ANKENÆVNET FOR INVESTERINGSFORENINGER
ØSTERBROGADE 62, 4., 2100 KØBENHAVN Ø
TLF. 3543 2506 – FAX 3543 7104

Sag nr. 1/2005 HE/IP

K E N D E L S E

afsagt den 22. december 2005

KLAGER:

INDKLAGEDE: Danske Invest

KLAGEEMNE: Investeringsstrategi.
LEDETEKST: Indsigelse mod ændring af investeringsstrategi, hvorefter investeringer i udenlandske obligationer fremover som hovedregel skulle kurssikres.

ANKENÆVNETS SAMMENSÆTNING: Peter Blok
Hans Daugaard
Peter Hemme
Lotte Aakjær Jensen
Finn Moefelt

MØDEDATO: 19. december 2005

Indledning.

Denne sag vedrører, om indklagedes bestyrelse i en afdeling baseret på udenlandske obligationer var berettiget til at gennemføre en ændring af investeringsstrategien, hvorefter investeringerne fremover som hovedregel vil blive valutakurssikret.

Sagens omstændigheder.

I marts og september 2001 købte klageren investeringsbeviser i indklagedes afdeling Danske Invest International, der investerer bredt i udenlandske obligationer i navnlig Europa, USA og Japan.

Af det fælles tegningsprospekt for indklagedes 10 obligationsafdelinger pr. den 29. oktober 2004 for fremgår bl.a.:

> "…
>
> **Afdeling Euro-obligationer**
>
> …
>
> *Investeringsområde*
>
> Afdelingen investerer i danske og udenlandske obligationer, denomineret i euro eller en af de underliggende valutaenheder i denne.
>
> …
>
> *Restriktioner i porteføljesammensætningen*
>
> Afdelingen har p.t. følgende yderligere restriktioner for investeringerne:
>
> …
>
> > Afdelingen kan ved hjælp af valutaterminsforretninger afdække den medfølgende valutarisiko overfor danske kroner, såfremt det vurderes at kunne forbedre afkastet.
>
> Restriktionerne kan ændres efter bestyrelsens beslutning.
>
> …
>
> **Afdeling Højrente**
>
> …
>
> *Investeringsområde*
>
> Afdelingen investerer i udenlandske obligationer med hoved-

vægten på virksomhedsobligationer og kreditobligationer. Periodevis vil statsobligationer kunne udgøre en væsentlig del af porteføljen.

…

Restriktioner i porteføljesammensætningen

Afdelingen har p.t. følgende yderligere restriktioner for investeringerne:

…

- Som udgangspunkt afdækkes den medfølgende valutarisiko ved hjælp af valutaterminsforretninger, men hvis det harmonerer med de aktuelle valutaforventninger og de generelle strategier for internationale obligationsporteføljer med valutaafdækket benchmark, vil en større eller mindre del af valutaeksponeringen blive holdt åben.

- Mindst 75 pct. af porteføljen skal enten være denomineret i euro (eller en af de underliggende valutaenheder) eller afdækket mod euro eller danske kroner.

Restriktionerne kan ændres efter bestyrelsens beslutning.

…

Afdeling International

…

Investeringsområde

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer el. lign.

…

Afdelingen kan inden for regler fastsat af Finanstilsynet anvende afledte finansielle instrumenter i forbindelse med porteføljeplejen, herunder terminsforretninger, futures og optioner.

Restriktioner i porteføljesammensætningen

Afdelingen har p.t. følgende yderligere restriktioner for investeringerne:

…

- Den valutariske sammensætning skal ske under behørig hensyntagen til enkeltlandenes økonomiske og politiske situation samt ud fra den erfaringsmæssige risiko ved at in-

vestere i de pågældende valutaer.

- Afdelingen kan investere i obligationer denomineret i europæisk (undtagen danske), nordamerikansk, japansk, new zealandsk og australsk valuta.

- Eksponering i amerikanske dollar og dollarrelaterede valutaer må maksimalt udgøre 50 pct.

- Eksponering i europæisk valutaer skal minimum udgøre 35 pct.

- Eksponering i yen må maksimalt udgøre 35 pct.

- Investering i ikke-europæiske lande kan overstige 65 pct., når overeksponeringen kurssikres overfor euro.

Restriktionerne kan ændres efter bestyrelsens beslutning.

