

Januar 2022

Temarapport om suspension af handel med investeringsforeningsbeviser

Indholdsfortegnelse

1	Indledning	1
2	Handel og prisfastsættelse af investeringsforeningsbeviser.....	2
	Fig. 1: Antal suspensioner pr. uge i 2020 for afdelinger med danske aktier. Covid-19-krisen i uge 11-13 er markeret med gråt.	3
3	Omfanget af suspensioner under COVID-19-krisen	4
	Suspensioner fordelt efter forening	4
	Tabel 1: Suspensioner i strategien ”danske aktier” fordelt efter forening	5
	Suspensioner fordelt efter investeringsstrategi.....	6
	Tabel 2: Suspensioner i afdelinger med forskellige strategier	6
	Samlet vurdering af suspensionsomfanget	6
4	Ledelse og styring af suspensioner i fire investeringsforvaltningsselskaber	7
	Figur 2: Den typiske organisation og procestrin ved beregning af indre værdi og beslutning om suspension	7
	Drift	8
	Værdiansættelse og suspension	9
	Ledelse	9
	Opfølgning	11
5	Samlet vurdering.....	11

1 Indledning

En stor del af danskernes investeringer sker gennem investeringsforeningerne: Ved udgangen af 2021 var knap 1.200 mia. kr. placeret i de ca. 1.000 afdelinger i investeringsforeninger¹, der primært henvender sig til detailinvestorer². En del af forklaringen er formentlig den høje grad af fleksibilitet og likviditet, som produktet tilbyder investorerne.

Investorerne har ret til at indløse (sælge) investeringsforeningsbeviser på daglig basis, også selv om den investerede formue er placeret i f.eks. kinesiske aktier eller amerikanske erhvervsobligationer. Denne ret sikres i praksis af de investeringsforvaltningsselskaber, der varetager driften af de danske investeringsforeninger.

COVID-19-krisen udgjorde en særlig udfordring for investeringsforvaltningsselskaberne i forhold til at sikre opfyldelsen af indløsningsforpligtelsen. Investeringsforvaltningsselskaberne valgte at gennemføre hyppige og langvarige suspensioner af prisfastsættelse og handel med et betydeligt antal afdelinger i investeringsforeningerne. Når det sker, er der ikke adgang til indløsning.

En sammenligning af omfang og varighed af suspensioner i investeringsforeninger viser, at der er forskel på, hvordan investeringsforvaltningsselskaberne har håndteret udfordringerne under COVID-19-krisen. Forskellig praksis kan tyde på, at der i nogle tilfælde er suspenderet for mange afdelinger og suspenderet for længe eller alternativt, at der er suspenderet for lidt.

På den baggrund gennemførte Finanstilsynet i juni-december 2021 en afgrænset temaundersøgelse i form af en analyse af suspensioner med særligt fokus på perioden fra marts til maj 2020 og på virksomhedernes efterfølgende opfølgning på erfaringerne fra perioden. I undersøgelsen indgik bl.a. redegørelser på området fra fire investeringsforvaltningsselskaber.

Denne rapport indeholder de væsentligste observationer fra undersøgelsen. Rapporten bidrager samtidig med Finanstilsynets fortolkning af reguleringen og giver eksempler på god praksis på området.

Rapportens andet afsnit beskriver, hvordan danske investeringsforeninger gennemfører prisfastsættelse og handel med deres afdelinger.

Rapportens tredje afsnit gennemgår den kvantitative analyse af suspensioner baseret på data fra indberetning til Nasdaq Copenhagen og Finanstilsynet, der giver et detaljeret overblik over omfanget af suspensioner. Data viser, at investeringsforvaltningsselskaberne håndterede suspensioner uensartet. De investeringsforeninger og investeringsforvaltningsselskaber, der benytter færre, men langvarige suspensioner, gjorde det på tværs af alle investeringsstrategier. På samme måde var investeringsforeningerne med få og korte suspensioner de samme på tværs af investeringsstrategier.

¹ I denne rapport bruges termen "investeringsforeninger" om alle typer af kollektive ordninger dvs. også værdipapirfonde og SIKAV jf. LBK nr 1046 af 14/10/2019.

² Ifølge FinansDanmarks markedsstatistik.

Det fjerde afsnit gennemgår Finanstilsynets vurdering af praksis på området på grundlag af redegørelserne fra de fire investeringsforvaltningsselskaber, der deltog i undersøgelsen.

Det afsluttende femte afsnit indeholder en opsamling af de krav, som lovgivningen fastsætter på området, samt eksempler på god praksis på området.

2 Handel og prisfastsættelse af investeringsforeningsbeviser

Afdelinger af danske investeringsforeninger skal være åbne for indløsning af andele, jf. lov om investeringsforeninger mv. (LIF) § 74, stk. 1. Derfor skal foreningen kunne opgøre den enkelte afdelings indre værdi og dermed prisen på investeringsforeningsbeviset mindst lige så hyppigt, som indløsning kan ske. For børsnoterede afdelinger gælder, at de også skal følge Nasdaq Copenhagens regelsæt. Det følger af regelsættet for Nasdaq Copenhagen³, at afdelinger, der er optaget til kontinuerlig handel, skal beregne priser kontinuerligt og offentliggøre disse via Nasdaq Copenhagen mindst tre gange om dagen, og når der sker væsentlige ændringer i forhold til senest udsendte pris.

