

Penge- og Pensionspanelet

Anskueliggørelse af investeringsomkostninger

16. januar 2018

Denne rapport er udarbejdet af en arbejdsgruppe under Penge- og Pensionspanelet. Opgaven var at udvikle en metode og deraf afledte nøgletal til at anskueliggøre effekten af investeringsomkostninger. Dette arbejde er yderligere dokumenteret i et teknisk notat.

Målgruppen er Penge- og Pensionspanelet og eksterne fagpersoner, men kun indirekte finansielle forbrugere.

Arbejdsgruppen

Arbejdsgruppen havde følgende deltagere:

Troels Hauer Holmberg, Forbrugerrådet Tænk
Henrik Munck, Forsikring & Pension
Mogens Steffensen, Københavns Universitet
Carsten Tanggaard, Aarhus Universitet
Solveig Råberg Tingey, FinansDanmark

Carsten Tanggaard var formand for arbejdsgruppen. Anne Marie Dahl Vestergaard, Finanstilsynet, assisterede med arbejdet.

Sammenfatning

Arbejdsgruppens hovedresultat er en model og to letforståelige nøgletal, der hver for sig besvarer et simpelt spørgsmål om investeringsomkostninger.

For det første om effekten på det livslange forbrug. Hvor meget reducerer omkostninger i gennemsnit forbruget gennem hele livet?

For det andet om effekten på tilbagetrækningsalderen. Hvor meget skal man udsætte tilbagetrækning på grund af omkostninger, hvis man ønsker at opretholde det samme livslange forbrug?

Modellen og nøgletallene er nærmere dokumenteret i den tekniske rapport, der også indeholder en række beregningseksempler. Et udvalg af disse eksempler præsenteres nedenfor.

I det følgende benyttes begrebet *investeringsomkostningsprocenten* eller blot *omkostningsprocenten*. Omkostningsprocenten er investeringsomkostningerne udtrykt som en procentandel af investeringen. De årlige omkostninger i procent (ÅOP) er et standardiseret nøgletal for omkostningsprocenten, der beregnes og offentliggøres for både investeringsforeninger og pensionsselskaber.

Modelberegningerne og eksemplerne kan opsummeres på følgende måde.

Hver gang omkostningsprocenten stiger med 0,5 %, reduceres det livslange forbrug med ca. 1,2 % for lave indkomster og med ca. 2,3 % for høje indkomster. Tallene kan skaleres inden for visse rimelige grænser. Det betyder, at effekterne bliver dobbelt så store med en omkostningsprocent på 1. Når effekten er større for personer med høj indkomst, skyldes det, at disse har relativt lavere offentlige pensioner. Personer med relativt lave offentlige pensioner skal i højere grad bruge det finansielle system til egen opsparring og er derfor mere påvirkede af investeringsomkostninger.

Hver gang omkostningsprocenten stiger med 0,5 %, skal tilbagetrækning udsættes med ca. 2 år for at opretholde det livslange forbrug. Dette tal afhænger hverken af arbejdsindkomst, offentlige pensioner eller af afkast før omkostninger. Tallet kan skaleres inden for rimelige grænser, hvilket betyder, at en stigning på 1 procentpoint i investeringsomkostninger vil betyde ca. 4 års senere tilbagetrækning. En stigning i omkostningsprocenten på 0,25 % må tilsvarende forventes at betyde ca. 1 års senere tilbagetrækning.

Ovenstående tal er beregnet på grundlag af en model og dens forudsætninger. Endvidere er alle eksempler beregnet under standardiserede forudsætninger om afkast, omkostninger, indkomster og levetider. Der vil således være afvigelser i forhold til faktisk realiserede

afkast, omkostninger, indkomster og levetider. Det er dog arbejdsgruppens vurdering, at både beregningsmodellen og de valgte forudsætninger om parametre er robuste og repræsentative. Interesserede kan læse yderligere i det tilhørende tekniske notat og selv lave andre eksempler.

