årsrapport 2014

opvejet af prisstigninger på de kunder der har en fuld rådgivnings aftale. Som det ses på Figur 54, er der en stigning i indtjeningen fra 2012, på trods af den manglende formidlingsprovision.

Da ABN AMRO er en storbank og har en division der håndterer Private Banking, er den selvfølgelig ikke 100% retvisende for hvad der sker i de mindre banker, men det giver en indikation af, hvad der er muligt og hvordan.

5.2. Investeringsrådgivning før MIFID II

Rådgivning om investeringsprodukter er i dag baseret på en række regler om hvem der må rådgive om hvad. Således må en bankrådgiver kun rådgive om grønne og gule investeringsprodukter, puljer og visse porteføljer, hvis de er certificerede⁷⁰. I Nordea ved jeg at man i Retail som udgangspunkt ikke yder rådgivning om andet end investeringsforeninger (fx enkelt aktier).

En IR, skal have bestået den røde certificeringsprøve, for at yde rådgivning om produkter der er mere komplicerede end investeringsforeninger - fx certifikater, strukturerede obligationer m.fl.

Den typiske bankrådgiver har en bred viden inden for pension, forsikring, bolig og investering, men typisk ikke dyb, da antallet af kunder vanskeliggør fordybelse. Derfor er bankrådgiverens viden om investering også begrænset og afhængig af en IT opsætning, der gør det muligt ud fra en række spørgsmål til kunden, at hjælpe med at vælge de rigtige investeringsforeninger.

⁷⁰ www.certificeringsportalen.dk

Investeringsforeningen hedder herefter med meget stor sandsynlighed det samme som banken, eller den forening, banken modtager provision fra. Bankrådgiverens og kundens indflydelse på valget er altså begrænset og følger systemets anbefaling. Herefter skal der købes eller sælges i en investeringsportal.

En IR har derimod en dyb viden om investeringsområdet. Han vil derfor bedre være i stand til at differentiere kundens sammensætning af værdipapirer. Alligevel er det min påstand, at sammensætningen af porteføljen ikke er så forskellig, da IR ligeledes vil inkludere flest af de afdelinger der betaler provision til banken eller har samme navn som banken.

Forskellen ligger mere i antal papirer end i sammensætningen. Retail kunden vil ikke have så mange papirer og de omlægges ikke så ofte. Private Banking kunden vil have flere papirer der "kræver" oftere omlægning.

Eksempel:

En Retail kunde har investeret 500.000 kr. i Nordea Invest Basis 2⁷¹, med en fordeling på 30% aktier og 70% obligationer, samlet i 1 papir. Det behøver ikke omlægges og indtjeningen til banken udover emission og indløsning er 1,19% årligt. 1,19% er sikkert fint på en Retail kunde, men denne metode ville ikke blive brugt i Private Banking, da en indtjening 1,19% årligt ikke er tilstrækkelig. Men hvor får kunden det bedste afkast?

Den store forskel på bankrådgiver og IR, ligger i afdækning af kunden og korrekt placering når der ses på risiko og tidshorisont. Dette vil til gengæld have en afgørende betydning for afkastet.

5.3. Investeringsrådgivning efter MIFID II

Hvis formidlingsprovisionen bortfalder helt, så mister Retail den faste indtjening, de normalt ikke skulle anstrenge sig voldsomt for. Den manglende indtjening på den enkelte kunde kan kun komme ind ved at omlægge eksisterende papirer i kundens portefølje oftere end hidtil, indføre højere gebyrer på kurtage og

⁷¹ www.nordea.dk

handelsomkostninger eller indkræve et fast gebyr for rådgivningen. Eller en kombination.

For Private Banking gælder ligeledes at en stor fast indtjening bortfalder. Her vil jeg vurdere at formidlingsprovisionen andrager omkring 25-40% af den samlede indtjening, afhængig af hvor aktiv "kunden" er. Det vil kræve en hel del ekstra aktivitet fra den enkelte IR, men det er efter min vurdering mere opnåeligt end det er i Retail, da det i Private Banking er en meget stor del af jobbet.

