

Det talte ord gælder!

InvesteringssForeningsRådets årsmøde 2009.

Formand for InvesteringssForeningsRådet direktør Hans Jørgen Larsens, Jyske Invest. Mundtlig beretning.

Som alle i salen ved, kan vi se tilbage på et meget udfordrende år på investeringsmarkederne og dermed for investeringsforeningerne.

I min beretning vil jeg begynde med at se kort tilbage på 2008, men generelt have mest fokus på branchens initiativer i forlængelse af finanskrisen. Hvad har vi allerede gjort – og hvad har vi sat i gang – for at sikre investorernes interesser. Derudover vil jeg præsentere vores ønsker til lovgivningen og dermed de rammebetingelser, som i sidste ende er med til at sikre, at vi kan præsentere investorerne for attraktive produkter. Jeg kan godt afsløre allerede nu, at skattereglerne vil være i fokus. Vi er også optaget af at kunne informere vores investorer godt, og her er vores risikoklassifikationer meget vigtige.

2008 blev et år, der på alle måder stod i finanskrisens tegn. Lidt forenklet kan man sige, at vores humør svinger i takt med tendensen på finansmarkederne. Når aktierne og obligationerne stiger, kan vi præsentere bedre afkast til investorerne – og modsat når kurserne dykker.

Det følger af de investeringsrammer, vi arbejder inden for. Og rammerne kommer fra lovgivningen. Med et investeringsbevis på bare 1.000 kroner kan investor blive medejer af mange forskellige aktier, en portefølje med europæiske obligationer eller noget helt tredje. Risikospredningen viste sin styrke sidste år – men betyder altså også, at vores afkast er koblet til udviklingen på investeringsmarkederne.

Når vi så oveni i en finanskrisen bliver ramt af en realøkonomisk krise, som påvirker vores 850.000 investorers privatøkonomi – ja så er det indlysende, at 2008 blev et ekstraordinært år. Et år der vendte op og ned på de gængse finansielle teorier. Et år hvor det unormale blev normalt. Og et år der vil præge finanssektoren lang tid fremover.

Branchens formue skrumpede i 2008 for første gang siden 1990. Fra 919 til 676 mia. kroner. Vi kan også se, at formuen er faldet yderligere med 4 pct. til 650 mia. kr. i 1. kvartal af 2009. Selvom aktiemarkederne blev mere positive i marts, så vi fortsat store indløsninger på over 5 mia. kr. fra vores private investorer.

Størstedelen af faldet i 2008 stammer fra aktieområdet, hvor vi måtte præsentere investorerne for store negative afkast. De såkaldte højrenteobligationer blev også hårdt ramt af finanskrisen. Til gengæld gav de danske obligationsafdelinger, som stadig udgør tyngden hos mange investorer, de bedste afkast i flere år.

Den enkelte investors afkast afhænger naturligvis helt og holdent af, hvordan han eller hun har valgt at placere sin opsparing. For den investor, der havde fordelt sine sparepenge nøjagtigt som gennemsnittet – og han eller hun findes selvfølgelig ikke – blev tabet på cirka 23 pct. i 2008.

Investeringssforeningernes sikkerhed og gennemsigthed – og pligt til altid at handle i og varetage investorerne interesse gav os gode kort på hånden under finanskrisen. Jeg vil mene, at branchen slap rimeligt gennem 2008 – selvom finanskrisen også gav os udfordringer. Vi måtte eksempelvis begære børspause i nogle af vores afdelinger for at beskytte investorerne. Vi måtte også øge de såkaldte spreads ved køb og salg - igen for at beskytte investorerne.

På europæisk plan reguleres arbejdet gennem det såkaldte UCITS-direktiv. Det ligger nu klar i sin fjerde udgave, der skal behandles i næste folketingssamling. UCITS IV er motorvejen til en endnu mere omkostningseffektiv europæisk industri baseret på fair konkurrence.

En af de store nyskabelser, som jeg ser frem til i UCITS IV, er den såkaldte centrale investorinformation. Den afløser det forenkede prospekt, der ikke har været et brugbart værktøj for de private investorer.

