

Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. § 93, stk. 1, nr. 1 - Fortolkning af 40 pct. grænsen i UCITS direktivets artikel 22

Finanstilsynets fortolkning af 9. december 2010

Finanstilsynets vejledende udtalelse på et investeringsforvaltningsselskabs forespørgsel om Finanstilsynets fortolkning af § 93, stk. 1, nr. 1, i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. (LIS).

Fortolkning

Finanstilsynet fortolker LIS § 93, stk. 1, nr. 1 og UCITS-direktivets artikel 22 således, at alle positioner i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af koncernforbundne udstedere tæller med ved opgørelsen af 5/10/40 pct. grænsen i LIS § 93, stk. 1, nr. 1.

Finanstilsynet har ikke fundet belæg for en fortolkning af LIS § 93, stk. 1, nr. 1, eller af UCITS direktivets artikel 22 således, at kun enkeltpositioner over 5 pct. tæller med i opgørelsen uden hensyntagen til eventuelle koncernforbundne udstedere i samme portefølje.

Klagevejledning

Finanstilsynets afgørelse kan, senest 4 uger efter at afgørelsen er modtaget, indbringes for Erhvervsankenævnet, Kampmannsgade 1, Postboks 2000, 1780 København V, tlf. 33 30 76 22, jf. § 131 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Det følger af § 7 i bekendtgørelse om Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn, at det er forbundet med et gebyr på 4.000 kr. at klage til Erhvervsankenævnet. Ved klager over forhold, der ikke vedrører klagerens aktuelle eller fremtidige erhvervsforhold, er gebyret dog 2.000 kr. Efter § 15, stk. 4, i nævnte bekendtgørelse, kan nævnet eller formanden på dets vegne træffe bestemmelse om hel eller delvis tilbagebetaling af det indbetalte gebyr, hvis der gives klageren helt eller delvist medhold. Gebyret tilbagebetales, hvis klagen afvises.

Sagsfremstilling

Investeringsforvaltningsselskabet er af den opfattelse, at der er en uklarhed i fortolkningen af UCITS-placeringsgrænsen på 40 pct. i § 93, stk. 1, nr. 1, i LIS.

I brevet argumenterer selskabet for, at bemærkningerne til LIS § 93, stk. 1, nr. 1, synes at hvile på forkerte forudsætninger, idet bestemmelsen tager koncernforbundne udstedere i betragtning.

5 pct. grænsen

LIS § 93, stk. 1, nr. 1, 1. punktum implementerer direktivets artikel 22, stk. 1, 1. punktum og stk. 5, 3. afsnit.

Det fremgår af LIS § 93, stk. 1, nr. 1, 1. punktum, at foreningen/afdelingen højst må investere 5 pct. af sin formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme emittent.

I bemærkningerne hertil er det præciseret, at begrænsningen omfatter værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af samme emittent, såvel som emittenter i samme koncern.

Det er således hovedreglen, at der må investeres i **et** værdipapir/pengemarkedsinstrument, der udgør 5 pct. af foreningens/afdelingens formue eller **flere** værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af den samme emittent eller af flere emittenter, der er koncernforbundne, og som **tilsammen** udgør højst 5 pct. af foreningens/afdelingens formue.

Beregningen af 5 pct. grænsen skal ske ud fra en koncernbetragtning, idet 5 pct. grænsen omfatter samme emittent og emittenter i samme koncern.

10 pct. grænsen/40 pct. grænsen

LIS § 93, stk. 1, nr. 1, 2. punktum implementerer direktivets artikel 22, stk. 2, 1. og 2. punktum og er den første undtagelse til hovedreglen i LIS § 93, stk. 1, nr. 1, 2. punktum.

Det fremgår af LIS § 93, stk. 1, nr. 1, 2. punktum, at 5 pct. grænsen kan forhøjes til 10 pct. af foreningens eller afdelingens formue, hvis den samlede værdi af investeringer, der overstiger 5 pct., ikke overstiger 40 pct. af foreningens eller afdelingens formue.

Det fremgår af bemærkningerne hertil, at for ikke at sætte for snævre grænser for en investeringsforening eller en afdelings adgang til at udnytte gunstige placeringsmuligheder, fastsættes endvidere en adgang til at investere indtil 10 pct. af foreningens eller afdelingens formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter fra samme emittent eller emittenter i samme koncern.