5.4. Omkostningsreduktion

Alle banker segmenterer deres kunder i en eller anden forstand. Dem der har et forretningsområde med Private Banking og formueforvaltning, har sat nogle grænser op for, hvornår man hører til det ene eller det andet segment. Et eksempel herpå var Nordeas segmentering, som jeg nævnte i afsnit 2.2.

RL, AL og Spar Nords segmentering er givetvis anderledes end Nordeas, men helt sikkert også baseret på indtjening eller formue hos den enkelte kunde.

Det kan derfor blive nødvendigt at se på de forskellige segmenter og vurdere om nogle af dem skal tilbydes mindre rådgivning end i dag, sådan som bankernes interesseorganisationer har udtalt det er sket i Holland.

Ikke alle banker har samme mulighed for at kompensere for den manglende indtjening på grund af deres forretningsmodel og nogle vil givetvis ty til omkostningsbesparelser i stedet for at forsøge at tjene pengene på anden vis.

I de næste afsnit giver jeg et bud på, hvad det vil betyde for RL, AL og Spar Nord, hvis de vælger den vej.

5.4.1. Ringkjøbing Landbobank

RL har i 2014 lønudgifter på i alt 156 mio. kr. (inkl. pension, social sikring m.m.).

Fordelt på 270 medarbejdere er det en gennemsnitsløn på 577.800 kr.

Hvis de skulle hente de 37 mio. fra formidlingsprovisionen alene ved afskedigelser, skulle de sige farvel til: $37 \text{ mio.} / 577.800 = 64$ medarbejdere, svarende til en reduktion på 23,7%.

5.4.2. Spar Nord

Spar Nord har i 2014 en udgift på medarbejderstaben på 1.053 mio. kr. fordelt på 1.471 medarbejdere og dermed en gennemsnitsudgift på 715.800 kr. pr. medarbejder, (inkl. pension, social sikring m.m.).

Hvis de skal hente hele den tabte nettofortjeneste på formidlingsprovisionen på 44 mio., svarer det til at skulle afskedige: $44 \text{ mio. kr.} / 715.800 \text{ kr.} = 62$ medarbejdere. En reduktion på 4,2%.

5.4.3. Arbejdernes Landsbank

AL har lønudgifter i 2014 på 736 mio. kr. (inkl. pension, social sikring m.m.), fordelt på 1.082 medarbejdere, svarende til en gennemsnitsløn på 680.000 kr.

Hvis de skulle hente den tabte indtjening på 38 mio. kr. hjem alene på medarbejderreduktion, ville de skulle afskedige: $38 \text{ mio. kr.} / 680.000 \text{ kr.} = 56$ medarbejdere, svarende til 5,18%.

Alle tre banker står til at skulle afskedige en større eller mindre andel af deres medarbejdere såfremt de ønsker at fastholde det nuværende indtægtsniveau og nøgletal i 2017, som i 2014 og alene vil gøre det med omkostningsreduktioner.

5.5. Anbefaling

Efter min vurdering kan bankerne lige så godt vænne sig til tanken om 0 kr. i formidlingsprovision over hele linjen allerede nu. Hvis den får lov at leve videre på udvalgte områder, som "execution only" og "begrænset rådgivning", så er det på lånt tid.

Derimod gælder det om at få udviklet en række nye koncepter, der kan understøtte kundernes behov, samt generelt få udviklet nogle IT værktøjer der kan understøtte både rådgivere og kunder i deres valg af investering.

Jeg tror fuldt og fast på, at de banker der forstår at lave selvbetjeningsløsninger, som er innovative og brugervenlige på et niveau med Iphonen, som selv min fars generation kan bruge, er dem der kommer til at profitere på MIFID II. Dem der ikke satser på IT, risikerer at miste kunder og dermed yderligere indtjening.

Når vi ser på bankerne, i forhold til udenlandske spillere eller andre aktører som Nordnet og DeGiro, så er det stadig bankerne, kunderne helst vil betro deres penge.

Banken er en del af vores kultur og trods ridser i lakken efter finanskrisen, har befolkningen stadig tiltro til, at deres penge er sikre i bankerne. Sådan er det ikke nødvendigvis om 10 år, da mange banker bevæger sig længere og længere væk fra deres kunder, med lukning af filialer og intensivering på selvbetjeningsområdet.

