

Redegørelse til ministeren

Ministeren har bedt mig redegøre for min involvering i bestyrelsen for Investin Pro i forhold til den seneste presseomtale, hvoraf det fremgår, at Investin Pro oprettede en afdeling for schweiziske aktier i 2008 med Nordea Bank Danmark A/S som investor.

Sammenfatning

I 2005 til 2011 var jeg medlem af bestyrelsen for kapitalforeningen Investin Pro, som er en kapitalforening rettet mod institutionelle investorer og administreret af Nykredit Portefølje Administration A/S (herefter NPA).

I marts 2008 oprettede Investin Pro afdelingen "Merrill Lynch Invest Swiss Equity Institutional" med Nordea Bank Danmark A/S som investor og Merrill Lynch som porteføljeforvalter (herefter Swiss Equity Afdelingen). Swiss Equity Afdelingens investeringsstrategi var, at afkastet skulle svare til det schweiziske aktieindeks. Det var således en ganske simpel afdeling. Forinden etableringen af Swiss Equity Afdelingen spurgte bestyrelsen grundigt ind til strategien for at sikre, at den ikke påførte Swiss Equity Afdelingen og foreningen risiko. Det følger af Investin Pros vedtægter, at foreningen ikke må udføre eller deltage i spekulationsforretninger, og dette påses ligeledes hvert år af den eksterne revision, som afgiver en specifik erklæring herom.

Ved udlodning af udbytte på de schweiziske aktier, som Swiss Equity Afdelingen havde investeret i, blev der indeholdt schweizisk udbytteskat, som afdelingen herefter søgte tilbage. Jeg blev betrygget i, at tilbagesøgningen skete i overensstemmelse med den dagældende dobbeltbeskatningsoverenskomst med Schweiz, eftersom investoren (Nordea Bank Danmark A/S) var dansk og foreningen Investin Pro var dansk.

Det var indtil den nylige presseomtale i Børsen og min efterfølgende gennemgang af en beskrivelse af den schweiziske højesteretsdom fra 2015 ukendt for mig, at Nordea Danmark i eget regi (og således uden for Investin Pro) ved brug af derivater tilsyneladende havde overført det økonomiske ejerskab af aktieinvesteringen fortaget af Swiss Equity Afdelingen, og at denne selvstændige ageren fra Nordeas side førte til, at afdelingen ikke fik refunderet den ansøgte udbytteskat i Schweiz.

Hverken jeg eller den øvrige bestyrelse for Investin Pro var informeret om Nordeas ageren. Tværtimod viser bestyrelsesprotokollen og den øvrige dialog med NPA, at bestyrelsen gentagne gange blev forsikret om, at Swiss Equity Afdelingens investor var dansk.

Baggrund - kapitalforeninger som outsourcing

Når professionelle investorer investerer i udenlandske værdipapirer, kræver det en betydelig system-understøttelse. Der skal laves aftaler med depotbank, indgås aftaler med porteføljeforvaltere, og der skal opbygges IT-systemer, som understøtter værdipapirhandel, daglig prisfastsættelse, risikostyring og regnskabs-aflæggelse. Selv store, sofistikerede investorer vælger derfor ofte at outsource forvaltningen af sådanne værdipapirporteføljer til specialiserede selskaber.

NPA er den største udbyder af denne type af løsninger i Danmark. En meget anvendt model for outsourcing er at oprette en kapitalforening (eller en afdeling deri), som fungerer ligesom en investeringsforening. Medlemmet (den institutionelle investor) indskyder et beløb i foreningen, som herefter køber værdipapirerne i overensstemmelse med den vedtagne investeringsstrategi. NPA er foreningens administrationselskab og udgør dens direktion, dvs. at NPA sørger for aftaler med formueforvaltere og depotbank, regnskabsføring etc. Slutresultatet bliver, at den institutionelle investor i stedet for selv at skulle håndtere forvaltningen af en portefølje af aktiver blot får et medlemsbevis i en forening. For den institutionelle investor bliver investeringen i udenlandske værdipapirer lige så simpel som at eje et enkelt værdipapir. Al dialog med investor foregår via NPA – der er ingen dialog mellem investor og bestyrelse.