Effekter af investeringsomkostninger er i eksemplerne beregnet med udgangspunkt i et referenceafkast. Som referenceafkast er valgt FinansDanmark og Forsikring & Pensions samfundsforudsætninger.

I de to forslag til nøgletal ligger implicit, at investeringsomkostninger alene medfører negative effekter. Arbejdsgruppen har ikke fundet det muligt på en objektiv måde at indregne mulige gavnlige effekter (eksempelvis højere bruttoafkast) af et givet omkostningsniveau.

De to foreslåede nøgletal har alene til formål at gøre det lettere at forstå den isolerede effekt af investeringsomkostninger uden hensyntagen til mulige gavnlige effekter (en alt andet lige forudsætning), eller om investeringsomkostninger er betaling for andre ydelser.

Arbejdsgruppens ideer

En person forbruger en del af sin løbende indkomst. Overskydende indkomst spares op. I arbejdsårene opbygges derfor finansiell formue, der nedspares i pensionistårene. Opsparingen i arbejdsårene investeres i finansielle instrumenter. Med kendt levetid, indkomst og forbrug kan personen planlægge sit forbrug således, at pengene slår til hele livet. Formueudviklingen følger den blå (stiplede) kurve i figuren.

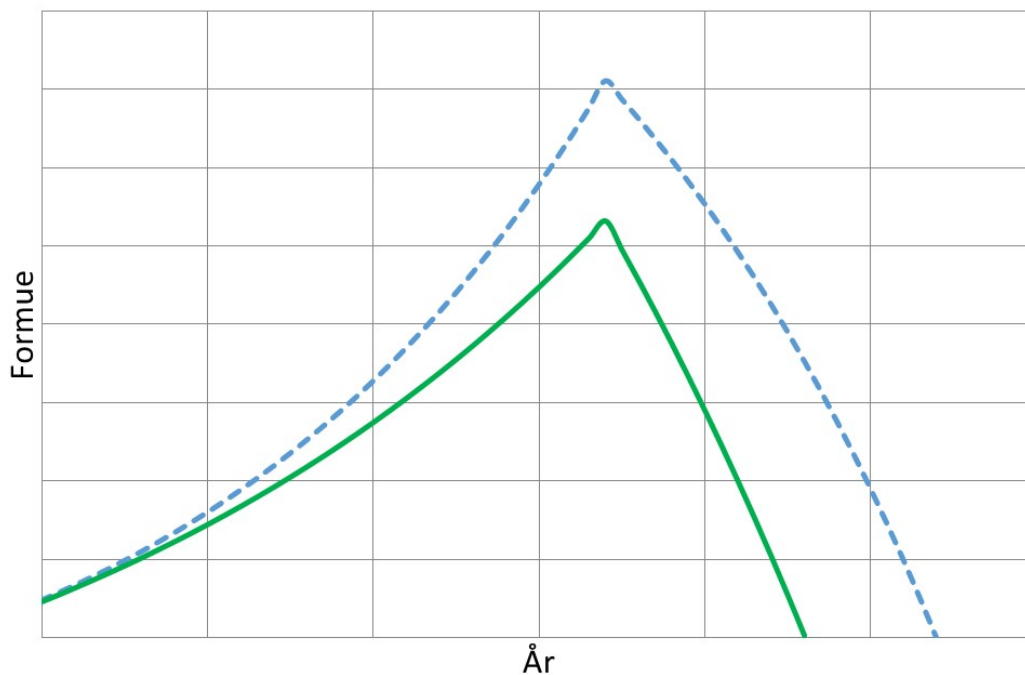
Investeringsomkostninger vil reducere afkastet af finansiell opsparing. Dette er illustreret ved den grønne (fuldt optrukne) kurve i figuren. Når der føjes omkostninger til beregningen, vil opsparingen altså ikke kunne række hele livet.