Men vi kan ikke komme uden om udviklingen og igennem de senere år har IT og selvbetjening fået en stigende betydning. Medierne og forskellige analyser fortæller os gang på gang, at det er her fremtiden ligger. Hvis det ikke er udenlandske firmaer som Facebook, Amazon eller Apple der kommer for at tage en bid af kagen så er det nogle andre. Derfor bør bankerne hver især finde en balance, mellem fysisk og virtuel tilgængelighed og nærvær.

Ikke alle er lige vilde med selvbetjening og en større del af den ældre befolkning vil efter min vurdering i nogle år endnu, foretrække personlig/fysisk rådgivning, når det handler om pengesager. Denne grænse rykker sig i takt med de unge bliver ældre og vil om en generation eller to være udvasket.

I perioden 2006 til 2014 hvor jeg var ansat i Nordea, oplevede jeg selv den ældre befolkning udvikle sig - både hvad angik anvendelse af visakort i stedet for at hæve penge ved kassen, men også anvendelse af netbank.

Hvis de danske banker helt opgiver at betjene Retail kunderne på investeringsområdet fordi udgangspunktet er, at de ikke er rentable længere, så er det efter min mening en stor fejl.

Det vil åbne op for andre spillere, der gerne vil have en andel af det marked, hvor der stadig er mange penge at tjene på handelsomkostninger og for mange fondes vedkommende også tegningsprovision.

Spar Nord har for nyligt lavet en analyse af danskernes opsparing⁷² og den viser at vi har ca. 470 mia. kr. stående på indlånskonti uden nogen form for binding. Hvis bare nogle af de penge kunne aktiveres til investering, ville det opveje noget af den manglende indtjening fra formidlingsprovisionen.

⁷² www.sparnord.dk

Udover IT delen, skal der udvikles koncepter, der matcher de forskellige kundetyper, da online løsninger ikke kan stå alene.

Nedenfor har jeg opstillet eksempler på to nye koncepter i en bank, der primært henvender sig til Retail.

Koncept 1:

En online/selvbetjeningsløsning, hvor kunden svarer på en række spørgsmål for at afdække risiko, tidshorisont m.m.

Kundens valg resulterer i en anbefaling til fordeling af aktier/obligationer og et forslag til køb af fx 5-10 forskellige fonde fra forskellige udbydere, med historik om performance, rating m.m.

Kunden handler selv og banken tjener stadig på tegningsprovision, samt handelsomkostninger og evt. et gebyr for at have adgang til den specifikke handelsplatform.

Der er ingen udgifter til banken i form af personaleomkostninger.

Konceptet henvender sig til de brugere mellem 18 og 60 år der har teknisk formåen til at anvende en Iphone og føler sig trygge ved det.

Koncept 2.

En løsning hvor kunden betaler et honorar til bankrådgiveren for at gøre det der foretages i koncept 1.

Kunden betaler en fast årlig pris for hjælpen.

Konceptet henvender sig til alle der ikke har teknisk formåen til at anvende en Iphone eller føler sig trygge ved det, men typisk kunder i alderen 60+

Kunderne i Affluent segmentet (de formuende), vil formentlig fortsat modtage rådgivning som den er i dag via Private Banking. Her vurderer jeg at der vil blive sat en årlig pris på rådgivningen, for at kompensere for den manglende provision og den enkelte IR vil få flere kunder i deres portefølje og mål om at handle oftere.

I Nordea var ca. 40% af mine kunder investeret i diskretionære produkter⁷³, hvor jeg rådgav om investering, men alt arbejdet foregik på hovedkontoret. Indtjeningen, herunder formidlingsprovision, tilfaldt stadig min portefølje.

⁷³ www.nordeaprivatebanking.dk

Konceptet minder meget om bankens puljer, bare med lidt flere frihedsgrader - og flere andre af de store banker tilbyder noget lignende.

Min vurdering er, at denne type kunder flyttes til Retail medmindre man vil pålægge et større rådgivningsgebyr, da IR ikke kan optimere indtjeningen på dem.