Jeg var startende i år 2000 medlem af bestyrelsen i flere foreninger for både private og institutionelle investorer. Foreningerne bestod alle af flere afdelinger, som tillod investorerne at investere i forskellige aktivklasser eller investeringsstrategier. Fælles for foreningerne var, at de brugte NPA som administrationselskab.

I de fleste foreninger, som jeg sad i bestyrelsen for, forekom milliardstore mandater, og i flere foreninger forekom afdelinger oprettet specielt til én investor. Investorerne var ofte andre finansielle institutioner, pensionskasser og fonde. Endvidere var der flere eksempler på afdelinger, som specialiserede sig i en meget specifik aktivklasse. Nordea Liv og Pension var for eksempel inden oprettelsen af Swiss Equity afdelingen investor i forskellige afdelinger under Investin Pro, som investerede i amerikanske aktier og i japanske aktier. Nordea kunne på daværende tidspunkt ikke tilbyde samme struktur som Investin Pro.

Bestyrelsens honorar var et årligt fastsat beløb, som ikke afhang af investeringernes performance.

Baggrund – vedtægter, forvaltningsaftaler og andre aftaler

Vedtægterne for foreningen Investin Pro skulle dengang indsendes til og godkendes af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Dette gjaldt ved etableringen, og når der skulle foretages vedtægtsændringer. Vedtægtsændringer var nødvendige, når der oprettedes nye afdelinger.

En forenings vedtægter beskriver i forholdsvis generelle vendinger, hvad de enkelte afdelinger investerer i. Der kan fx specificeres, at der er tale om investering i et specifikt lands aktier, og at disse skal kunne handles på nærmere specificerede børser. Der kan også stå, om afdelingen tillader brug af derivater. En dansk investor kan således være interesseret i at investere i amerikanske aktier, men samtidig ønske ikke at være eksponeret overfor dollarkursudsving. Her giver brug af derivater porteføljeforvalteren mulighed for at afdække valutakursrisikoen ved hjælp af terminkontrakter. Endvidere kan det specificeres, at afdelingen henvender sig til en klasse af investorer, som er underlagt en bestemt type beskatning. Det kan være en konsekvens af krav fra skattelovgivningen, at dette specificeres i vedtægterne.

Afdelingen bliver ikke operationel før en række aftaler og dokumenter i tillæg til vedtægterne er på plads. Helt centralt er den obligatoriske aftale om porteføljepleje - en Investment Management Agreement (IMA) - der fastlægger porteføljeforvalterens retningslinjer med hensyn til investerings- og risikopolitik, brug af derivater,

udlån, låneoptagelse og meget andet. IMA'en er langt mere detaljeret og dermed mere restriktiv end vedtægterne. I tillæg til dette er der en række aftaler om brug af derivater (ISDA aftaler) og sikkerhedsstillelse i denne forbindelse, en aftale der regulerer aktieudlån (GMSLA), og aftaler med depotbanken. I visse tilfælde er prospekter eller anden investorinformation også nødvendige.

Effektiv betjening af investorerne er en konkurrenceparameter, og det var derfor ikke unormalt, at man for at mindske ekspeditionstiden indsendte de generelle ændringer af vedtægterne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, samtidigt med, at NPA arbejdede med alle tillægsaftalerne.

Aftalerne og prospekter mv. skal godkendes af bestyrelsen. Der kan ikke modtages indskud fra investorer, før de er på plads, da flere af dem er lovpligtige.

Min rolle som bestyrelsesmedlem i kapitalforeningen Investin Pro

I perioden august 2005 til oktober 2011 var jeg medlem af bestyrelsen for kapitalforeningen Investin Pro, som er en kapitalforening administreret af NPA rettet mod institutionelle investorer.