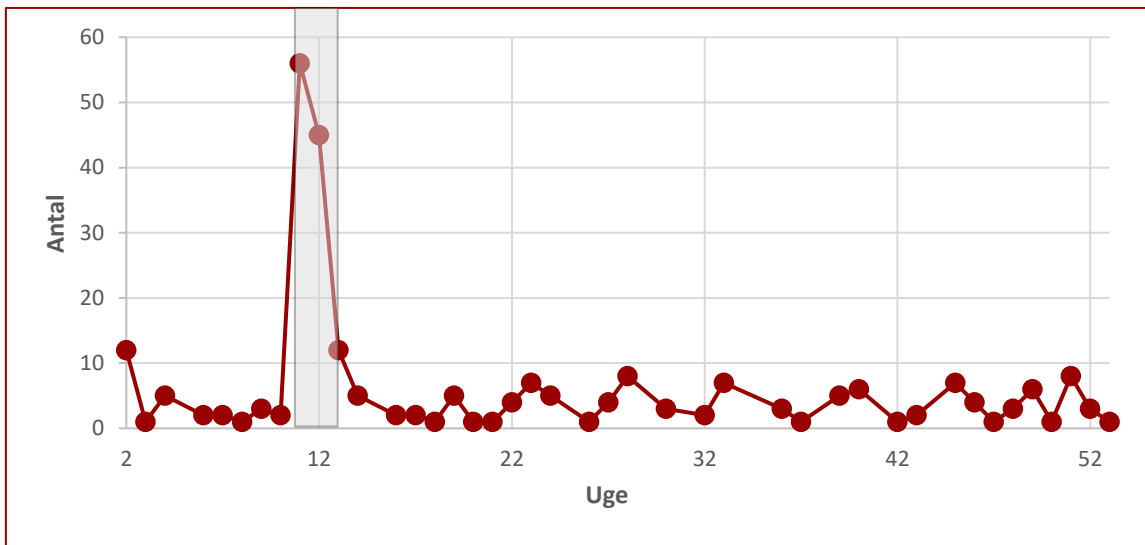
Suspension af indløsning kan ske, når den indre værdi ikke kan fastsættes på grund af markedsforhold, eller når hensynet til lige behandling af investorerne kræver, at den indre værdi først fastsættes, når der er sket realisering af de nødvendige aktiver til brug for indløsningen. Det fremgår af § 74, stk. 2, i LIF.

Investeringsforeningerne kan vælge at øge emissionstillægget og indløsningsfradraget, inden de ultimativt vælger at suspendere. Ved at øge tillæg og fradrag overvæltede de udvidede kursspænd og større usikkerhed om prisen på de underliggende markeder på de investorer, som ønsker at handle investeringsforeningsbeviser i perioder med urolige markedsforhold. Finanstilsynet har konstateret, at foreningerne gjorde brug af muligheden for at ændre emissionstillæg og indløsningsfradrag igennem COVID-19-krisen. Undersøgelsen har dog ikke fokus på dette.

Markedsforholdene under COVID-19-krisen i marts 2020 gav anledning til hyppige og langvarige suspensioner af opgørelsen af indre værdi og af handlen med investeringsforeningsbeviser på Nasdaq Copenhagen. Som det fremgår af figur 1, steg antallet af suspensioner med faktor 10 i ugerne omkring starten af COVID-19-krisen. Samlet set udgjorde suspensioner i ugerne 11-13 ca. halvdelen af den samlede suspensionsaktivitet i 12-månedersperioden fra den 1. februar 2020 til den 1. februar 2021.

³ Jf. pkt. 4.2.1 i Nasdaq Copenhagen, Regler for udstedere af UCITS andele, marts 2018.

Fig. 1: Antal suspensioner pr. uge i 2020 for afdelinger med danske aktier. Covid-19-krisen i uge 11-13 er markeret med gråt.



Kilde: Finanstilsynet

Finanstilsynet har fokus på suspensioner, fordi suspension tilsidesætter den lovfæstede forpligtelse for en investeringsforening om at indløse en investor efter anmodning. Forpligtelsen betyder, at en investor altid kan afhænde sine investeringsforeningsbeviser uanset, om der er købere eller ej. Når der gennemføres suspension, fratages investor muligheden for indløsning, og det er netop derfor, at lovgivningen alene tillader suspension under særlige omstændigheder. Adgangen til at udsætte indløsningen har til formål at sikre, at der skabes bedre mulighed for, at investorerne behandles ens og dermed sikres en højere grad af investorbeskyttelse også under særlige markedsforhold.

For en investor indebærer adgangen til indløsning, at investeringen er likvid og kan realiseres med dags varsel og når investor ønsker det, og at det samtidig sker til en retvisende kurs. Denne mulighed adskiller en investering i investeringsforeningsbeviser fra investering i andre investeringsfonde. Muligheden for at kunne realisere investeringen med kort varsel er formentlig en af flere årsager til, at investeringsforeningsbeviser har vundet så stor udbredelse særligt blandt detailinvestorer.