Det er således muligt at **forhøje** 5 pct. grænsen til 10 pct., men det betyder samtidig, at foreningen/afdelingen skal **overholde en 40 pct. grænse** for de investeringer, der **overstiger** 5 pct.

20 pct. grænsen

LIS § 93, stk. 2, implementerer direktivets artikel 22, stk. 5, 4. afsnit og er den anden undtagelse til hovedreglen i LIS § 93, stk. 1, nr. 1, 2. punktum.

Det fremgår af denne bestemmelse, at under overholdelse af de enkelte placeringsgrænser i stk. 1 må en investeringsforening eller en afdeling dog investere op til 20 pct. af foreningens eller afdelingens formue i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af emittenter i samme koncern.

Af bemærkningerne hertil fremgår det: *"En undtagelse hertil fremgår af stk. 2, som er ny og gennemfører UCITS-direktivets artikel 22, stk. 5, 4. afsnit. Af stk. 2 fremgår det, at en forening eller afdeling, under overholdelse af placeringsgrænserne i stk. 1, kan investere op til 20 pct. af sin formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter udstedt af emittenter i samme koncern."*

Denne undtagelse er en kumulationsregel, der giver mulighed for at investere op til 20 pct. i samme koncern under overholdelse af **alle** de enkelte placeringsgrænser i LIS § 93, stk. 1. Med alle de enkelte placeringsgrænser henvises således også til § 93, stk. 1, nr. 2-4.

Når der investeres efter 20 pct. grænsen, skal 5 pct., 10 pct. og 40 pct. grænsen samtidig overholdes.

Investeringsforvaltningsselskabet henviser i brevet til, hvordan Finansinspektionen i Sverige har fortolket direktivet og har medsendt en kopi af § 6 i den svenske "Lag om investeringsfonder" samt en mailkorrespondance med en tilsynsmedarbejder.

Lag om investeringsfonder

Af § 6 i den svenske "Lag om investeringsfonder" fremgår det således:

"överlåtbara värdepapper och penningmarkadsinstrument från en och samma emittent inte uppgå till mer än 5 procent av fondens värde."

Det fremgår videre af § 6:

"Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument från en och samma emittent får dock uppgå till

1....

2....

3 högst 10 procent av fondens värde i andra fall än som sägs under 1 eller 2, under förutsättning att det sammanlagda värdet av sådana tillgångar som har högre värde än som sägs i första stycket är högst 40 procent av fondens värde."

Endelig fremgår det af § 6:

"I en värdepappersfond får det inte ingå överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som getts ut av emittenter i en och samma företagsgrupp till sammanlagt mer än 20 procent av fondens värde."

I "Lag om investeringsfonder" anvendes begreberne "emittent" og "företagsgrupp", uden at det defineres hvad begreberne omfatter.

Sverige har dermed undladt at implementere direktivets bestemmelse i artikel 22, stk. 3, om at selskaber indenfor samme koncern anses for at være samme emittent ved opgørelse af de i artikel ii fastsatte grænser. Sverige har således i modsætning til Danmark fortolket direktivet, som at det kun er de enkelte emittenter, der skal medregnes i 5, 10 og 40 pct. opgørelsen.

Investeringsforvaltningsselskabet henviser endvidere til CSSF's, det luxembourgske tilsyns fortolkning af reglen og har vedlagt en kopi af artikel 43-46 i det luxembourgske "Amended law of 20 December 2002 on undertakings for collective investment".

Amended law of 20 December 2002 on undertakings for collective investment

Af artikel 43 (1) i Amended law of 20 December 2002 on undertakings for collective investment fremgår således: "A UCITS may invest no more than 10% of its assets in transferable securities or money market instruments issued by the same body [CMØ, should be interpreted as issuer]. A UCITS may not invest more than 20% of its assets in deposits made with the same body [CMØ, should be interpreted as issuer]. The risk exposure to a counterparty of the UCITS in an OTC derivative transaction may not exceed 10% of its assets when the counterparty is a credit institution referred to in Article 41, paragraph (1) (f) or 5% of its assets in other cases."