Den centrale investorinformation bliver fuldt standardiseret i hele EU. Den vil være på 2 A4 sider pr. afdeling med grundinformationer om afkast, omkostninger, risici og investeringsprofil. Målet er kommunikation i øjenhøjde med brugerne. Kommunikation, der er til at forstå. I øjeblikket bliver udkastene til den centrale investorinformation testet af forbrugere i otte europæiske lande. Vi ser frem til, at den centrale investorinformation kommer ud at arbejde i Danmark. Vi håber, at investorerne og rådgiverne i bankerne tager den til sig.

Risikodefinitionen er et element i den centrale investorinformation. Det er et vigtigt område – og også et grundelement i investeringsrådgivningen i bankerne. Men det var også et område, som gav os særlige udfordringer i 2008. Der findes ikke i øjeblikket entydige definitioner af, hvordan risiko skal måles og præsenteres. Nogen deler op i lav, middel og høj risiko. Andre har mere fintmaskede kategorier. Men man oplever også, at produkter og investeringsstrategier, der ligner hinanden, bliver kategoriseret helt forskelligt. Dagspressen har også været inde på dette. Og god rådgivning har været i centrum for debatten.

Men som nævnt kommer der i forbindelse med den centrale investorinformation nu ensartede europæiske principper på området. Det er noget, vi i branchen glæder os meget til. Vi har selv nedsat en arbejdsgruppe. Den skal analysere området og aktivt påvirke det europæiske arbejde.

Men det er bestemt ikke uden problemer.

Vi har i flere år i den danske branche offentliggjort risikomålet ”standardafvigelse” beregnet tre år bagud. Men sådanne mål ændres over tid, hvilket vi kunne se i 2008. Produkter, der tidligere blev anset for ret kursstabile, ændrede pludselig karakter og blev mere risikobetonede. Eksempelvis steg kursudsvingene i afdelinger med højrenteobligationer til det tredobbelte i løbet af 2008. Hvorledes tager man hensyn til dette tidsperspektiv? Hvordan tager man hensyn til skævheder i fordelingen og meget ekstreme stresssituationer som i 2008? Hvordan måler man risiko? Og hvordan præsenterer man risiko på en forståelig måde?

Det er de spørgsmål, vi nu vil adressere i vores egen arbejdsgruppe og på europæisk plan. Vi ser også frem til et samarbejde med Finanstilsynet om en hurtig implementering af den centrale inve-

storinformation og herunder risikoklassifikationer. Vi samarbejder også gerne med den øvrige finanssektor om dette vigtige emne.

En anden nyskabelse bliver en ny kategorisering af de enkelte afdelinger. Når investorer og rådgivere sammenligner investeringsforeningernes præstationer, er det vigtigt, at de sammenligner afdelinger, der reelt kan sammenlignes. Det nytter ikke noget at holde afkastet i en dansk aktieafdeling op mod afkastet i en europæisk obligationsafdeling. Den europæiske branche er nu gået sammen om at udvikle en fælleseuropæisk kategorisering – European Fund Classification – baseret på uafhængige screeninger af porteføljerne. Denne klassifikation er nu afsættet for, at vi revurderer vores nuværende nationale kategorisering af afdelinger – og i samme åndedrag lægger vi flere informationer om de enkelte afdelinger på branchens fælles hjemmeside.

Informationsarbejdet er en mærkesag for de danske investeringsforeninger – og sidste år fik vi da også ros fra Konkurrencestyrelsen i forbindelse med, at styrelsen analyserede åbenheden i pensionssektoren. Vi har eksempelvis i mere end 25 år offentliggjort officielle afkaststatistikker, hvor vi måler investeringsforeningernes historiske resultater. Forening for forening. Afdeling for afdeling. Det gør det nemt for investorer, rådgivere og andre at vurdere foreningernes resultater. I Danmark offentliggøres eksempelvis kun et afkasttal pr. afdeling. I udlandet er det ikke unormalt, at investor har adgang til flere forskellige afkasttal for en afdeling. Og hvilket er så det rigtige? Afkasttallene er suppleret med avancerede udsvingsmål og risikonøgletal – det sidste efter ønske fra blandt andet medierne for nogle år siden. Så vi søger at være lydhøre over for ønsker udefra, men tager også selv initiativer, der forbedrer investorinformationen.