Korrekt anvendt suspension er med til at beskytte investorerne, fordi investor har krav på at blive indløst til den korrekte pris. Hvis en pris ikke fastsættes korrekt, vil enten de indtrædende investorer, de udtrædende investorer eller de tilbageværende investorer lide et tab.

Omvendt er suspension anvendt uberettiget og u hensigtsmæssigt med til at svække investorbeskyttelsen, fordi investeringsforvaltningsselskaberne ved at bruge suspension fratager investorerne muligheden for at gennemføre køb eller salg af andele på det tidspunkt, hvor investorerne måtte ønske det.

Under normale omstændigheder er omfanget af suspensioner lavt, og ofte skyldes suspensioner tekniske problemer med investeringsforvaltningsselskabernes IT-systemer, eller at udenlandske børser lukker på danske handelsdage. Det er mindre hyppigt, at suspensioner skyldes uro på de finansielle markeder.

Under COVID-19-krisen i marts 2020 var markedsuroen udtalt, og omfanget af suspensioner højt. Investeringsforeningerne skal ved suspension underrette Finanstilsynet. Baseret på underretningerne under COVID-19-krisen, var årsagen, at prisfastsættelsen ikke kunne ske med tilstrækkelig sikkerhed.

Det følgende afsnit analyserer suspensionerne under COVID-19-krisen nærmere med henblik på at afdække, om den forøgede suspensionsaktivitet fuldt ud kan forklares ved markedsuro og de deraf afledte problemer med at gennemføre en korrekt værdiansættelse af afdelingerne, fordi markedet for de underliggende aktie- og obligationsinstrumenter ikke fungerede normalt.

3 Omfanget af suspensioner under COVID-19-krisen

På baggrund af indberetninger til Finanstilsynet og Nasdaq Copenhagen er det muligt at skabe et detaljeret overblik over omfanget af suspensioner. Den følgende undersøgelse anvender data, der dækker suspensioner i perioden fra den 1. februar 2020 til den 1. februar 2021. Halvdelen af den samlede suspensionsaktivitet i denne 12-månedersperiode skete i ugerne 11, 12 og 13, dvs. fra mandag den 9. marts til fredag den 27. marts 2020.

Undersøgelsen tager udgangspunkt i sammenligning af suspensionsaktivitet i afdelinger med samme investeringsstrategi. Grupperingen af afdelinger baserer sig på grupperne i FinansDanmarks afkaststatistik. Princippet for afkaststatistikken er, at man skal kunne sammenligne afkast i afdelinger, der opererer på samme marked og med samme typer af instrumenter. Afdelinger inden for afdelingsgrupper med enkeltaktiver som "danske aktier" eller "korte danske obligationer" er umiddelbart sammenlignelige. Andre afkastgrupper som f.eks. "blandede fonde" kan være mindre homogene, hvilket berettiger en vis variation i suspensionsomfang på tværs af afdelingerne.

Bemærk, at de konklusioner, der er baseret på data for 12-månedersperioden, også gælder hvis analysen alene baseres på data for ugerne 11, 12 og 13 i 2020.

Suspensioner fordelt efter forening

Data viser, at investeringsforeningerne (dvs. i praksis investeringsforvaltningsselskaberne) håndterede suspensioner forskelligt.

Tabel 1 viser en oversigt over suspensioner i afdelinger inden for strategien "danske aktier". De i alt 28 afdelinger har samme strategi og investeringsunivers: De investerer alle i danske børsnoterede aktier. Dermed er de som en homogen gruppe af afdelinger underlagt de samme markedsforhold og burde have samme mulighed for at prisfastsætte afdelingerne og samme behov for at suspendere handel, hvis prisfastsættelsen er for usikker.

De 28 afdelinger var i alt udsat for suspension 251 gange. Det svarer til, at hver afdeling i gennemsnit var suspenderet 9 gange i perioden. Længden på suspensionsperioden var i gennemsnit 0,28 døgn eller ca. 6 timer. Det betyder, at hver afdeling i gennemsnit var suspenderet i 2,5 døgn i 12-månedersperioden.

Den uens adfærd mellem foreningerne fremgår tydeligt, når man sammenligner foreningernes suspension af samme afdelingstype - her vist for danske aktier. Det fremgår af tabel 1, at én forening kunne klare sig med én suspension pr. afdeling, mens en anden forening benyttede suspension 19 gange pr. afdeling. Også længden af suspensionsperioden varierede: En forening havde i gennemsnit en suspensionslængde på 2,5 timer, mens en anden forening havde suspension i sine afdelinger med danske aktier på i gennemsnit 13,4 timer.

Hvis man kombinerer antal af suspensioner med længden af den enkelte suspension, får man det samlede suspensionsomfang pr. afdeling. Her varierede suspensionsomfanget mellem 7,4 timer og 101,3 timer – altså en forskel på faktor 13⁴. Foreningen med det høje suspensionsomfang har dermed både haft mange og langvarige suspensioner pr. afdeling.