Denne effekt af investeringsomkostninger kan kompenseres gennem nedsat forbrug eller forøgede indkomster.

Arbejdsgruppen foreslår derfor to nøgletal til at illustrere effekten af investeringsomkostninger.

Udgangspunktet er et *livslangt konstant forbrug*, der netop sikrer, at opsparingen rækker hele livet. I det følgende bare kaldet det *livslange forbrug*.

Den *procentvise reduktion i det livslange forbrug* som følge af omkostninger er arbejdsgruppens **første forslag** til nøgletal for betydningen af investeringsomkostninger.



Investeringsomkostninger kan også kompenseres gennem senere tilbagetrækning.

Arbejdsgruppens **andet forslag** til nøgletal er derfor det antal år, som tilbagetrækning skal udsættes for at opretholde det samme livslange forbrug som i en hypotetisk situation uden omkostninger.

Det skal understreges, at arbejdsgruppens opgave ikke har været at udvikle en detaljeret og virkelighedsnær model for indkomst, forbrug, opsparing og investering. Arbejdsgruppens arbejde kan derimod ses som et forsøg på at oversætte et standardnøgletal som ÅOP til andre nøgletal, der er mere nærværende og forståelige for forbrugere. De to nøgletal er derfor udviklet inden for rammerne af den simplest mulige model, der, efter arbejdsgruppens vurdering, stadig kan fortælle noget interessant om effekten af investeringsomkostninger i et livslangt perspektiv.

Eksempler

Eksemplerne i det følgende er baseret på modellen, der er beskrevet i det tekniske notat. Endvidere på en række forudsætninger om parametre.

Forudsætninger

Indkomster

Betegnelserne høj og lav indkomst skal i eksemplerne forstås på følgende måde. *Høj indkomst* er 600.000 kr. årligt. *Lav indkomst* er 300.000 kr. årligt. I eksemplerne er offentlige pensioner sat til 75.000 kr. (ved høj arbejdsindkomst) og 150.000 kr. (ved lav arbejdsindkomst). Alle beløb er i faste priser og konstante over tid.

Alle resultater i eksemplerne drives af forholdet mellem arbejdsindkomst og offentlige pensioner og eventuel arbejdsindkomst som pensionist. Personer med høje indkomster relativt til offentlige pensioner har mere brug for finansiel opsparing og rammes derfor relativt hårdere af investeringsomkostninger.

Der er således ikke gjort noget detaljeret forsøg på at kalibrere eksemplerne til virkelige indkomster og pensioner eller til forudsætninger om fremtidens pensionssystem. Beregningsantagelserne er på dette punkt alene valgt med henblik på at illustrere effekten af større eller mindre brug af det finansielle system.

Afkast

Alle numeriske resultater i det følgende er beregnet med udgangspunkt i et nominelt afkast på 5,5 %. Et afkast på 5,5 % er med udgangspunkt i samfundsforudsætningerne for 2021 og fremover det forventede afkast, der opnås ved en aktieandel på 50 %.¹ Antagelsen om en 50 % aktieandel bruges også i *pensionsinfo.dk*. Samfundsforudsætningernes afkast er nominelle. Omregning til reale afkast sker med inflationsraten, der også er fra samfundsforudsætningerne.

Tabel 1: Uddrag af samfundsforudsætninger om afkast og inflation

Instrument	Afkast	
	Frem til 2021	2021 og fremover
Aktier og ejendomme	5 %	7 %
Obligationer	2 %	4 %
Inflation	1 %	2 %

Kilde: Forsikring & Pension og FinansDanmark.

I det tekniske notat findes yderligere eksempler beregnet under både højere (7 %) og lavere afkastforudsætninger (4 %). Også disse er fastsat med udgangspunkt i samfundsforudsætningerne.

¹ Se tabel 1.