Eksempelvis introducerede vi i 2008 en ÅOP-beregner på vores hjemmeside. Omkostningsnøgletallet ÅOP samler alle investorenes omkostninger i et overskueligt nøgletal. Vi udviklede ÅOP i 2007 i et tæt samarbejde med blandt andre Konkurrencestyrelsen, Finansrådet og Dansk Aktionærforening. Men vi er gået et skridt videre og har forhåbentlig gjort nøgletallet endnu mere brugervenligt. Nu kan man beregne ÅOP med sin egen individuelle investeringshorisont.

Hertil kommer det ganske betydelige arbejde i de enkelte investeringsforeninger med årsrapporter, hjemmesider og medlemsblade. De fleste investeringsforeninger offentliggør afdelingernes porteføljer – altså de helt konkrete investeringer, investeringsforeningerne foretager på investorenes vegne – hver måned. Jeg vil vove den påstand, at de danske investeringsforeninger er en af de mest åbne brancher overhovedet – selvom man nogle gange kan få det modsatte indtryk, når man følger den offentlige debat.

Analysehuset Morningstar bidrager også til gennemsigtigheden i branchen. Morningstar måler de danske investeringsforeningers præstationer i forhold til resultaterne fra det øvrige Europa. De når frem til den for os og investorerne tilfredsstillende konklusion, at de danske investeringsforeninger under et præsterer afkast, der placerer os blandt de bedste i Europa. En af forklaringerne er, at de danske investeringsforeninger har lave omkostninger sammenlignet med det øvrige Europa. På obligationsområdet var vi næstbilligst i 2007 og på området aktivt styrede aktieafdelinger var vi de billigste.

Omkostningssiden ved at investere i forening er vigtig – og påkalder sig da også traditionelt stor opmærksomhed. Vi søger at bidrage til åbenhed på området gennem dels vores statistikker og dels en årlig omkostningsanalyse. Årets analyse kom lige efter påske. Den viste blandt andet, at administrationsomkostningerne på detailområdet faldt over 800 mio. kroner i 2008 som følge af den fal-

dende formue. Hovedparten af foreningernes omkostninger afregnes som en procentsats af formuen og varierer dermed i forhold til formuen. De faste omkostninger vægtede omvendt lidt tungere i 2008 som følge af, at de skulle fordeles på en lavere formue. Omkostningerne er en konkurrenceparameter for investeringsforeningerne og skal ses i forhold til indholdet af det enkelte produkt. Derfor er nogle produkter billige – andre er dyrere. Det er med til at skabe valgmuligheder for investorerne.

Den effektive danske infrastruktur medvirker til det konkurrencedygtige danske omkostningsniveau. Jeg tror ikke, at jeg træder nogen over tærne, når jeg i en dansk forsamling siger, at Danmark er lysår foran udlandet på dette område. VP Securities, banksystemerne, FundCollect og vores samarbejde med OMX om InvesteringssForeningsBørsen er de byggesten, der tilsammen sikrer en god infrastruktur. På InvesteringssForeningsBørsen kan man – uafhængigt af hvilken bank man er kunde i – handle afdelinger online gennem dagen. Det er med til at give investorerne valgmuligheder. Og det bidrager til konkurrence og gennemsigtighed.

I resten af min tale vil jeg komme ind på de rammebetingelser, vi arbejder under og som påvirker medlemmernes afkast.

Investeringssforeningerne har opgaven med at være et effektivt og gennemreguleret bindeled mellem investorerne og kapitalmarkederne. Dermed er vi en del af det finansielle kredsløb og med til at sikre en optimal ressourceallokering i samfundet.

Private kan investere pensionsopsparing og frie midler i investeringsbeviser. Branchen forvalter 4 ud af 10 værdipapirkroner hos private danske investorer. Hertil kommer indskud fra blandt andet erhvervsvirksomheder, fonde, legater, almennyttige boligselskaber og kommuner. Landets institutionelle investorer, som blandt andet har opgaven med at passe danskernes store pensionsopsparinger, benytter investeringsforeningsløsningen i stort omfang. Det betyder, at afkastene af investeringsbeviser og investeringsforeningernes rammebetingelser har betydning for langt flere danskere, end de 850.000, der ejer investeringsbeviser direkte.