Tabel 1: Suspensioner i strategien ”danske aktier” fordelt efter forening

Forening	Antal afdelinger	Antal suspensioner	Suspension pr. afdeling	Gns. længde af suspension (timer)	Gns. suspensionsomfang pr. afdeling (timer)
Alle foreninger	28	251	9	6,7	60,3
Forening med færrest hhv. flest suspensioner pr. afdeling			1 / 19		
Forening med korteste hhv. længste suspensioner				2,5 / 13,4	
Forening med mindst hhv. størst samlet suspensionsomfang					7,4 / 101,3

Kilde: Finanstilsynet

Nogle foreninger benytter sig af hyppige, men kortvarige suspensioner, andre foreninger benytter sig af færre suspensioner, der så til gengæld strækker sig over længere tid, og nogle foreninger har både forholdsvis mange og lange suspensioner. Det er bemærkelsesværdigt, at de enkelte investeringsforvaltningsselskaber vurderer behovet for suspension så forskelligt for afdelinger, der opererer på de samme markeder.

Sammenligner man de største danske investeringsforeningers brug af suspension opgjort på absolut antal suspensioner, så fastholdes billedet af en ganske uensartet brug mellem foreningerne. De fire største foreninger har hver især 40-50 individuelle børsnoterede

⁴ Beregning af samlet omfang er baseret på gennemsnit pr. afdeling, så der er taget højde for, at nogle foreninger har en afdeling med danske aktier, mens andre foreninger har op til fem afdelinger.

afdelinger, men to af disse foreninger har hver haft over 1.500 suspensioner i perioden, mens de to andre foreninger hver har haft under 300 suspensioner.

Et mindre antal foreninger (der modsvarer et mindre antal investeringsforvaltningsselskaber) skiller sig ud med både færrest suspensioner og med suspensioner af kort varighed.

Suspensioner fordelt efter investeringsstrategi

Der er stor forskel på kompleksiteten i at beregne pris på afdelinger afhængig af deres investeringsstrategi. Suspensionsomfanget må forventes at være højere målt både på suspensioner pr. afdeling og på længden af den enkelte suspension i afdelinger med globale aktier end i afdelinger med danske aktier. Det skyldes, at afdelinger med globale aktier har porteføljer med instrumenter, som handles over flere tidszoner på forskellige børser i Asien og USA. Risikoen for problemer med at indhente brugbare priser må her anses for at være større end for afdelinger, der kun investerer i danske aktier.

Overraskende nok viser det sig, at suspensionsomfanget er på samme niveau i afdelinger med globale aktier som i afdelinger med danske aktier og danske obligationer.

Tabel 2: Suspensioner i afdelinger med forskellige strategier

Strategi	Antal afdelinger	Antal suspensioner	Suspension pr. afdeling	Gns. længde af suspension (timer)	Gns. suspensionsomfang pr. afdeling (timer)
Danske aktier	28	251	9	6,7	60,3
Globale aktier	91	800	9	6,5	57,1
Korte danske obligationer	13	80	6	9,6	59,8

Kilde: Finanstilsynet

Endelig viser en analyse af mønstret af brugen af suspensioner inden for de enkelte foreninger, at mønstret er det samme uanset strategi. De foreninger, der benytter færre, men langvarige suspensioner, gør det på tværs af alle investeringsstrategier. På samme måde er det de samme investeringsforeninger, der har få og korte suspensioner på tværs af strategier i afdelingerne. Det tyder på, at investeringsforeningerne har forskellige tilgange til at benytte suspensioner i tider med markedsuro. Disse individuelle tilgange til suspension anvendes på tværs af alle afdelingerne i foreningen.

Samlet vurdering af suspensionsomfanget

Der er indikationer på, at nogle foreninger generelt suspenderede for hyppigt, for bredt (suspension på foreningsniveau) og af for lang varighed. Der var også inden for de enkelte homogene typer af afdelinger bemærkelsesværdig stor forskel på, hvordan suspensionerne blev håndteret. Det viser sammenligningen af de forskellige investeringsforeninger og investeringsforvaltningsselskaber.

Forskellene i suspensionsaktivitet er så udtalt, at de formentlig dækker over, at investeringsforeningerne og investeringsforvaltningsselskaberne har håndteret de samme