…

Risikofaktorer

Investor skal bl.a. være opmærksom på, at obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold globalt, herunder renteudviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi. Ligeledes vil afdelingens investeringer blive påvirket af valutakursændringer, primært mellem USD og DKK, samt mellem JPY og DKK.

…

Afdelingens samlede renterisiko målt som korrigeret varighed må maksimalt være 5,5 år.

…

"

I foråret 2005 besluttede indklagedes bestyrelse pr. den 1. maj 2005 at ændre strategien i afdelingen, således at mindst 80% af den samlede portefølje skal være valutaafdækket over for danske kroner. Af en udskrift fra indklagedes hjemmeside den 17. marts 2005 fremgår følgende om ændringen:

"…

Den 1. maj 2005 ændrer afdeling International, som investerer bredt i globale obligationer, strategi. Fremover vil afdelingen som hovedregel valutasikre sine investeringer. Målet er at give medlemmerne et mere stabilt afkast.

Et mere stabilt afkast gennem valutaafdækning

International har hidtil fulgt en strategi, hvor den som hovedregel ikke har valutasikret investeringerne. Derfor har International været meget følsom over for udsving i valutakurserne.

Afdelingen er f.eks. blevet hårdt ramt i de senere år, hvor amerikanske obligationer har givet lave afkast målt i danske kroner, fordi dollaren er faldet. Det amerikanske obligationsmarked er blandt verdens største – og derfor har International haft mange penge investeret der. Det har medvirket til, at International har givet dårlige afkast i de senere år – og ikke har udbetalt udbytte siden 2002.

"Det er ikke tilfredsstillende – hverken for os eller medlemmerne. Derfor ændrer vi nu strategien, så medlemmerne kan nyde godt af mulighederne på rentesiden – uden at det bliver spist op af en valutaudvikling, som er svær at forudsige. Samtidig skulle vi gerne få et bedre forhold mellem afkast-mulighederne og risikoen", siger vicedirektør [navn], [indklagede].

Fordele og ulemper

Fordelen ved den nye strategi er, at afkastet alt andet lige bliver mere stabilt. Derfor bliver International en bedre investering for dem, der vil have en global risikospredning af deres obligationsinvesteringer. Ulempen er, at afdelingen ikke i samme omfang som før vil nyde godt af en stigning i f.eks. dollaren.

…"

Der blev endvidere informeret om strategiændringen i indklagedes medlemsblad Kvartalsrapporten for 1. kvartal 2005 og på indklagedes generalforsamling, der blev afholdt den 13. april 2005. I tilslutning til omtalen i strategiændringen i afdeling International er i medlemsbladet anført:

"Valutasikring hos [indklagede] – forskellige strategier i forskellige afdelinger

- I afdelingerne med udenlandske obligationer har vi generelt ret vide rammer for at sikre valutaerne. I HøjrenteLande har vi hele tiden fulgt en strategi, hvor vi sikrer valutaerne. Og det begynder vi nu også at gøre i International. I en afdeling som Euro-obligationer er valutarisikoen begrænset, fordi euroen og kronen er tæt knyttet til hinanden.

- I de afdelinger, som investerer i udenlandske aktier, og som henvender sig til både pensionsopsparing og fri opsparing, valutakurssikres på grund af skattelovgivningen kun i meget begrænset omfang. Det gælder

f.eks. afdelingerne Verden og Fjernøsten.

- I de to udenlandske aktieafdelinger, som henvender sig til pensionsformål (Pension (PAL) – Europa Valutasikret og Pension (PAL)- USA Valutasikret) valutasikres investeringerne næsten fuldt ud.

- I afdelingerne med danske aktier og danske obligationer valutasikres investeringerne naturligvis ikke."

Indklagede har under sagen fremlagt et udkast, der viser, hvorledes prospektet på baggrund af strategiændringen forventes udformet. Af udkastet fremgår bl.a.:

"…

Afdeling International

…

Vedtægtsbestemt investeringsområde

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer eller lignende.

…

Restriktioner i porteføljesammensætningen

Afdelingen har p.t. følgende yderligere restriktioner for investeringerne:

…

- Afdelingen kan investere i obligationer denomineret i europæisk(undtagen dansk), nordamerikansk, japansk, new zealandsk og australsk valuta.

- Afdelingen vil som udgangspunkt være valutaafdækket, men kan dog have åbne valutapositioner på maksimalt 20 pct. af formuen.

- Den valutariske sammensætning skal ske under behørig hensyntagen til enkeltlandenes økonomiske og politiske situation samt ud fra den erfaringsmæssige risiko ved at investere i de pågældende valutaer.