Heldigvis oplever vi stor lydhørhed i det daglige samarbejde med myndighederne. Et godt eksempel er arbejdet med at få etableret andelsklasser på dansk grund. Lad mig forklare, hvad det går ud på:

Mange investorer ønsker eksempelvis at investere i amerikanske aktier. Nogle vil have mulighed for valutagevinster oveni – andre foretrækker, at valutarisikoen bliver fjernet.

En dansk investor ønsker sikkert, at afkastet bliver gjort op i danske kroner, mens en hollandsk nok foretrækker euro. Indtil nu har vi skullet oprette og administrere forskellige afdelinger for at håndtere disse forskellige investorbehov. Fremover kan det klares via én samlet portefølje med amerikanske aktier – en portefølje der udbyder klasser, som hver især lever op til investorernes ønsker. Det sikrer attraktive produkter til attraktive priser – og forhåbentlig kan det også bane vejen for større eksport af danskproducerede investeringsbeviser, fordi andelsklasser er meget almindeligt i udlandet. Andelsklasser er på vej ind i dansk lovgivning efter et godt og konstruktivt samarbejde med myndighederne. På grund af skattereglerne kan vi kun oprette akkumulerende klasser. En forenkling af skattereglerne kan bane vejen for også at anvende andelsklasser i udloddende afdelinger og dermed imødekomme flere investorers behov.

Branchen vil gerne medvirke til at gennemføre alle initiativer, der kan styrke vores produkt og dermed tilbuddet til investorerne. Men vi bør se det som en fælles opgave at undgå overregulering i kølvandet på finanskrisen – og herunder have den fælles ambition kritisk at vurdere de enkelte forslag, der måtte dukke op. Man kan ikke bebrejde myndighederne, hvis de her midt i orkanen mener, at tillid er godt, men kontrol er bedre. Vi har dog allerede meget velfungerende reguleringsmekanismer på investeringsforeningsområdet.

Vi ønsker altså ikke, at bekendtgørelser og lovtekster bliver længere. Til gengæld ser vi gerne, at sagsbehandlingstiden hos Tilsynet bliver kortere. Det er også et ønske i andre europæiske lande.

I den såkaldte Hvidbog fra EU-Kommissionen i 2006 fremhæves det, at lang godkendelsestid på investeringsforeninger er en ulempe i sammenligning med andre investeringsprodukter og individuelle værdipapirer. Derfor mener vi, at vi har en fælles opgave med at sikre kortere sagsbehandlingstid og dermed konkurrencekraft til det velregulerede investeringsforeningsprodukt. Branchen kan også selv bidrage ved at indlevere gennemarbejdede dokumenter til Tilsynet. Det betyder, at foreningerne hurtigere kan lancere nye produkter til investorerne.

Et andet område, der kalder på ændring, er det såkaldte kapitaldækningsdirektiv. Investeringsbeviser er produkter med indbygget risikospredning. Alligevel stilles der krav om, at banker, der selv ejer investeringsbeviser, skal have mere egenkapital, end hvis de havde købt aktier direkte. Og banker, der yder lån til en kunde mod sikkerhed i kundens investeringsbeviser, skal have mere egenkapital, end hvis kunden havde et depot med f.eks. 2-3 forskellige aktier. System opfordrer banker og investorer til at løbe en unødigt risiko. InvesteringsForeningsRådet søger derfor at rejse sagen på den overordnede politiske dagsorden i Europa via vores europæiske brancheorganisation, EFAMA. Hvis Danmark har viljen til at finde rimelige løsninger, er den danske branche klar til at sikre en enkel og effektiv dataløsning. Dermed sikres det, at investeringsbeviser ikke belaster bankernes egenkapital unødigt, når de ligger til sikkerhed eller ejes af bankerne selv. InvesteringsForeningsRådet ser frem til at samarbejde med Finanstilsynet om at benytte de fortolkningsmuligheder, der er i direktivet. Ingen har gavn af den nuværende situation. Tværtimod vil alle nyde godt af, at sagen kommer på plads: låntagerne, bankerne, investeringsforeningerne og samfundet under ét.