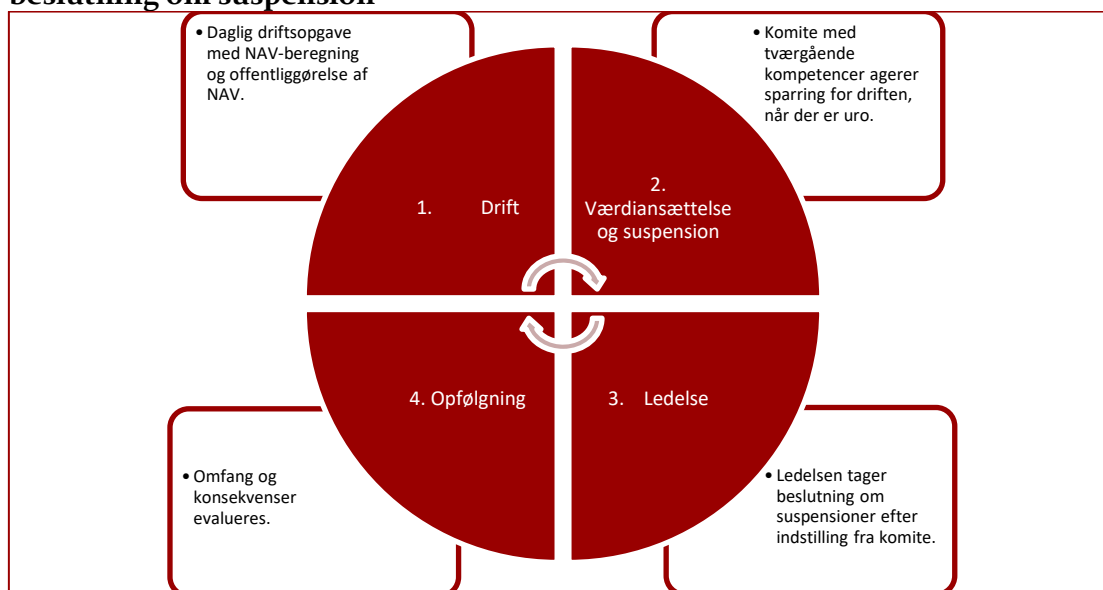
problemstillinger med markedsuro forskelligt. Nogle foreninger har valgt at suspendere en afdeling, hvor andre foreninger under de samme markedsforhold har valgt ikke at suspendere en tilsvarende afdeling. Det kan afspejle forskelle i de vurderinger, der ligger bag investeringsforvaltningsselskabernes beslutninger om suspension. Det kan dog også afspejle operationelle udfordringer i investeringsforvaltningsselskaberne: Når markedsuroen rammer, skal investeringsforvaltningsselskaberne på kort tid og for et stort antal afdelinger grundigt vurdere behovet for suspension. Og hvis der vælges suspension skal investeringsforvaltningsselskaberne straks give meddelelse til Nasdaq Copenhagen, Finanstilsynet, evt. udenlandske myndigheder og til investorerne. Hvis den operationelle kapacitet ikke kan håndtere det, kan svaret være, at afdelinger håndteres i bundter, uanset at dette ikke er berettiget. Det er netop den situation, som det afsluttende afsnit om god praksis adresserer.

Bemærk i øvrigt, at et generelt fravær af suspensioner eller anvendelse af få suspensioner også kan dække over mangelfuld operationel kapacitet hos et investeringsforvaltningsselskab til at gennemføre suspension eller til at vurdere behovet for suspension.

4 Ledelse og styring af suspensioner i fire investeringsforvaltningsselskaber

Finanstilsynet har undersøgt ledelse og styring i relation til suspensioner i fire investeringsforvaltningsselskaber. Som led i undersøgelsen har Finanstilsynet gennemgået redegørelser fra selskaberne med beskrivelse af de procedurer, selskaberne gennemfører før, under og efter en suspension, herunder særligt, hvilket beslutningsgrundlag, der fører til beslutning om suspension. Gennemgangen følger de fire procestrin, der fremgår af figur 2.

Figur 2: Den typiske organisation og procestrin ved beregning af indre værdi og beslutning om suspension



Kilde: Finanstilsynet

Redegørelserne indeholdt også en beskrivelse af den opsamlingsproces og evaluering, der sker efter en suspension. Finanstilsynet gennemgik desuden forretningsgange og arbejdsbeskrivelser for suspension. Finanstilsynet havde særligt fokus på forvaltningsselskabernes dokumentation af ledelsesbeslutninger og selskabernes dokumentation af den efterfølgende opfølgning bl.a. i form af ledelsesrapportering fra compliance- og risikostyringsfunktionerne.

Drift

Omfanget af suspensioner ligger i perioder uden markedsuro på et relativt lavt niveau. I sådanne perioder skyldes suspension som regel IT-nedbrud internt eller hos prisleverandører, og suspensionerne er som regel af kort varighed. Når der er finansiell uro, er omfanget af suspensioner større, varigheden længere, beslutninger om suspension vanskeligere, og de praktiske og operationelle udfordringer større. Det er dog vigtigt, at investeringsforvaltningsselskaberne er rustede til at håndtere suspensioner betryggende under alle forhold. Derfor skal normering, organisering, systemer og processer kunne håndtere markedsuro. Det stiller bl.a. krav til, at politikker, forretningsgange og arbejdsbeskrivelser skal kunne håndtere meget forskellige omstændigheder og ikke blot er velfungerende i perioder uden markedsuro.

Gennemgangen af de indsendte forretningsgange og arbejdsbeskrivelser viste en stor variation i kvaliteten. Hovedparten af selskaberne havde operationelle forretningsgange med klart definerede roller og ansvarsfordeling. Forretningsgangene indeholdt beskrivelser af forskellige scenarier, hvor det kunne være relevant at træffe beslutning om suspension. Forretningsgangene indeholdt desuden operationelle kriterier for at vurdere, om suspension var berettiget, og hvornår en suspension skulle løftes.

Eksempelvis havde et selskab i forretningsgangen beskrevet et antal scenarier, der potentielt kunne skabe problemer med prisfastsættelse på givne fonde (lokale helligdage, markedsuro, interne tekniske problemer osv.). For hvert scenario havde selskabet opstillet konkrete kriterier for, hvornår det ville skride til suspension eller ændring af emissionstillæg og indløsningsfradrag. Dertil havde selskabet beskrevet arbejdsprocesserne for de enkelte tiltag. Hvis der eksempelvis var finansiell uro, stillede forretningsgangene krav om hyppigere møder etc. Endelig var det præcist beskrevet, hvordan rapportering og dokumentation skulle foregå, og hvordan informationer blev delt med ledelse og myndigheder.