Omkostninger

Udgangspunktet er danske investeringsforeningers årlige omkostninger i procent (ÅOP), der indeholder alle løbende omkostninger til administration, formuepleje, markedsføring samt investors omkostninger ved køb og salg af investeringsbeviser. Arbejdsgruppen har vurderet, at investeringsomkostningerne i pensionsinstitutter er sammenlignelige med investeringsforeningernes ÅOP. Tabel 2 indeholder data for ÅOP indsamlet af Erhvervs- og Vækstministeriet i 2015.

Tabel 2: Årlige omkostninger i procent (ÅOP) for udvalgte investeringskategorier.

	Aktier			Obligationer	
	Danske	Udenlandske	Globale	Danske	Øvrige
Aktive	1,77 %	1,99 %	2,05 %	0,68 %	1,37 %
Passive	0,79 %	0,96 %	0,74 %	0,29 %	1,44 %

De viste tal er indsamlet af arbejdsgruppen om investeringsforeningers betaling af formidlingsprovisioner (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015). ÅOP inkluderer investeringsforeningens løbende omkostninger til administration, formuepleje og markedsføringsomkostninger samt investors omkostninger ved køb og salg af investeringsbeviser. Procentbeløbene er formuevægtede gennemsnit for alle investeringsforeningsafdelinger i kategorien (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015, side 158).

På baggrund af tallene i tabel 2 har arbejdsgruppen til brug for eksempler fastlagt to niveauer af omkostninger. Den lave investeringsomkostningsprocent (ÅOP) er i eksemplerne sat til 0,75 %. Den høje investeringsomkostningsprocent (ÅOP) er i eksemplerne sat til 1,50 %. Begge ved en aktieandel på 50 % og dermed et afkast før omkostninger på 5,5 %.

Levetid

Beregningerne bygger også på antagelser om levetid og antal år på pension. Alle beregninger er lavet for en person, der indtræder på arbejdsmarkedet som 30-årig, går på pension som 70-årig og lever i 90 år.

Opsummering af eksempler

Samfundsforudsætningernes afkast bruges som reference ved beregning af nøgletal. Der beregnes desuden et afkast efter omkostninger. De to afkast sammenholdes og omregnes til de to nøgletal.

For *lave indkomster* betyder *lave omkostninger* en reduktion på 1,8 % i livslangt forbrug. Tilsvarende betyder *høje omkostninger* 4,0 % reduktion i livslangt forbrug.

For *høje indkomster* betyder *lave omkostninger* en reduktion på 3,4 % i livslangt forbrug. Tilsvarende betyder *høje omkostninger* en 7,4 % reduktion i livslangt forbrug.

Investeringsomkostninger kan kompenseres gennem senere tilbagetrækning i stedet for gennem nedsat forbrug.

Ved *lave omkostninger* skal tilbagetrækning udsættes med 3,0 år som følge af omkostninger. Ved *høje omkostninger* skal tilbagetrækning udsættes med 5,8 år.

Detaljer om disse beregninger kan findes i det tekniske notat.

Eksempel 1

En person har i 40 år en årlig arbejdsindkomst, der er 300.000 kr. I 20 år som pensionist opnås årlige offentlige pensioner på 150.000 kr. Alle beløb er i faste priser. Opsparing forrentes med 5,5 % før omkostninger.

Lave omkostninger reducerer det livslange forbrug med 1,84 %. Hvis personen investerer med høje omkostninger, reduceres livslangt forbrug med yderligere 2,12 procentpoint til 3,96 %.

Personen ønsker måske at kompensere omkostningerne ved senere tilbagetrækning. Mere præcist skal den senere tilbagetrækning sikre et livslangt forbrug, der netop svarer til forbruget uden omkostninger.

Det betyder, at investeringsomkostninger på lavt niveau forsinker tilbagetrækning med 3,03 år. Omkostninger på det høje niveau forsinker tilbagetrækning med yderligere 2,81 år til samlet 5,84 år.