Videre fremgår det af CSSF Annual report 2005 Ch. 2, page 79: *"Consequently, the CSSF considers that the notion of body referred to in article 43(1), which sets out that a UCITS may invest not more than 10% of its assets in transferable securities or money market instruments issued by the same body, should be interpreted as issuer."*

Luxembourg synes at have fortolket direktivet så 5 pct. grænsen gælder for samme udsteder. Det er dog heller ikke her defineret, hvad en udsteder omfatter.

Luxembourg har i modsætning til Sverige implementeret direktivets koncernbestemmelse i loven i artikel 43 (5), men har valgt at tolke direktivet således, at koncernbestemmelsen ikke finder anvendelse ved overholdelse af 5/10/40 grænsen. Artikel 43 (5) finder derfor ikke anvendelse for artikel 43 (1) og 43 (2).

Regelgrundlag

I artikel 22, stk. 1 i direktiv 85/611/EØF (UCITS-direktivet) bestemmes:

"1. Et investeringsinstitut må højst investere 5 % af sin formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme emittent. Et investeringsinstitut må højst investere 20 % af sin formue i indskud hos den samme enhed.

Risikoen

2. Medlemsstaterne kan forhøje den i stk. 1, første punktum, nævnte grænse på 5 % til højst 10 %. I tilfælde, hvor et investeringsinstitut investerer i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter fra samme udsteder for mere end 5 % af sin formue, må den samlede værdi af sådanne erhvervede værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, som instituttet ligger inde med, imidlertid ikke overstige 40 % af instituttets formue. Denne grænse....

5.

Selskaber inden for samme koncern anses med henblik på konsoliderede regnskaber, som defineret i direktiv 83/349/EØF ⁽¹⁾ eller i overensstemmelse med anerkendte internationale regnskabsregler, anses for at være samme emittent ved beregning af de i denne artikel fastsatte grænser.

Medlemsstaterne kan tillade kumulation af investeringer i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme koncern, op til en grænse på 20 %."

Ifølge § 93, stk. 1, nr. 1, i LIS må en investeringsforening eller en afdeling højst investere sin formue i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af samme emittent eller emittenter i samme koncern inden for følgende grænser:

1) 5 pct. af foreningens eller afdelingens formue. Dog kan denne grænse forhøjes til 10 pct. af foreningens eller afdelingens formue, hvis den samlede værdi af investeringer, der overstiger 5 pct., ikke overstiger 40 pct. af foreningens eller afdelingens formue.

Ifølge § 93, stk. 2, i LIS må en investeringsforening eller en afdeling under overholdelse af de enkelte placeringsgrænser i stk. 1 dog investere op til 20 pct. af foreningens eller afdelingens formue i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af emittenter i samme koncern.

Det fremgår af lovbemærkningerne til LIS § 93 (L 7 af 8. oktober 2003), at: "... en investeringsforening eller en afdeling heraf ikke må anbringe mere end 5 pct. af sin formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter fra samme emittent eller emittenter i samme koncern."

Endvidere fremgår: "For ikke at sætte for snævre grænser for en investeringsforenings eller en afdelings adgang til at udnytte gunstige placeringsmuligheder, fastsættes der endvidere en adgang til at investere indtil 10 pct. af foreningens eller afdelingens formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter fra samme emittent eller emittenter i samme koncern."

Videre fremgår: "Som noget nyt skal placeringsgrænserne ikke blot overholdes for en enkelt emittent, men grænserne skal overholdes for alle emittenter i samme koncern. Der henvises i øvrigt til definitionen af koncern, jf. forslaget § 3, nr. 8. Såfremt en forening eller afdeling således investerer i værdipapirer (nr. 1) udstedt af forskellige emittenter, men disse indgår i en koncern, må disse investeringer tilsammen ikke overstige 5 pct. af foreningens eller afdelingens formue."

Yderligere fremgår: "En undtagelse hertil fremgår af stk. 2, som er ny og gennemfører UCITS-direktivets artikel 22, stk. 5, 4. afsnit. Af stk. 2 fremgår det, at en forening eller afdeling, under overholdelse af placeringsgrænserne i stk. 1, kan investere op til 20 pct. af sin formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter udstedt af emittenter i samme koncern."