Der var dog også eksempler på mangler i forretningsgangene. I et selskab omtalte forretningsgange og mandat til værdiansættelseskomite ikke behovet for dokumentation af beslutninger om suspension. På samme måde var der i forretningsgangen for suspension ikke fastlagt, hvordan selskabet efterfølgende fulgte op på suspensionsaktiviteten. Endelig manglede en beskrivelse af de omstændigheder, hvor suspension kunne være relevant, og der manglede kriterier til at støtte vurderingen om, hvorvidt suspension var berettiget. Der var heller ikke i styringsgrundlaget andre dokumenter, som indeholdt sådanne beskrivelser.

Beslutning om suspension skal ske meget hurtigt og kvalificeret, og beslutningen træffes ofte under usikkerhed. Det er derfor centralt, at forretningsgangene og andre dokumenter på

området ud over klarhed om roller og ansvar også indeholder faglige kriterier til at understøtte velfunderede vurderinger og beslutninger.

Når behovet opstår bruger selskaberne ressourcer på at udføre de interne og eksterne underretnings- og informationsopgaver, der indgår i en suspension. Velfungerende forretningsgange kan medvirke til at sikre, at disse processer gennemføres sikkert og effektivt, hvis de nødvendige ressourcer og kompetencer vel at mærke er til rådighed eller hurtigt kan stilles til rådighed. Flere selskaber oplyste, at de på baggrund af erfaringerne fra COVID-19-krisen i marts 2020 har besluttet at øge ressourcerne til området for værdiansættelse og vurdering af suspensionsbehov.

Værdiansættelse og suspension

Alle selskaberne benytter et særligt tværfagligt udvalg eller en komite til opgaven med værdiansættelse og vurdering af behov for suspension. Komiteen er sammensat af personale på ledelsesniveau, ofte med en ansvarlig for drift, markedsovervågning eller risikostyring som formand.

Mødefrekvensen for de ordinære møder er normalt 4-6 gange pr. år, men i sagens natur skal komiteen kunne indkaldes og være beslutningsdygtig ekstraordinært med kort varsel.

Det går igen i de fire deltagende investeringsforvaltningsselskaber, at komiteen har ret vide beføjelser i forhold til konkrete investeringsbeslutninger og tilpasning af porteføljen, når det f.eks. i situationer med markedsuro vurderes at være relevant.

I to af selskaberne var mandat og forretningsgang kortfattede og ufuldstændige. Særligt et af disse selskaber skilte sig ud med manglende beskrivelse af dokumentationskravene til komiteens drøftelser, vurderinger og beslutninger.

Det utilstrækkelige styringsgrundlag i form af forretningsgange og mandat i de to nævnte selskaber kom til udtryk ved mangelfuld dokumentation af beslutninger taget i værdiansættelseskomiteen. I det ene af disse selskaber var der ingen dokumentation for drøftelser eller beslutninger om suspension. Det eneste skriftlige materiale om suspensionshændelsen var de kortfattede officielle meddelelser, der er sendt til Nasdaq Copenhagen og Finanstilsynet. Dermed svækkes muligheden for opfølgning og evaluering på hændelserne, jf. punkterne nedenfor.

I de selskaber, hvor værdiansættelseskomiteen havde et dækkende styringsgrundlag, var det omvendt muligt at følge beslutninger og beslutningsgrundlag. To selskaber havde efter Covid-19 krisen gennemført en evaluering af processen med suspension, og efterfølgende var der i et af disse selskaber sket tilpasning af arbejdsgange og ressourcer, herunder en skærpelse af dokumentationskravene.

Ledelse

Strukturen for ledelsen af danske investeringsforeninger baserer sig på delegation af ledelsesopgaven fra foreningens bestyrelse til direktionen i investeringsforvaltningsselskabet. Det er dermed i praksis direktionen i investeringsforvaltningsselskaberne, der godkender den endelige beslutning om suspension

efter indstilling fra værdiansættelseskomiteen. Bestyrelserne for investeringsforeningen og for investeringsforvaltningsselskabet orienteres efterfølgende.

I tre af selskaberne blev bestyrelsen for både investeringsforvaltningsselskab og investeringsforening involveret på et tidligt tidspunkt i COVID-19-krisen, og bestyrelserne blev orienteret løbende – i ét tilfælde dagligt. I disse tre selskaber var der dokumentation for, at bestyrelsen for foreningen i forbindelse med markedsuro modtog specifik information og foretog reelle drøftelser af suspensioner, herunder af omfanget, årsager og tiltag for fremover at begrænse behovet. I to tilfælde betød drøftelserne i bestyrelsen i foreningen, at der blev gennemført konkrete tiltag for at forbedre informationsprocessen til bestyrelsen.