Det følger af Investin Pros vedtægter, at foreningen ikke må udføre eller deltage i spekulationsforretninger, og dette påses ligeledes hvert år af den eksterne revision, som afgiver en specifik erklæring herom.

Det var bestyrelsens overordnede opgave, at sørge for en forsvarlig organisation af foreningens virksomhed, der skal udøves i overensstemmelse med lovgivning og foreningens vedtægter.

Jeg valgte at udtræde af foreningens bestyrelse i oktober 2011, da jeg fik besked om, at jeg havde modtaget en bevilling til et såkaldt Grundforskningscenter, som jeg vidste ville blive tidskrævende at starte og lede.

Det konkrete forløb omkring Nordeas investering

I marts 2008 oprettede Investin Pro afdelingen "Merrill Lynch Invest Swiss Equity Institutional" med Nordea Bank Danmark A/S som investor og Merrill Lynch som porteføljeforvalter (Swiss Equity Afdelingen). Dette var en af mange afdelinger i Investin Pro, som ifølge foreningens vedtægter, dateret 16. maj 2008, bestod af 22 afdelinger med mange forskellige temaer, herunder investeringer rettet mod danske aktier, japanske aktier og erhvervsobligationer.

Swiss Equity Afdelingen havde som investeringsstrategi, at afkastet skulle svare til det schweiziske aktieindeks. Det var i dette lys en ganske simpel afdeling. Det sikredes i forvaltningsaftalen mellem Investin Pro og Swiss Equity Afdelingens forvalter, at porteføljeforvalteren (Merrill Lynch) ikke måtte optage lån, som ville kunne bruges til at geare investeringerne, og heller ikke måtte anvende de vigtigste typer af derivater, herunder optioner, futures og valuta-forwardkontrakter i relation til investeringen i de schweiziske aktier.

Swiss Equity Afdelingen havde mulighed for at udlåne aktierne. Ved udlån er det imidlertid vigtigt at sikre sig, at det ikke udsætter afdelingen for modpartrisiko. Bestyrelsen spurgte inden etableringen grundigt ind til aftalerne omkring aktieudlån for at sikre, at det ikke påførte afdelingen og foreningen risiko. Jeg blev også inden etableringen betrygget i, at der ikke lå et skattedrevet motiv bag muligheden for aktieudlån.

Det indskudte beløb var på CHF 3,8 mia. Det var min opfattelse, at Swiss Equity Afdelingen var oprettet med henblik på langsigtet investering, da afdelingens investeringsstrategi ikke adskilte sig fra andre tilsvarende afdelinger.

Ved udlodning af udbytte på de aktier, som Swiss Equity Afdelingen havde investeret i, blev der indeholdt schweizisk udbytteskat, som afdelingen herefter søgte tilbage i henhold til bestemmelserne i dobbeltbeskatningsoverenskomsten. Det var NPA, som stod herfor.

Jeg blev af NPA ved afdelingens etablering betrygget i, at dette var i overensstemmelse med dobbeltbeskatningssaftalen med Schweiz, eftersom investoren (Nordea Bank Danmark A/S) var dansk, og Investin Pro var dansk.

Swiss Equity Afdelingens aktiebeholdning blev næsten nedbragt til 0 mod slutningen af 2008. Der kom ikke yderligere indskud i afdelingen herefter. Swiss Equity Afdelingen havde også et udskudt skatteaktiv, som optrådte, fordi der endnu ikke ved regnskabsafslæggelsen var blevet opnået refusion af udbytteskatten. Den eksterne revisor godkendte uden bemærkninger årsrapporten for 2008.

Den eksterne revision attesterede også i revisionsprotokollen til Investin Pros årsrapport for 2008 følgende under 2.4 "Øvrige forhold":

"Vi skal til bestyrelsens orientering oplyse, at gennemgangen af investeringsforvaltningsselskabets regler vedrørende spekulationsforretninger ikke har givet anledning til bemærkninger".