De mere formuende kunder som HNW (High Net Worth) eller UHNW (Ultra High Net Worth) betaler efter min viden ikke de samme provisioner til banken som affluent og Retail. Typisk på grund af en højere konkurrence om den type kunder, bankerne imellem. Derfor sker der formentlig ikke det store for dem.

6. Konklusion

Når MIFID II implementeres fuldt ud i lovgivningen i 2017 og hvis der kommer et fuldstændigt forbud mod formidlingsprovision, vil bankerne få store udfordringer med at indtjene de mistede 3 mia. kr.

De store banker og de der beskæftiger sig med Private Banking, vil have forholdsvis lettere ved at hente dele af indtjeningen, end de andre. Bl.a. ved at øge handelsaktiviteten.

De største banker understøttes af deres investeringsforeninger, da de største lettere vil kunne opnå stordriftsfordele og konkurrere på omkostninger og dermed afkastet. Modsatvis kan samarbejdet blive en udfordring af bankens troværdighed og uafhængighed, hvis afkastet ikke slår benchmark.

Fokus på alternativer som ETF vil stige og skabe et prispres i nedadgående retning. Investeringsforeningerne skal generelt slå benchmark, hvis de vil gøre sig nogle forhåbninger om at overleve på sigt. De uafhængige får de sværeste betingelser, da vilkårene for distribution alt andet lige bliver dårligere.

I Retail har man ikke samme fokus på indtjening på investeringsprodukter som i Private Banking. Derfor kræver det en indsats fra ledelsen. Hvis der rettes fokus på området, er en øget indtjening mulig.

Bankerne skal udvikle nye koncepter og brugervenlige selvbetjeningsløsninger, der kan understøtte kunderne i selv at sammensætte deres porteføljer. Sker det ikke, åbner det op for konkurrenter udefra, der i form af en billigere forretningsmodel, kan tjene penge på bankernes fravalg.

Hvis bankerne ikke formår at udvikle sig som beskrevet i ovenstående, må de kigge på omkostningerne. I eksemplerne med de 3 banker AL, RL og Spar Nord, der er sunde banker, fremgik det at medarbejderstaben skulle reduceres med alt fra 4,2% til 23,7%.

Litteraturliste

Bøger

- Michael Christensen & Frank Pedersen 2009: Aktie investering, teori og praksis i anvendelse.

Årsregnskaber

- Spar Nord 2010 - 2014
- Ringkjøbing Landbobank 2010 - 2014
- Arbejdernes Landsbank 2010 - 2014

Prospekter og Årsrapporter

- Syd Invest 2010 - 2015
- Danske Invest 2010 - 2015
- Spar Invest 2010 - 2015

Videnskabelige artikler

- Tale af Theodor Kockelkoren fra AFM (Hollands svar på Finanstilsynet), november 2014, om Hollands erfaringer med forbuddet mod formidlingsprovision.
 - (68) <http://www.afm.nl/en/professionals/nieuws/2014/nov/speech-tk-ban-inducements>

Internet (som fodnoter)

- www.finanstilsynet.dk
 - (1) <https://www.finanstilsynet.dk/da/Temaer/MiFID2-og-MiFIR/Om-MiFID-og-MiFIR.aspx>
 - (2) https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2014/Markedsudvikling/Markedsudviklingsartikel_Investeringsforeninger_2013.ashx, side 15
 - (4) <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Temaer/2014/MiFID2-MiFIR/MiFID%20II%20dansk.ashx>
 - (5) <https://www.finanstilsynet.dk/da/Temaer/MiFID2-og-MiFIR/Tidsplanen.aspx>
 - (12) <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2014/Omkostningsundersøgelse%202013.ashx>
 - (18+23) https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2014/Markedsudvikling/Markedsudviklingsartikel_Investeringsforeninger_2013.ashx
 - (58+64) <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Noegletal.aspx>
- www.finansraadet.dk
 - (54) <http://www.finansraadet.dk/tal-fakta/Pages/statistik-og-tal/de-stoerste-pengeinstitutter.aspx>
- www.investering.dk
 - (3) <http://www.investering.dk/-/fb-kommentarer-finanstilsynets-markedsrapport-2013-om-active-share>
 - (11) <http://www.investering.dk/documents/10655/79593/Markedsrapporten+2013.pdf/733285e1-8bda-4151-b574-437e461aeab9>

