

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø

København, den 13. april 2011

Høringssvar vedrørende udkast til bekendtgørelse om investeringsforeningers, specialforeningers og godkendte fåmandsforeningers anvendelse af afledte finansielle instrumenter

InvesteringssForeningsRådet har modtaget denne bekendtgørelse i høring, og vi har følgende bemærkninger til udkastet:

§ 6, stk. 1, pkt. 7

InvesteringssForeningsRådet foreslår, at den indskudte sætning: ”som ikke er part i aftalen om sikkerhedsstillelse” udgår. Baggrunden herfor er, at mange foreninger laver aftaler med en part, som også er foreningernes depotbank. Vi mener ikke, at restriktionen har selvstændig relevans, da det allerede følger af bestemmelsen, at depositaren enten skal være uafhængig af den, som stiller sikkerheden, eller skal være juridisk sikret mod effekterne af manglende opfyldelse hos til den tilknyttede part.

Foreningen opnår således ikke yderligere sikkerhed ved at bibeholde den indskudte sætning ”som ikke er part i aftalen om sikkerhedsstillelse”. Samtidigt vurderer vi, at formuleringen forhindrer, at foreninger kan indgå en ISDA med Credit Support Annex med deres depotbank. Foreningen vil således være ringere stillet, da den ikke kan modtage/stille sikkerhed, når den handler afledte finansielle instrumenter med sin depotbank.

§ 23, stk. 1, pkt. 7

Sætningen bør være, ”hvis et afledt finansielt instrument omfatter mulighed for fysisk levering af det underliggende aktiv, skal afdelingen”, da vi mener det giver en mere konsistent terminologi i bekendtgørelsen.

§ 23, stk. 1, pkt. 7, a) og b)

”Underliggende finansielle instrument” foreslår vi ændret til ”underliggende aktiv”, med henblik på at få en konsistent terminologi i bekendtgørelsen.



§ 28

Det følger af forslaget til bekendtgørelsens § 28, at værdipapirer mv. der er modtaget til sikkerhed for modpartsrisikoen på kontrakter der handles OTC, og som fradrages ved opgørelsen af modpartsrisikoen, skal indgå ved opgørelsen af en forenings investeringer, der er omfattet af placeringsgrænserne. Dette virker ikke hensigtsmæssigt, idet modtaget kollateral vil få en højere vægtning ved opgørelsen end foreningens reelle investeringer. Endvidere medfører bestemmelsen en asymmetri i behandlingen af kollateral, som foreningen har modtaget fra modparter i forhold til kollateral, som foreningen har stillet til modparter. Kravet ses endvidere ikke at kunne begrundes i de risici, der søges afdækket med kravene om placeringsgrænser.

Vi skal derfor foreslå, at § 28 i bekendtgørelsen slettes.

Følgende uddyber vores begrundelse for forslaget:

a) ISDA & Credit Support Annex

En forenings OTC handel med afledte finansielle instrumenter vil ofte foregå under branchestandarden 2002 ISDA Master Agreement. Såfremt der som en del heraf er indgået aftale om løbende sikkerhedsstillelse i form af et Credit Support Annex under engelsk ret, vil der være tale om en sikkerhedsstillelse med overdragelse af ejendomsret ("Transfer of Title", jf. ISDA Credit Support Annex, Paragraph 5 (a)). Reglerne om finansiell sikkerhedsstillelse i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/ EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse (collateraldirektivet) er implementeret i dansk ret i værdipapirhandelslovens §58a-58n. Vphl § 58k, stk. 1 slår fast, at sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret er gyldig i overensstemmelse med aftalens vilkår. Når en forening stiller eller modtager kollateral ifølge et Credit Support Annex er dette således en godkendt finansiell sikkerhedsstillelse under dansk ret.

Overgangen af den formelle ejendomsret til kollaterale er i denne sammenhæng alene sikringsakten for sikkerhedsstillelsen. Der er ikke tale om en investering foretaget af foreningen, idet foreningen ikke overtager markedsrisikoen på det modtagne kollateral. Det følger således af Credit Support Annex'et, at der løbende skal ske en værdiansættelse af den modtagne kollateral og de transaktioner, der er indgået under aftalen. Såfremt værdien af det modtagne kollateral er faldet i forhold til den gevinst det er stillet som sikkerhed for skal der stilles yderligere kollateral. Omvendt skal en relevant del af kollaterale leveres tilbage, såfremt dets værdi er steget i forhold den gevinst det er stillet som sikkerhed for.

b) Kollateral indgår i placeringsgrænserne, men ikke formuen

Kollateral modtaget som sikkerhedsstillelse for afledte finansielle instrumenter indgår på trods af den formelle ejendomsret ikke i opgørelsen af foreningens formue. Dette gør imidlertid den urealiserede gevinst på OTC derivattransaktionen, som kollaterale er modtaget som sikkerhed for. Hvis modtaget kollateral skal indgå ved opgørelsen af



placeringsgrænserne, jf. § 28, så vil kollaterale få en forholdsvis større vægt i opgørelsen end foreningens investeringer, idet kollaterale i beregningen kun tæller med i "investeringen" ("tælleren") men ikke i formuen ("nævneren"). Endvidere vil kollaterale som foreningen stiller med aktiver fra formuen fortsætte med at indgå ved opgørelsen af placeringsgrænserne, da foreningen fortsat har markedsrisikoen på disse aktiver. Der er således en asymmetri i, at såvel stillet som modtaget sikkerhedsstillelse indgår ved opgørelsen af placeringsgrænserne.

c) Krav til kvaliteten og værdiansættelse af modtaget kollateral

InvesteringsForeningsRådet anerkender, at der er en risiko for at modtaget kollateral mister sin værdi, såfremt udstederen af de aktiver, der er stillet til sikkerhed ikke kan opfylde sine betalingsforpligtelser. Det skal her bemærkes, at der i forslaget til bekendtgørelsens § 6 nu stilles en række krav til kvaliteten og værdiansættelsen af modtaget kollateral, hvorved denne risiko formindskes. Selvom kollaterale skulle miste sin værdi betyder dette imidlertid ikke, at foreningen har lidt et tab, som det vil være tilfældet for aktiver, som foreningen har placeret formuen i. Modparten er naturligvis fortsat forpligtet til at opfylde sine forpligtelser i forholdt til det afledte finansielle instrument. Modparten vil endvidere være forpligtet til umiddelbart at erstatte kollaterale med noget andet, der har den relevante værdi og i øvrigt lever op til de krav til sikkerhedsstillelse, der er aftalt mellem parterne.

§ 28 stiller således et krav til foreningerne som ikke ses at kunne begrundes i den risiko, der i øvrigt søges afdækket ved kravene om placeringsgrænser, da der er tale om sikkerhedsstillelsen, og ikke en investering. Bestemmelsen medfører en asymmetrisk behandling af modtaget og stillet kollateral samt en overvægtning af modtaget kollateral ved beregning af placeringsgrænserne. Konsekvensen af disse uhensigtsmæssigheder er, at det kan være vanskeligt for foreninger at bruge værdipapirer ved sikkerhedsstillelse, således at der i praksis kun kan anvendes likvide midler. Dette kan have en betydelig likviditetsmæssig betydning for foreningerne.

InvesteringsForeningsRådet deltager gerne i et møde, såfremt ovenstående giver anledning til spørgsmål.

Med venlig hilsen

InvesteringsForeningsRådet

Jens Jørgen Holm Møller

Henrik F. Hansen