Videre fremgår: "Stk. 2 finder kun anvendelse i de tilfælde, hvor en forening eller en afdeling investerer i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, som er udstedt af emittenter i samme koncern. Der er således ikke tale om, at nr. 1-3 i stk. 1 kan kombineres i det tilfælde, hvor værdipapirerne eller pengemarkedsinstrumenterne udstedes af samme emittent."

Endelig fremgår: "En forening eller afdeling kan således efter stk. 2 godt kombinere nr. 1-3 i stk. 1, men kun op til 20 pct. af sin formue. De skal dog til stadighed overholde de enkelte grænser i stk. 1. Efter stk. 2 kan en forening eller afdeling således godt placere sine midler i obligationer, der udgør 15 pct. af formuen (nr. 2), udstedt af et realkreditinstitut, som indgår i koncern med den virksomhed, som har udstedt værdipapirerne, som foreningen har placeret sine midler i efter nr. 1."

Vurdering

Det er Finanstilsynets vurdering, at koncernbetragtningen finder anvendelse på alle placeringsgrænser i LIS § 93, stk. 1, nr. 1. Det er således ikke kun enkeltpositioner over 5 pct., der skal indgå i en koncernbetragtning.

Direktivet anvender 4 begreber – emittent, udsteder, enhed og koncern.

"Koncern" er til dels defineret i direktivet, idet "Selskaber inden for samme koncern anses med henblik på konsoliderede regnskaber, som defineret i direktiv 83/349/EØF ⁽¹⁾ eller i overensstemmelse med anerkendte internationale regnskabsregler, anses for at være samme emittent ved beregning af de i denne artikel fastsatte grænser."

De øvrige begreber er ikke defineret.

Ved implementeringen af direktivet i LIS er det lagt til grund, at "emittent" og "udsteder" har samme betydning, men det er ikke entydigt, om der er tale om et bestemt selskab eller samtlige selskaber i en koncern som udsteder.

Finanstilsynet vurderer, at de ovenfor citerede lovbemærkninger vedrørende anvendelse af LIS § 93, anvender begrebet "samme emittent" upræcist.

Det er Finanstilsynets fortolkning, at en afdeling højst kan investere op til 10 pct. af formuen i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter udstedt af et enkelt selskab.

Stk. 2 giver adgang til at kombinere en sådan investering med investeringer på yderligere 10 pct. i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter i andre selskaber i den samme koncern. Man skal dog til stadighed overholde de enkelte grænser i stk. 1.

Ved implementeringen af direktivet i LIS er det lagt til grund, at "enhed" og "koncern" har samme betydning.

Dette medfører, at når det i direktivet bestemmes, at "Et investeringsinstitut må højst investere 5 % af sin formue i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme emittent." og samtidig bestemmes at "Selskaber inden for samme koncern.....anses for at være samme emittent ved beregning af de i denne artikel fastsatte grænser." medfører det, at koncernbetragtningen gælder for 5 pct. grænsen.

Det er således ikke kun enkeltpositioner over 5 pct. der skal indgå i en koncernbetragtning.

Da det ikke er defineret, hvad de svenske begreber "emittent" og "foretagsgrupp" og det luxembourgske "issuer" omfatter, kan det ikke på denne baggrund konkluderes, at det kun er enkeltpositioner over 5 pct. der indgår i en koncernbetragtning.

Videre har Sverige efter Finanstilsynets opfattelse helt undladt at implementere en del af direktivet.

Hvis kun enkeltpositioner på over 5 pct. indgår i en koncernbetragtning, harmonerer det heller ikke med en formålsfortolkning af direktivet. Baggrunden for spredningsreglerne er et ønske om risikospredning. 5 pct. placeret i et enkelt værdipapir udgør den samme risiko, som når der placeres 5 pct. i flere værdipapirer, hvor udstederne af disse indgår i en koncern. Det vil derfor ikke være foreneligt med formålsfortolkningen, at undtage 5 pct. grænsen fra en koncernbetragtning.

Med venlig hilsen

Jens Anthon Vestergaard
finansinspektør

Susanne Holte
fuldmægtig