- (24) <http://www.investering.dk/aop-beregner1>
- (28) <http://www.investering.dk/documents/10655/79593/Markedsrapporten+2013.pdf/733285e1-8bda-4151-b574-437e461aeab9>
- www.finansanalytiker.dk
 - (6) <http://www.finansanalytiker.dk/Files/Filer/DDF/Dokumenter/presentationer/2015/MiFID%20-%20Fee%20for%20Advice/MiFID%20II%20-%2015%20januar%202015%20-%20Finansforeningen.pdf>
 - (7) <http://www.finansanalytiker.dk/Files/Filer/DDF/Dokumenter/presentationer/2014/Investment%20Law%2028-10/MiFID%20II%20-%20oktober%202014%20-%20DMM.PDF>
- www.business.dk
 - (8) <http://www.business.dk/bank/hvad-koster-private-banking>
- www.finanswatch.dk
 - (9) <http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/article7576948.ece>
 - (10) <http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/article7575718.ece>
 - (41) <http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/article7575718.ece>
- www.investopedia.com
 - (13) <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>
- www.morningstar.dk
 - (15) <http://www.morningstar.dk/dk/news/136108/likviditeten-i-etferne-er-et-plus-for-investorerne.aspx>
 - (27) <http://www.morningstar.dk/dk/news/112537/en-ny-milepæl-er-nået.aspx>
 - (42) <http://www.morningstar.dk/dk/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04KZ9&tab=4>
 - (43) <http://www.morningstar.dk/dk/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04LC9>
 - (44) <http://www.morningstar.dk/dk/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04LCP>
 - (45) <http://www.morningstar.dk/dk/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04LCD>
 - (47) <http://www.morningstar.dk/dk/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04KZ9&tab=14&DocumentId=9936f768f2b5ed3a330f58018c67f867&Format=PDF>
 - (48) <http://doc.morningstar.com/Document/e5fc8b9047dff2fe73a5949a0320722a.msdoc/>
- www.morningstareurope.com
 - (36) http://customer.morningstareurope.com/DK/Spar/PDF/index.aspx?cid=CL00011206&lang=DA¤cy=DKK&country=DK&iframeid=regions_1_content_0_FundIFrame&heightservicedomain=http://www.sparinvest.dk
 - (38) http://customer.morningstareurope.com/DK/Spar/PDF/index.aspx?cid=F0000000L0&lang=DA¤cy=DKK&country=DK&iframeid=regions_1_content_1_FundOverviewIFrame&heightservicedomain=http://www.sparinvest.dk
 - (39) http://customer.morningstareurope.com/DK/Spar/PDF/index.aspx?cid=F0000000OWM&lang=DA¤cy=DKK&country=DK&iframeid=regions_1_content_1_FundOverviewIFrame&heightservicedomain=http://www.sparinvest.dk
 - (40) http://customer.morningstareurope.com/DK/Spar/PDF/index.aspx?cid=CL00011210&lang=DA¤cy=DKK&country=DK&iframeid=regions_1_content_1_FundOverviewIFrame&heightservicedomain=http://www.sparinvest.dk