I et af selskaberne blev investeringsforeningens bestyrelse orienteret på et meget sent tidspunkt efter COVID-19-krisen. Orienteringen havde karakter af en overordnet og generel gennemgang⁵. Særligt var de konkrete vurderinger og beslutninger i forløbet ikke udsat for en kritisk undersøgelse, og konklusionerne i orienteringen var ikke nærmere begrundet. Bestyrelsen valgte alene at tage orienteringen til efterretning uden egentlig dialog om emnet.

I lyset af suspensionernes massive omfang, uroens varighed og den potentielle udfordring for investorbeskyttelse, som suspensionerne udgør, er en dækkende information til bestyrelserne for både investeringsforening og investeringsforvaltningsselskab nødvendig.

Særligt skal bestyrelsen for investeringsforvaltningsselskabet informeres undervejs i forløbet, så den kan sikre sig, at selskabets organisation kan håndtere en så alvorlig udfordring tilfredsstillende. Samme bestyrelse skal involveres i en efterfølgende evaluering af, om organisationen har håndteret forløbet tilfredsstillende, og om der er anledning til at styrke eller ændre normering, organisering, systemer og processer på området. Bestyrelsens drøftelse af evalueringen kan ske med udgangspunkt i materiale fra bl.a. compliance- og risikostyringsfunktionen, jf. næste afsnit.

Bestyrelsen for en investeringsforening har delegeret den daglige ledelsesopgave til et investeringsforvaltningsselskab og er dermed et led længere væk fra det operationelle ansvar. Men investeringsforeningens bestyrelse har ansvar for at følge op på, om investeringsforvaltningsselskabet løfter den delegerede opgave tilfredsstillende. Det betyder, at investeringsforeningens bestyrelse skal modtage og drøfte rapportering om suspensionsomfanget fra investeringsforvaltningsselskabet, herunder fra compliance- eller risikostyringsfunktionen. Derved kan bestyrelsen betrygges i, at investors interesse varetages.

Gennemgangen af det materiale, der sendes til bestyrelserne for investeringsforeninger og investeringsforvaltningsselskaber, viste i øvrigt også, at der er en sammenhæng mellem niveauet (faglig kvalitet, detaljeringsgrad) for løbende dokumentation i værdiansættelseskomiteen og niveauet for bestyrelsens involvering: Jo bedre dokumentation af komiteens arbejde, jo bedre var kvaliteten af materialet til bestyrelserne, bestyrelsernes involvering og den efterfølgende refleksion fra bestyrelsernes side.

⁵ Det følger af BEK nr. 865 af 02/07/2014 om ledelse, styring og administration af danske UCITS, at information til bestyrelsen skal være i retvisende og dækkende form, herunder inden for tidsmæssige rammer og i en form, der sikrer, at eventuelle foranstaltninger kan sættes i værk uden unødigt ophold.

Opfølgning

Omfanget af markedsuroen under COVID-19-krisen og det deraf følgende behov for stillingtagen til suspensioner udgjorde en reel operationel udfordring for investeringsforvaltningsselskaberne. Over en periode på tre-fire uger skulle selskaberne træffe vanskelige beslutninger om suspension og ophør af suspension, og disse beslutninger skulle effektueres og dokumenteres. Krisen udgjorde dermed også en stresstest af selskabernes normering, organisering, systemer og ledelse samt styring på området.

Omfanget af suspensioner indikerer også, at der er en væsentlig forhøjet risiko for, at der undervejs i et sådant forløb opstår fejl og brud på regulering eller interne regler. Derfor er det forventeligt, at der efter et sådant forløb skal ske en særlig opfølgning fra bl.a. compliance- og risikostyringsfunktionen. Denne opfølgning skal rapporteres til bestyrelse i både investeringsforvaltningsselskab og investeringsforening.

I et af selskaberne førte compliancefunktionens undersøgelser tidligt i forløbet til, at der umiddelbart efter blev ændret i processen for logning af hændelser og tilført ressourcer til området. To af selskaberne har dokumenteret, at der er sket en egentlig analyse og evaluering efter krisen. Dette er afspejlet i de drøftelser, som fandt sted i såvel investeringsforeningens som investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse.

I et selskab har der ikke været nogen form for opfølgning eller evaluering på forløbet under COVID-19-krisen. Compliance- og risikostyringsfunktionens rapportering om emnet er kortfattet og overordnet. Dermed har bestyrelsen i hverken investeringsforening eller investeringsforvaltningsselskab haft reel mulighed for at drøfte forløbet, og ifølge protokollen er orienteringen blot taget til efterretning.

En passende dokumentation eksempelvis i form af en løbende logbog over indstillinger, beslutninger om og baggrund for suspensioner er en forudsætning for at kunne følge op. På grundlag heraf bør selskaberne evaluere deres interne leverance på området, f.eks. om processen var rettidig og passende, og om den havde den ønskede og proportionale effekt i forhold til investorerne. Det enkelte investeringsforvaltningsselskab bør analysere og evaluere suspensionsaktivitet på tværs af egne afdelinger og i forhold til øvrige investeringsforvaltningsselskaber og deres tilsvarende foreninger og afdelinger.