NPA har oplyst, at skatteaktivet i 2016 blev nedskrevet til 0, da det på dette tidspunkt var klart, at den tilbageholdte skat ikke ville blive udbetalt af de schweiziske myndigheder.

Jeg har gennemset bestyrelsesprotokollerne for 2008 og 2009, og det relevante indhold kan opsummeres som følger:

- 26/2/2008: Det nævnes, at den outsourcingmodel, som Investin Pro tilbyder er særdeles eftertragtet, og alene ved dette møde nævnes, at der formentlig er tre nye afdelinger på vej. En af disse er en afdeling med schweiziske aktier, som Merrill Lynch vil oprette på vegne af en dansk investor. Bestyrelsen forholder sig afventende indtil en nærmere beskrivelse af risiko og struktur er kendt.
- 13/3/2008: Vedtægterne for Swiss Equity Afdelingen underskrives. Det bekræftes overfor bestyrelsen, at investor er Nordea Bank Danmark A/S.
- 23/4/2008: Ved gennemgangen omtales performance af Swiss Equity Afdelingen, dvs. kursudviklingen på aktierne, som konstateres at være på niveau med benchmark (det schweiziske aktieindeks).
- 5/5/2008: Swiss Equity Afdelingens strategi gennemgås. Bestyrelsen diskuterer igen aktieudlån og en såkaldt trepartsaftale med Bank of New York, og bestyrelsen noterer sig, at de nuværende investeringsretningslinjer ikke tillod nogen form for gearing.
- 11/12/2008: Det oplyses, at der er sket en stor indløsning, hvilket vil sige, at Swiss Equity Afdelingen havde solgt næsten hele beholdningen af schweiziske aktier og udbetalt provenuet til Nordea. Det oplyses også, at Swiss Equity Afdelingen stadig fulgte det schweiziske benchmark, men at man havde

opnået en stor relativ performance (merafkast). Det konstateres samtidig, at man i forbindelse med et forventet nyt indskud, vil kunne følge indekset tættere.

- 4/3/2009: Afdelingen nævnes kort i forbindelse med complianceoversigten igen relateret til afkastets afvigelse i forhold til benchmark.

Nærmere om bestyrelsens undersøgelser af risikoen ved investeringerne

Etableringen af Swiss Equity Afdelingen blev annonceret på et bestyrelsesmøde i februar 2008, som anført ovenfor. Et stort mandat oprettet til en enkelt institutionel investor (i schweiziske aktier) var ikke unormalt. Allerede ved denne lejlighed markerede bestyrelsen, at den ikke kunne godkende den nye afdeling før risiko og struktur var bedre kendt.

Der var i marts 2008 en lang mailkorrespondance med NPA, som udsprang af bestyrelsens ønske om at forstå eventuelle risici i forbindelse med Swiss Equity Afdelingens investeringer, herunder især aktieudlån. Denne korrespondance viser en bestyrelse, som spørger grundigt ind og ikke lader sig spise af med en halv forklaring. Jeg har i denne redegørelse ikke forklaret detaljerne i dette forløb, men jeg kan oplyse, at det havde til formål at sikre, at Swiss Equity Afdelingens mulighed for at foretage aktieudlån skete på betryggende vilkår, og at Swiss Equity Afdelingen ikke kunne anvende gearede investeringer.

Jeg spurgte endvidere ind til, om der også var et skatteformål med eventuelle udlån og blev betrygget i, at eventuelle aktieudlån ikke var "skattedrevne". Der var således ikke fra en dansk investors synspunkt udsigt til en bedre skatteposition efter dobbeltbeskatningsaftalen med Schweiz end den, som enhver dansk investor kunne opnå uden for foreningen. Det oplyste formål var altså ikke alene sædvanligt og lovligt, men fuldkommen etisk forsvarligt, da det er i dobbeltbeskatningsaftalens ånd, at en dansk investor skal beskattes i Danmark af schweizisk aktieindkomst.