Et af vores store ønsker er en samlet reform af kapitalafkastbeskatningen. Afkastet af investeringsbeviser skal beskattes på lige fod med andre investeringsaktiver for at sikre fair konkurrencevilkår. Skatten på investeringsbeviser afspejler derfor kompleksiteten i beskatningen af de underliggende aktiver. Vi har i dag en opdeling af beskatningen på frie midler i aktieindkomst og kapitalindkomst. Afledte finansielle instrumenter beskattes helt særskilt. Det er problematisk, at de forskellige typer af indkomst ikke kan modregnes i hinanden.

En af konsekvenserne af de flere indkomstarter er, at der reelt bliver forbud mod, at en investeringsforening kan afdække valutarisikoen i en aktieafdeling og dermed reducere risikoen for investorerne.

Vi glæder os over, at skattereformen nu lægger op til en lavere beskatning af positiv kapitalindkomst og aktieindkomst. De forskellige satser for beskatningen nærmer sig mere hinanden. Men vi ser meget gerne, at vi kunne tage et stort skridt videre, så de forskellige typer af kapitalafkast kunne slås sammen til ét samlet kapitalafkast, som beskattes med samme satser – skatten kan for den sags skyld fortsat være progressiv. Vi kender det i forvejen fra f.eks. Sverige. Det vil i meget høj grad kunne forenkle hele kapitalafkastbeskatningen og dermed også føre til en meget stor forenkling af

beskatningen af investeringsbeviser. Et mere enkelt skattesystem vil også understøtte den danske aktiekultur.

Vi kan se, at Skattekommissionen har været inde på dette, jeg citerer: ”Skattekommissionen anbefaler derfor, at der på længere sigt tages yderligere skridt i retning af en nedbringelse af skattesatser på positiv kapitalindkomst (så asymmetrien ved beskatningen af positiv og negativ kapitalindkomst nedbringes), samt at der tages yderligere skridt i retning af en mere ensartet beskatning af alle former for formueafkast, også med henblik på at forenkle kapitalindkomstbeskatningen”.

For fem dage siden foreslog regeringen i sit skatteudspil en ændring af beskatningen for selskaber, der også vil afskaffe 3 års reglen for investeringsforeningerne. Det vil betyde, at vi ikke længere skal skelne mellem aktier, vi har ejet i under og over 3 år. Det er en forenkling og dermed en god idé. Men samtidig har regeringen også foreslået, at foreningerne skal udlodde – altså udbetale - alle realiserede avancer på aktier, hvor det indtil nu kun er avancer på aktier, der har været ejet mindre end 3 år. Det synes vi er en meget dårlig idé.

Vores forslag er, at man skal følge Skattekommissionens anbefaling på dette område. Kommissionen skrev ”Det skal ikke være mindre attraktivt at investere i aktiebaserede investeringsforeninger sammenlignet med at investere i en aktie, hvor den løbende beskatning kun omfatter udnytter”. Vi ser gerne, at vores udlodning skal bestå af renter og udbytter – og at investorerne bliver beskattet af gevinster, når de sælger deres investeringsbeviser.

Ifølge lovforslaget er det regeringens hensigt - og jeg citerer - ”at beskatningen af investeringer i udloddende investeringsforeninger skal afspejle beskatningen ved den direkte investering”. Det er vi enige i, men desværre lever lovforslaget ikke op til regeringens hensigt, da investorerne bliver beskattet langt tidligere end ved den direkte investering i aktier.

Årsagen til miseren er, at skattelovforslaget ikke tager højde for, at investeringsforeninger **ifølge loven** er forpligtet til at sælge aktier for at skaffe penge til investorer, der vil indløse deres investeringer. Derved realiserer foreningen aktieavancer, som ifølge lovforslaget skal udloddes som udbytte.