5 Samlet vurdering

Der var igennem COVID-19-krisen i marts 2020 markant forskel på investeringsforvaltningsselskabernes brug af suspension – også i situationer, hvor man kunne forvente en højere grad af ensartet adfærd. Den uensartede adfærd indikerer, at der blev anvendt bredere, hyppigere og længere suspensioner af danske UCITS afdelinger, end det var nødvendigt, og at der i sådanne tilfælde skete suspension på et ikke-kvalificeret grundlag. Dette har svækket investorbeskyttelsen, fordi suspension i disse tilfælde fratog investorerne mulighed for at indløse deres investeringsforeningsbeviser.

Finanstilsynets gennemgang af investeringsforvaltningsselskabernes styring og ledelse på området viste, at der var væsentlige forskelle i kvaliteten af styringsgrundlaget for de enkelte

selskaber i relation til suspension. Finanstilsynet vurderer på den baggrund, at den observerede forskel i adfærd til dels skyldes forskelle i ledelsen og styringen af, hvordan foreningerne bruger suspension.

Investeringsforvaltningsselskaberne skal særligt have fokus på beskrivelse af roller, ansvar og arbejdsprocesser for suspension i perioder med markedsuro. Der er generelt et efterslæb på dokumentation af beslutninger, på tilstrækkelig analyse og evaluering af hændelser samt på bestyrelsernes involvering i hændelser med suspension.

Nedenfor opsummeres Finanstilsynets observationer i fem punkter, som investeringsforvaltningsselskabernes og investeringsforeningernes bestyrelser skal sikre er overholdt. De fem punkter indeholder desuden konkrete eksempler på god praksis for, hvordan kravene kan opfyldes. Eksemplerne på god praksis er baseret på de redegørelser, der er indsendt i forbindelse med undersøgelsen. Finanstilsynet forventer, at investeringsforvaltningsselskabernes og investeringsforeningernes bestyrelser forholder sig til eksemplerne på god praksis, når de sikrer overholdelsen af kravene i de fem punkter.

Kravene til investeringsforvaltningsselskaberne på dette område fremgår af bekendtgørelse om ledelse, styring og administration af danske UCITS⁶. Det er særligt kravene i § 17 om pligten til at handle i investorernes interesse, i §18 om opgaver og ressourcer og i § 19 om information til bestyrelsen i forening og investeringsforvaltningsselskab, der er relevante i denne sammenhæng.

⁶ BEK nr. 865 af 02/07/2014 Bekendtgørelse om ledelse, styring og administration af danske UCITS.

God praksis om suspensioner

#1 Dækkende styringsgrundlag

Investeringsforvaltningsselskaber skal have et veldokumenteret styringsgrundlag i form af forretningsgange og arbejdsbeskrivelser for beslutning om og gennemførelse af suspensioner og ophør af suspensioner. Forretningsgange og arbejdsbeskrivelser skal sikre, at organisationen kan leve op til sine forpligtelser under såvel normale markedsforhold som under markedsuro.

Forretningsgange bør derfor indeholde krav om at aktivere særlige processer og inddrage supplerende ressourcer med kort varsel under usædvanlige markedsforhold eller på anden vis sikre, at processen for suspension også er velfungerende under markedsuro.

#2 Roller, ansvar og dokumentation

Styringsgrundlaget i form af forretningsgange og arbejdsbeskrivelser skal være præcise i forhold til placering af roller, ansvar og krav til dokumentation af beslutninger og baggrund for beslutninger.

Kravene til dokumentationen skal være tilstrækkelige til at sikre, at udførelse af suspensioner, som er delegeret til investeringsforvaltningsselskabet, kan kontrolleres af investeringsforeningens bestyrelse. Kravene til dokumentationen skal desuden være tilstrækkeligt detaljerede til at sikre, at compliance- og risikostyringsfunktionerne har et grundlag for en efterfølgende evaluering af suspensionsaktiviteten.

#3 Beslutninger på individuelt og kvalificeret grundlag

Ledelsen for investeringsforvaltningsselskabet skal sikre, at beslutninger om suspension og ophør af suspension sker individuelt for den enkelte fond og på et oplyst og kvalificeret grundlag.

Styringsgrundlaget i form af forretningsgange og arbejdsbeskrivelser kan bidrage til dette ved at indeholde klare anvisninger om, hvilke faglige kriterier der skal lægges til grund for beslutning om suspension og ophør af suspension under forskellige omstændigheder.

#4 Bestyrelsens involvering

Bestyrelsen for investeringsforeningen og bestyrelsen for investeringsforvaltningsselskabet skal informeres om de løbende beslutninger om suspension i en rapportering, der har en detaljeringsgrad, som muliggør reel stillingtagen til og inddragelse af risici i relation til lovgivningens hensigt om at sikre beskyttelsen af investor.

Orientering til bestyrelsen i investeringsforening og investeringsforvaltningsselskab bør ske dynamisk, behovsstyret og proportionalt med suspensionsomfanget. Det indebærer hyppigere og mere detaljeret rapportering under markedsuro.

#5 Opfølgning

Der skal ske systematisk opfølgning, dvs. rapportering, analyse og evaluering af beslutninger om og gennemførelse af suspensioner og ophør af suspensioner. Evalueringen skal behandles i investeringsforvaltningsselskabets direktion og bestyrelse og i investeringsforeningens bestyrelse. Efter en periode med særligt stor suspensionsomfang bør compliance- og risikostyringsfunktionerne have fokus på området.