Eksempel 2

En person har i 40 år en årlig arbejdsindkomst, der er 600.000 kr. I 20 år som pensionist opnås offentlige pensioner på 75.000 kr. Alle beløb er i faste priser. Opsparing forrentes med 5,5 % før omkostninger.

Lave omkostninger reducerer det livslange forbrug med 3,42 %. Hvis personen i stedet investerer med høje omkostninger, reduceres livslangt forbrug med yderligere 3,95 procentpoint til 7,37 %.

Personen ønsker måske at kompensere omkostningerne ved senere tilbagetrækning i stedet for en nedgang i forbrug. Mere præcist skal den senere tilbagetrækning sikre et livslangt forbrug, der netop svarer til forbruget uden omkostninger.

Det betyder, at investeringsomkostninger på lavt niveau forsinket tilbagetrækning med 3,03 år. Omkostninger på det høje niveau forsinket tilbagetrækning med yderligere 2,81 år til samlet 5,84 år.

En sammenligning med eksempel 1 viser, at tilbagetrækningseffekten ikke afhænger af indkomster og offentlige pensioner. Tallene er de samme i begge eksempler. Det er ikke nogen fejl. Det tekniske notat giver forklaringen. Til gengæld er effekten på livslangt forbrug afhængig af arbejdsindkomst og offentlige pensioner. Personen med høj indkomst og lav offentlig pension har mest brug for det finansielle system og er derfor relativt mest påvirket af investeringsomkostninger.

Mere om tekniske forudsætninger

Konstant forbrug

Konstant livslangt forbrug er en antagelse i modellen. Denne antagelse kan begrundes ud fra en passende livscyklusmodel. Det tekniske notat indeholder flere overvejelser på dette punkt.

Afkast

Som det fremgår, bygger beregningerne på et i al fremtid kendt og konstant investeringsafkast. Det vil sige, at afkastet skal forstås som en rente. Arbejdsgruppen vurderer, at antagelserne om afkast ikke har afgørende indflydelse på rapportens konklusioner. Det tekniske notat indeholder flere overvejelser på dette punkt.

Levetider

Levetiden i eksemplerne er fastlagt med udgangspunkt i Finanstilsynets benchmark for levetidsforudsætninger.² Der er ikke regnet med stokastiske levetider. Arbejdsgruppen vurderer, at denne antagelse ikke har afgørende indflydelse på rapportens konklusioner. Det tekniske notat indeholder flere overvejelser på dette punkt.

Skat

I beregningseksemplerne er der set bort fra skat af indkomster og investeringsafkast. Arbejdsgruppen vurderer, at denne antagelse ikke har afgørende indflydelse på rapportens konklusioner. Det tekniske notat indeholder flere overvejelser på dette punkt.

² Finanstilsynet (2016).

Andre overvejelser

Livscyklusperspektivet

Arbejdsgruppens opgave har ikke specielt været at se på omkostninger i pensionsopsparing, men udgangspunktet i livscyklusovervejelser gør det alligevel naturligt at tænke på disse omkostninger i sammenhæng med pension eller i det mindste i et livscyklusperspektiv.

Dette hænger også sammen med, at de foreslåede nøgletal ikke kan bruges til at vurdere enkelte isolerede investeringselementer. Nøgletallene kan heller ikke umiddelbart benyttes for personer, der allerede har opsparet formue.

Dette gør, at nøgletallene bedst ses som en markering af de samlede konsekvenser af omkostninger ved hele opsparingen og i hele livet.

En eventuel videreudvikling af nøgletallene til mere partielle analyser ligger uden for arbejdsgruppens kommissorium.

Lån og samtidig finansiel opsparing

Det lå i arbejdsgruppens kommissorium at belyse effekten af på samme tid at have finansiel opsparing og lån. Det tekniske notat indeholder en række overvejelser og eksempler, som interesserede kan læse.