- www.ishares.dk
 - (16) <https://www.ishares.com/dk/private/da/literature/brochure/ishares-introduktion-af-ishares-og-etf-aer-da-dk-rc-brochure.pdf>
 - (49) <http://www.ishares.com/dk/private/da/literature/kiid/kiid-ir-ishi-ishares-msci-europe-ucits-etf-acc-dk-ie00b4k48x80-da.pdf>
 - (50) [http://www.ishares.com/dk/private/da/literature/fact-sheet/smea-ishares-msci-europe-ucits-etf-\(acc\)-fund-fact-sheet-da-dk.pdf](http://www.ishares.com/dk/private/da/literature/fact-sheet/smea-ishares-msci-europe-ucits-etf-(acc)-fund-fact-sheet-da-dk.pdf)
- www.ipe.com
 - (17) <http://www.ipe.com/reports/top-400-asset-managers>
- www.al-bank.dk
 - (21) <https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/samarbejdspartnere/>
- www.sparinvest.dk
 - (22+26) http://www.sparinvest.dk/~media/01_dk/publikationer/prospectus/prospekt%20investeringsforening%20sparinvest_09022015.ashx
 - (35) <http://www.sparinvest.dk/publikationer/downloads.aspx>
 - (37) http://www.sparinvest.dk/~media/01_dk/publikationer/aarsrapporter/2011%20aarsrapport%20sparinvest.ashx
- www.danskeinvest.dk
 - (30) http://www.danskeinvest.dk/web/show_page.text?p_nld=75&p_vPage=DIDKDK_ABOUT_US
 - (31) http://www.danskeinvest.dk/web/show_fund.produkt?p_nld=905&p_nFundgroup=75&p_nFund=1008
 - (32) http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=FACTSHEET_1823_75_da.pdf
 - (33) http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=FACTSHEET_1003_75_da.pdf
 - (34) http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=FACTSHEET_1454_75_da.pdf
 - (46) http://www.danskeinvest.dk/web/show_download.kid?isin=DK0010078070&lang=da
- www.degiro.dk
 - (51) https://www.degiro.dk/data/pdf/DK_Gebyrooversigt.pdf
- www.nordnet.dk
 - (52) <https://www.nordnet.dk/mux/web/nordnet/AFcourtage.html>
- www.sparnord.dk
 - (55) https://investeringsportal.sparnord.dk/investeringsinfo/samarbejdspartnere/summarisk_oversigt_over_praemiering
 - (65) <https://www.sparnord.dk/media/842355/aarsrapport-2014.pdf>
 - (72) https://www.sparnord.dk/media/854227/pdfPM_Indlaan-i-banken-koster-dig-allerede-penge_final.pdf

- alm.landbobanken.dk
 - (57) <http://alm.landbobanken.dk/Provisionsaftaler-med-investeringsforeninger.3382.aspx>
 - (59) <http://alm.landbobanken.dk/Regnskaber.3286.aspx>

- www.al-bank.dk
 - (56) <https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/samarbejdspartnere/>
 - (67) <https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/al-i-tal/regnskaber-mv/>

- www.nordea.dk
 - (71) <http://www.nordea.dk/PageTemplates/ContentWide.aspx?pid=38647&rw=1&url=/FundsNow/InfoOverview.aspx?isin=DK0016195944&subcategoryname=Globale+aktier+og+obligationer&buybuttonlink=&distribution=0&segment=CustomerDKNB&lang=da-DK&mode=on&shelves=DKNB,DKNB%20DFP&search=on&fundcategorytabs=Focus,All,Equity,Bonds,Mixed,Other,DFP>
 - (73) <http://www.nordeaprivatebanking.dk/Vores+løsninger/Diskretionær+Forvaltning/Private+Banking+Portefølje/1465932.html>

- sdw.ecb.europa.eu
 - (60) http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=231.CBD.A.U2.11.A.72003.X.X.Z5.0000.Z0Z.F#top
 - (61) http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=231.CBD.A.DK.67.A.72003.X.X.Z5.0000.Z0Z.F
 - (62) http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=231.CBD.A.DK.11.A.72004.X.X.Z5.0000.Z0Z.F
 - (63) http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=231.CBD.A.U2.11.A.72004.X.X.Z5.0000.Z0Z.F

- www.voxmeter.dk
 - (66) <http://voxmeter.dk/index.php/2015/01/19/arbejdernes-landsbank-nr-1-for-sjette-ar-i-traek/>

- www.abnamro.com
 - (69) <http://www.abnamro.com/en/investor-relations/index.html>

- www.certificeringsportalen.dk
 - (70) <https://www.certificeringsportalen.dk/Lovkrav/Facts%20om%20kompetencekrav%20og%20certificering/Gul%20og%20groen.aspx>

(Henvisninger tilgængeligt på internettet 18/4 2015)

I denne analyse vil du som læser få et indblik i, de udfordringer den finansielle sektor står overfor, når MIFID II og forbuddet mod formidlingsprovision træder i kraft.

Analysen giver et bud på hvor stort det økonomiske omfang er og viser samtidig læseren sammenhængen, mellem bank og investeringsforening.