Det er almindeligt at foretage aktieudlån. Mange formue/porteføljeforvaltere bruger såkaldte 'long-short' strategier, som går ud på at købe nogle aktier og gå kort i andre aktier, fordi porteføljeforvalteren mener, at aktierne er prisfastsat relativt forkert. For at kunne sælge aktier kort, kræves adgang til at låne aktier. Foreninger som kun køber aktier med henblik på at holde dem og realisere kursavancer, som tilfældet var for Investin Pro, kan typisk tjene et lille ekstraafkast til deres investorer ved at udlåne aktier til andre investorer, som ønsker at sælge kort. Jeg spurgte til, om det var dette, der var formålet med at have mulighed for udlån, hvilket blev bekræftet.

Merafkastet som rapporteres i december 2008 i forhold til benchmark kunne umiddelbart fortolkes positivt, men bestyrelsen spørger ind til om indekset følges, og derfor er der udtrykt ønske om at følge indekset tættere fremover, hvis der kommer nye indskud (hvilket ikke kom). Bestyrelsen overvågede med andre ord samvittighedsfuldt om investeringsretningslinjerne blev fulgt.

Nærmere om afviklingen af investeringen

Salget af aktierne i Swiss Equity Afdelingen blev meddelt bestyrelsen ved mødet 11. december 2008. På det tidspunkt befandt verden sig i den måske alvorligste finansielle krise nogensinde. Investorer verden over søgte over mod likvide instrumenter. Salget vakte derfor ikke bekymring.

Selv uden for krisetider kan det ofte forekomme, at finansielle institutioner på grund af ny ledelse eller ny investeringsansvarlig vælger at omgøre en nylig investeringsbeslutning under forgængerens. Derfor kan det ofte forekomme i professionelle foreninger, at en afdeling kun lever i relativt kort tid.

Nærmere omkring en forespørgsel fra Morgan Stanley

For fuldstændighedens skyld, kan jeg oplyse, at bestyrelsen den 23. januar 2009 af NPA blev adviseret om, at Morgan Stanley ønskede af oprette i alt 5 afdelinger alle med fokus på schweiziske aktier med en struktur, hvor en afdeling ejede de 4 underliggende afdelinger. Det blev estimeret, at et eventuelt indskud ville ligge på ca. 1,8 mia DKK. Bestyrelsen blev oplyst om, at der ville blive fremsendt de nødvendige aftaler, herunder aftaler om porteføljeforvaltning, brug af derivater, depotbank etc. Det blev endvidere også af NPA nævnt, at der ville blive udarbejdet prospekter for disse afdelinger.

Bestyrelsen underskrev et mødereferat dateret 29/1/2009, som godkendte nye vedtægter for Investin Pro med henblik på oprettelse af 5 nye afdelinger.

Jeg har ved mine undersøgelser fået oplyst, at indsendelsen til Erhvervs – og Selskabsstyrelsen af de godkendte vedtægter skete 2/2/2009, men at ansøgningen blev trukket tilbage den 25/2/2009.

Bestyrelsen blev ved et møde den 4/3/2009 orienteret om, at Morgan Stanley-afdelingerne alligevel ikke blev til noget, idet Morgan Stanley havde valgt ikke at gå videre med projektet. Det blev også oplyst, at afdelingerne ikke var blevet registreret hos Erhvervs – og Selskabsstyrelsen. Det nødvendige aftalekompleks nåede aldrig at blive forelagt bestyrelsen.

Jeg har ikke set Morgan Stanley-afdelingerne omtalt i det gennemgåede materiale herefter.