- Afdelingen vil som udgangspunkt afdække valutaeksponeringerne mod danske kroner eller euro.

Restriktionerne kan ændres efter bestyrelsens beslutning.

…"

Af indklagedes vedtægter pr. september 2004 fremgår bl.a.:

"…

§ 2

Foreningens formål er fra en videre kreds eller offentligheden at modtage midler, som under iagttagelse af et princip om risikospredning anbringes i værdipapirer i overensstemmelse med reglerne i kapitel 13 og 14 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., og på forlangende af en deltager at indløse deltagerens andel af formuen med midler, der hidrører fra denne, jf. § 13.

På baggrund heraf søges midlerne investeret således, at der opnås et tilfredsstillende resultat.

…

§ 4

Foreningen er opdelt i følgende afdelinger, …

2. Certifikatudstedende afdelinger, der opfylder de i aktieavancebeskatningslovens § 2 d, stk. 4, angivne rammer for investering i fremmedmøntede fordringer m.v. …

…

International:

Omfatter investering i udenlandske obligationer el. lign.

Investering kan enten ske direkte eller gennem andele i andre foreninger, afdelinger eller investeringsinstitutter, jf. § 90 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Afdelingen kan inden for sit investeringsområde investere over 35 pct. af sin formue i værdipapirer m.v. som nævnt i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. § 93, stk. 1, nr. 3, efter bestemmelserne i samme lovs § 94 og som specifiseret i tillæg A til disse vedtægter.

…

6. PAL-afdelinger. Certifikatudstedende afdelinger hvis andele alene må ejes af medlemmer, der er skattepligtige efter pensionsafkastbeskatningslovens § 1, stk. 1 …

…

Pension (PAL) – Europa Valutasikret:

Omfatter investering i europæiske aktier. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækkes mod danske kroner eller euro.

…

Pension (PAL) – USA Valutasikret:

Omfatter investering i amerikanske eller canadiske aktier. Hovedparten af afdelingens investeringer i udenlandsk valuta afdækkes mod danske kroner eller euro.

…

§ 16

Ethvert medlem af foreningen er berettiget til at deltage i generalforsamlingen, når vedkommende senest 5 bankdage forinden har afhentet adgangskort på foreningens kontor mod forevisning af fornøden dokumentation for sine investeringsforeningsandele.

…

Stk. 4. Om spørgsmål, der alene vedrører den enkelte afdelinger, herunder godkendelse af årsrapport, anvendelse af overskud, midlernes anbringelse, afdelingens opløsning og fusion, afholdes der separat afstemning for de enkelte afdelinger.

…

Stk. 8 Beslutninger træffes ved almindelig stemmeflerhed, med mindre andet er fastsat nedenfor.

§ 17

Til vedtagelse af beslutning om vedtægtsændringer og beslutning om foreningens eller en afdelings opløsning kræves, at 2/3 af foreningens eller afdelingens samlede formue er repræsenteret på generalforsamlingen, og at mindst 2/3 af de afgivne stemmer er for forslaget.

…

§ 19

Bestyrelsen har den overordnede ledelse af foreningens anliggender, herunder investeringerne til enhver tid. …"

Parternes påstande.

Den 15. juli 2005 har klageren indbragt sagen for Ankenævnet med påstand om, at indklagede skal opretholde hendes investering som før den omhandlede ændring eller holde hende skadesløs for tab som følge af ændringen.

Indklagede har nedlagt påstand om frifindelse.

Parternes argumenter.

Klageren har anført, at hun købte investeringsbeviserne med henblik på pensionsopsparing.

Efter købet var kursen på USD faldende, hvilket påvirkede investeringen negativt på grund af valutafølsomheden over for især USD. Hun bestemte sig for at beholde investeringsbeviserne, idet hun forventede, at dollaren på et tidspunkt ville stige igen, og at investeringen i så fald ville udvikle et bedre resultat. Forud for årsskiftet 2004/2005 blev hun af en medarbejder i pengeinstituttet P, der er indklagedes depotbank og samarbejdspartner, telefonisk opfordret til at sælge investeringsbeviserne, da de ikke havde været en rentabel investering. Hun afslog at sælge med henvisning til, at udviklingen nu viste tegn på at vende.