ÅOP

I eksemplerne er det forudsat, at der findes et enkelt tal for investeringsomkostninger udtrykt som en procentandel af den samlede investering. Det bedste lettilgængelige tal er investeringsforeningernes årlige omkostninger i procent (ÅOP). ÅOP er beregnet efter en brancheaftale mellem IFB, Forbrugerrådet Tænk, Erhvervsministeriet og FinansDanmark mfl.³

Der beregnes også et ÅOP tal for pensionsinstitutter. Selvom beregningsmetoden ikke helt kan sammenlignes med investeringsforeningernes nøgletal er hensigten også at opsummere investeringsomkostninger i et enkelt nøgletal.

³ Finanstilsynet, 2007.

Forståelse og anskueliggørelse af investeringsomkostninger

Modellen i dette notat viser, at det, der kan virke som mindre reduktioner i afkastet efter omkostninger som følge af øgede investeringsomkostninger, kan føre til ret markante reduktioner i det livslange forbrug eller udsættelse af tilbagetrækningen fra arbejdsmarkedet.

Der er to forklaringer.

Resultatet er dels en konsekvens af, at der aggregeres over omkostninger over en længere periode og over en stigende formue. For at anskueliggøre omfanget af investeringsomkostninger over et arbejdsliv er det således ikke dækkende alene at anvende ÅOP.

Den anden forklaring er, at i beregningen af ÅOP sættes de samlede omkostninger i forhold til den investerede formue.

Dette skal ikke forstås som en kritik af ÅOP, idet formålet med ÅOP ikke er at anskueliggøre omfanget af investeringsomkostninger over en længere periode. Formålet med ÅOP er at muliggøre en sammenligning af forventede omkostningsniveauer i investeringsfonde. ÅOP kan dermed anvendes til at rangere investeringsfonde efter deres omkostningsniveauer, så investor kan træffe et mere oplyst valg af investeringsfond.

En anden måde at anskue omkostninger er derfor at se på omkostningerne relativt til det opnåede investeringsafkast.⁴ Denne pointe kan forstås på følgende måde.

I eksemplerne ovenfor er afkastet antaget til 5,5 %, og omkostningerne (ÅOP) på lavt niveau er 0,75 %. Derfor udgør omkostningerne på lavt niveau i dette eksempel $0,75/5,5 \approx 13,64$ % af afkastet. På højt niveau er omkostningerne (ÅOP) i eksemplerne 1,5 %. Derfor udgør omkostningerne på højt niveau i dette eksempel $1,5/5,5 \approx 27,27$ % af afkastet.

I praksis varierer investeringsafkast betydeligt fra år til år. Det er bl.a. derfor, det er så svært at forholde sig til størrelsen på omkostninger. Det medfører, at det ikke giver stor mening at opgøre omkostningerne relativt til det faktisk realiserede afkast for korte perioder som et år.

Derfor er de to eksempler baseret på samfundsforudsætningernes langsigtede afkast. Og derfor giver de to taleksempler et bud på den langsigtede størrelsesorden af investeringsomkostninger relativt til afkastet.

⁴ Foreslået af Ellis (2012).

Referencer

Ellis, C. D., 2012: Investment management fees are (much) higher than you think. *Financial Analysts Journal*, 68(3), side 4-6.

Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015: MiFID II og investeringsforeningers betaling af formidlingsprovision: Rapport fra arbejdsgruppen om honorarmodeller, Erhvervs- og Vækstministeriet.

Finanstilsynet, 2007: Rapport om indførelse af et ÅOP lignende nøgletal for investeringsforeninger. Finanstilsynets notat af 21. juni 2007.

Finanstilsynet, 2016: Beskrivelse af Finanstilsynets benchmark for levetidsforudsætninger. Finanstilsynets notat af 18. november 2016.

Penge- og Pensionspanelet, 2017: Anskueliggørelse af investeringsomkostninger – Teknisk notat. Udarbejdet af en arbejdsgruppe under Penge- og Pensionspanelet. Råd til Penge, www.ppp.dk.