Mine refleksioner i 2018

I hvidvaskforebyggelse er det centralt, at bankerne kender deres kunder og på baggrund af dette kan vurdere, om en transaktion virker mistænkelig. Overfører man dette princip på den konkrete afdeling og den konkrete transaktion, kan man konstatere, at kapitalforeningen Investin Pro blev bedt om at oprette Swiss Equity Afdelingen af to på det tidspunkt velkendte finansielle institutioner, Nordea Bank Danmark A/S i samarbejde med Merrill Lynch. Transaktionen var også helt igennem sædvanlig: At købe schweiziske aktier for en dansk investor, som ønskede et afkast som svarede til indekset, og som led i dette at følge teksten og ånden i dobbeltbeskatningsaftalen med Schweiz. Det blev eksplicit fastslået, at der ikke var et skattemæssigt sigte med muligheden for at foretage aktieudlån.

Det var indtil den nylige presseomtale i Børsen og min efterfølgende gennemgang af en beskrivelse af den schweiziske højesteretsdom fra 2015 ukendt for mig, at Nordea Danmark tilsyneladende i eget regi (og således uden for Investin Pro) ved brug af derivater havde overført det økonomiske ejerskab af aktieinvesteringen fortaget af Investin Pro. Denne selvstændige ageren fra Nordeas side førte til, at Swiss Equity Afdelingen ikke fik refunderet den ansøgte udbytteskat i Schweiz.

Hverken jeg eller den øvrige bestyrelse for Investin Pro var informeret om Nordeas ageren udenfor Investin Pros regi. Tværtimod viser bestyrelsesprotokollen og den øvrige dialog med NPA, at bestyrelsen gentagne gange blev forsikret om, at der var tale om en dansk investor i en dansk forening.

Jeg bemærker endelig i relation til sagen om Swiss Equity Afdelingen, at aktieudlån er sædvanligt for kapitalforeninger, og at der mig bekendt ingen sammenhæng er mellem eventuelle aktieudlån i Swiss Equity Afdelingen og det forhold, at de schweiziske myndigheder nægtede at refundere udbytteskatten. Det var alene Nordeas selvstændige brug af derivater i eget regi, der medførte, at det blev uretmæssigt at søge udbytteskatten tilbage.

En afdeling etableret af Morgan Stanley for schweiziske aktier i Investin Pro var heller ikke i 2009 i sig selv mistænkelig. Foreninger, som NPA administrerer, har mange eksempler på, at udenlandske finanshuse tilbyder investering i specialiserede aktivklasser til danske investorer. At afsætte plads til sådanne afdelinger i vedtægterne er derfor helt normalt. I den konkrete sag om Morgan Stanley-afdelingerne, nåede vedtægterne aldrig at blive godkendt af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Det nødvendige aftalekompleks og prospekter blev aldrig præsenteret for bestyrelsen. Ikke alene er der derfor aldrig investeret i disse fonde – det har ganske enkelt ikke været muligt at investere. Det har selvsagt heller ikke været muligt for bestyrelsen at diskutere fondenes præcise struktur og risikoprofil. Forløbet omkring etableringen af Swiss Equity Afdelingen viser tydeligt, at bestyrelsen kun gav grønt lys, når aftalekomplekset i sin helhed var fundet betryggende. Det samme ville uden tvivl have været tilfældet, hvis Morgan Stanley-afdelingerne var kommet tættere på at blive realiserede.

Kilder

Min redegørelse bygger på bestyrelsesreferater for Investin Pro for årene 2008 og 2009, på e-mail korrespondance i månederne omkring stiftelsen af Swiss Equity Afdelingen og omkring godkendelse af vedtægterne til Morgan Stanley afdelingerne, en version af vedtægterne dateret 16. maj 2008, Investin Pro's årsrapporter 2008 og 2009 og tilhørende revisionsprotokollater, faktuelle oplysninger om foreningen og afdelingens historik leveret af NPA, samt på gennemgangen af den schweiziske højesterets dom fra oktober 2015 i <https://www.loyensloeff.com/media/4714/dms-20202400-v1-swiss-supreme-court-decisions-beneficial-ownership.pdf>.

Jeg står naturligvis til rådighed, såfremt min redegørelse giver anledning til spørgsmål.

Holte, den 29. november 2018

David Lando