Den unødvendige udlodningspligt betyder, at den ene investors salg af beviser smitter af på alle investorer, der ikke har solgt deres investeringsbeviser. Og det sker, selvom de sælgende investorer bliver beskattet af gevinsten på deres beviser. Vi må tage klart afstand fra, at vi skal tvangsudlode alle gevinster, da det vil være til stor og urimelig skade for vores over ½ mio. små aktieinvestorer. Kort og godt bliver investorerne stillet markant ringere, end hvis de selv investerede i aktier, hvor skatten først forfalder, når de sælger deres aktier. Jeg vil give jer nogle eksempler herpå:

- Hvis en investor eksempelvis sælger sine investeringsbeviser, kommer han til at betale skat af sin gevinst på beviserne. Men er det rimeligt, at alle andre private investorer i foreningen får fremrykket deres beskatning, fordi den førstnævnte investor sælger sine beviser?
- Et andet eksempel: Er det rimeligt, at nye investorer, der endnu ikke har tjent noget på investeringsbeviserne, kommer til at betale skat af gevinster, der er optjent i foreningen, før de har købt beviserne?
- For det tredje: Er det rimeligt, at fremrykningen af beskatningen på investeringsbeviser udhuler og til sidst fjerner den skattefrie aktieavance for investorer med små beholdninger under 100.000 kroners grænsen? De blev lovet skattefrihed, men avancerne bliver i stedet til

skattepligtigt udbytte. Og hvis investorerne senere får tab på beviserne, kan de ikke trækkes fra.

- For det fjerde betyder den unødvendige udlodningspligt, at foreningen først skal sælge aktier for at få penge til at udbetale udbyttet. Og dernæst skal investorerne geninvestere udbyttet for at vedligeholde deres investering. Begge dele giver ekstra omkostninger og skader den langsigtede opsparing.

Så der er mange grunde til, at man med fordel kan følge Skattekommissionens forslag i stedet og tillade akkumulering af realiserede avancer, så skatten betales, når investor sælger sit investeringsbevis. Det tager hensyn til investeringsforeningernes egenart, og det svarer til reglerne i udlandet.

Skatteministeriet forsøger i sit høringsnotat at afveje branchens forslag om akkumulering af avancer på følgende måde: *”Det forhold, at blivende medlemmer af en investeringsforening påvirkes økonomisk af udtrædende medlemmer, er et vilkår ved det konkrete medlemskab og er ikke noget, der skal afhjælpes gennem skattereglerne”*.

Men hvordan kan det så være, at man kan finde løsninger i andre lande, vi normalt sammenligner os med. Eksempelvis i England, Tyskland, Norge og Sverige tillader man akkumulering af realiserede avancer, så skatten betales, når investor sælger sit investeringsbevis. Her tager man hensyn til opsparingsformen.

Hvorfor kan Danmark ikke - i modsætning til andre lande - finde en rimelig beskatning af en opsparingsform, der ifølge loven har indbygget investorbeskyttelse?

Derfor må vi klart appellere til politikerne om at ændre dette forslag, som vil være til stor skade for 500.000 mindre aktieinvestorer, der ikke kan investere på egen hånd, men som investerer via forening. Og vi skal understrege, at der ikke er tale om, at investorerne skal slippe for at betale skat af deres gevinster. Skatteprovenuet for staten er det samme. Vi mener blot, at skatten skal betales, når man **selv** sælger sit investeringsbevis og ikke fordi **andre** gør det. Vi medvirker gerne konstruktivt til at finde den endelige model sammen med Skatteministeriet. Og jeg vil opfordre til, at vi trækker i arbejdstøjet med det samme.

Jeg vil slutte, hvor jeg begyndte – nemlig med at vende blikket mod finansmarkederne. Den seneste tid er der blæst lidt mildere vinde, men ingen ved, hvornår finanskrisen ebber endeligt ud, og aktierne igen har pil opad. Alle investorer må derfor fortsat leve med usikkerheden, og det er også derfor, at vi altid råder til at investere langsigtet. Her ser vi gode muligheder for et godt afkast, efter at vi nu har haft et årti med to af de største finanskriser i dette århundrede. En global aktieportefølje har givet negativt afkast over de seneste 10 år – men som regel giver aktier bedre langsigtede afkast end obligationer. Vi tror på, at de næste 10 år vil vise sig fra en mere positiv side. Og skulle det – mod forventning – vise sig ikke at holde stik, så er der måske trøst et hente i en nylig analyse fra eksperter på London Business School. De indleder med at skrive:

”En uge kan være lang tid i politik, men et 10-år er alt for kort tid til at vurdere aktieafkast”.

Med disse ord og med håbet om mere medvind på finansmarkederne i de kommende år vil jeg slutte min beretning.

Tak for opmærksomheden.