Efterfølgende fik hun pr. e-mail besked om, at strategien i afdelingen ville blive ændret pr. den 1. maj 2005, således at der herefter ville blive valutasikret for at give et mere stabilt afkast. Ændringen medfører, at hun ikke får del i gevinsten ved den nu positive udvikling i dollarkursen, som skulle kompensere for den hidtidige negative udvikling.

Ifølge indklagedes hjemmeside var ulempen ved valutasikringen, at "afdelingen ikke i samme omfang som før vil nyde godt af en stigning i f.eks. dollaren". Da en valutasikring er at opfatte som en sikring mod kursudsving, vil der imidlertid slet ikke kunne opstå noget "omfang at nyde godt af".

Allerede den 20. maj 2005 bekræftede P i TV2's nyhedsudsendelse kl. 18, at man nu efter fire år med en nedadgående dollarkurs endelig troede på, at dollaren vil stige. Den strategiske ændring i afdelingen International synes derfor umiddelbart alene at være til fordel for P, der har valutasikret, og til ulempe for ejerne af investeringsbeviserne.

Selvom P og indklagede formelt er to af hinanden uafhængige institutioner tyder meget på, at der reelt findes en form for fælles interesse.

Efter den 1. maj 2005 er investeringsbeviserne ikke det produkt, som hun købte. Hun har ikke haft nogen indflydelse på ændringen og har blot pr. e-mail fået besked herom. Hun bør have krav på at opretholde investeringen som

før valutasikringen eller at blive holdt skadesløs i forhold til et eventuelt tab, som måtte være en følge heraf.

Det har ikke været nogen løsning for hende at sælge investeringsbeviserne, før ændringen trådte i kraft, idet tidspunktet var ugunstigt for salg.

Indklagede har anført, at bestyrelsens mål med strategiændringen var at give medlemmerne et mere stabilt afkast. Bestyrelsen ønskede at nedtone effekten af valutakurssvingningerne, således at medlemmerne hovedsageligt fik en eksponering over for renten.

Ændringen ligger inden for bestyrelsens kompetenceområde. Ifølge vedtægternes § 2 skal midlerne søges investeret på en sådan måde, at der opnås et tilfredsstillende afkast, og ifølge § 19, stk. 1 har bestyrelsen den overordnede ledelse af foreningens anliggender, herunder investeringerne. Heraf kan udledes, at bestyrelsen har ansvaret for at vælge den rigtige strategi for den enkelte afdeling.

Med strategiændringen skete der ikke en ændring af afdelingens investeringsområde, og det var derfor ikke nødvendigt at foretage en ændring af vedtægternes beskrivelse af afdelingen.

Det fremgår af prospektet, at restriktionerne, herunder valutarestriktionerne, kan ændres efter bestyrelsens beslutning.

Den gængse informationsprocedure ved strategiske ændringer blev overholdt.

Afdelingen har fortsat mulighed for at holde op til 20% af valutapositionen åben.

Ankenævnets bemærkninger og konklusion.

Beslutningen om, at investeringerne i indklagedes afdeling International fremover som hovedregel skal valutasikres, krævede ikke en ændring af indklagedes vedtægter, idet spørgsmålet om sådan sikring ikke er omtalt i beskrivelsen af afdeling International i vedtægternes § 4.

Ankenævnet finder, at det i afdelinger, som investerer i udenlandske obligationer, som udgangspunkt hører under bestyrelsens kompetence efter § 19 i indklagedes vedtægter at tage stilling til spørgsmålet om valutasikring, herunder også i tilfælde som det foreliggende, hvor der er tale om en generel strategiændring. Andet kan dog følge af vedtægternes beskrivelse af afdelingen eller af tegningsprospektet for afdelingen. I det foreliggende tilfælde er spørgsmålet som nævnt ikke omtalt i vedtægternes beskrivelse af afdelingen, og det fremgår af prospektet, at spørgsmålet om valutasikring er en "restrikti-

on", som kan ændres efter bestyrelsens beslutning. Ankenævnet finder herefter, at bestyrelsen ikke har overskredet sin kompetence ved at træffe den omtvistede beslutning.

Der er – uanset det af klageren anførte om tidspunktet for beslutningen set i relation til kursudviklingen på USD – ikke grundlag for at fastslå, at bestyrelsen ved beslutningen har begået en ansvarspådragende fejl.

Ankenævnet finder endvidere, at indklagede på fyldestgørende måde har informeret medlemmerne om strategiændringen.

Som følge af det anførte

b e s t e m m e s :

Klagen tages ikke til følge.