



NOTAT

Finanstilsynet

18. juni 2009

REVIDERET GRUNNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG Direktivforslaget om alternative investerings- fonde – KOM(2009)207

Nærværende grundnotat er i forhold til den første fremsendte grundnotat af 29. maj 2009 udbygget med et afsnit om høring.

Resumé

Kommissionen har fremsat forslag til direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiverne 2004/39/EF og 2009/.../EF. Forslaget indeholder en regulering af de forvaltere (administrationsselskaber), der markedsfører og administrerer alternative investeringsfonde.

Ved investeringsfonde forstås i forslaget enhver form for investeringsenhed eller investeringsfællesskab uanset den benyttede juridiske samarbejdsform. Alternative investeringsfonde omfatter ikke alene kapitalfonde og hedgefonde, men også alle andre former for fællesskaber, hvor flere foretager investeringer i fællesskab.

Ved administrationsselskab forstås et selskab, der gennemfører alle forretningsmæssige dispositioner i en investeringsenhed og optræder dermed som "direktion" i enheden på grundlag af indgåede aftaler, vedtægter el. tilsvarende.

Direktivet indeholder blandt andet bestemmelser om godkendelse og autorisation af administrationsselskaber samt åbenhed om centrale økonomiske forhold i de alternative investeringsenheder.

Forslaget indeholder også regler om et fælles-europæisk samarbejde om tilsyn med administrationsselskaber.

De administrationsselskaber, som omfattes af direktivet, er ikke i forvejen underkastet EU regulering. Det er således tale om en udvidelse af EU reguleringen. I nogle lande er nogle typer af administrationsselskaber allerede i dag underkastet en særlig national regulering.

Det foreslås endvidere, at to direktiver ændres som følge af det nye direktiv. Direktiv 2004/39/EF (MiFID-direktivet) foreslås ændret, således at en værdipapirhandler ikke kan udføre tjenesteydelser med andele i alternative investeringsenheder som ren ekspedition uden samtidig at rådgive

kunderne. Direktiv 2009/./EF (Det nye UCITS-direktiv) foreslås ændret, således at Kommissionen skal kunne udstede gennemførelsesbestemmelser, der afgrænser hvilke værdipapirer, der er udstedt på grundlag af lån, som UCITS-institutter kan investere i.

1. Baggrund og indhold

Kommissionen fremlagde den 30. april 2009 et forslag til direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde.

Begrebet fond dækker på dansk over en særlig selskabsretlig konstruktion. I dette notat benyttes betegnelsen 'investeringsenhed' i stedet for, idet denne betegnelse er bredere og dækker netop over det af direktivforslaget ønskede anvendelsesområde.

Kommissionen anfører, at den finansielle krise har afsløret en række svagheder i det finansielle system og demonstreret, at risici, som opstår i en del af det finansielle system, hurtigt kan blive overført til andre dele. Overførsel af risici kan medføre finansiell uro, som kan have alvorlige konsekvenser for alle markedets aktører og for markedets stabilitet.

Forslaget skal forbedre overvågning og tilsyn med tilsynsmæssige (systemiske) risici på både mikro- og makroniveau, forbedre investorbekyttelse, forbedre markedets effektivitet og integritet, øge gennemsigtigheden ved opnåelse af kontrol i selskaber og fjerne uheldige konsekvenser for selskaber, der kontrolleres af alternative investeringsenheder.

Forslaget er en del af Kommissionens program om at indføre regulering for og tilsyn med alle aktører og aktiviteter, som kan medføre betydelige risici for stabiliteten på det finansielle marked. En nærmere regulering af alternative investeringsenheder har været efterlyst i bl.a. den såkaldte Larosiere-rapport¹ og af G20-landene, IOSCO (den globale sammenslutning af værdipapirtilsynsmyndigheder), Det Finansielle Stabilitets Forum, Rasmussenbetænkningen fra Europa-Parlamentet² og i det danske indspil om åbenhed og ansvarlighed på kapitalmarkederne i Europa, som regeringen sendte til Kommissionen den 28. november 2008.

Hidtil har administrationsselskaber for alternative investeringsenheder i Europa som udgangspunkt ikke været omfattet af nogen særlig EU-regulering. I den udstrækning der har været en særlig regulering, har der været tale om nationale selskabs- og tilsynsbestemmelser, suppleret med branchestandarder. Kommissionen mener, at national og usystematisk regulering har vist sig at være utilstrækkelig. Den har ikke taget højde for alle de risici, der er forbundet med de alternative investeringsenheders virksomhed, herunder effekterne af, at deres aktiviteter ikke alene er koncentreret til ét land eller ét marked.

¹ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

² (Europa-Parlamentets dokumenter A6-0338/2008 og A6-0296-2008).

Formålet med forslaget er at etablere en fælles regulering for administrationen af alternative investeringsenheder. Dette skal beskytte investeringsenhedernes interesser, som investorer og andre markedsdeltagere. Reguleringen skal også medvirke til at sikre den finansielle stabilitet. Den skal samtidig sikre ens vilkår for administratorerne i Europa og give dem mulighed for at operere i hele det indre marked.

1.1 Anvendelsesområdet

Forslaget stiller krav om godkendelse af og tilsyn med alle administrationselskaber i medlemslandene, som markedsfører og administrerer alternative investeringsenheder til professionelle investorer i Europa. Dette gælder uanset, hvor de alternative investeringsenheder er beliggende. Det afgørende er, at de markedsføres og administreres i Europa.

Begrebet 'alternative investeringsfonde' i direktivforslaget (heri benævnt 'investeringsenheder') omfatter alle investeringsfællesskaber, der ikke er omfattet af UCITS-direktivet (investeringsforeninger), hvad enten de er åbne eller lukkede for indskud. Det er også underordnet, hvilken juridisk form de har. Det vil sige, at der f.eks. kan være tale om aktieselskaber, kommanditselskaber, interessentskaber og foreninger. Direktivforslaget omfatter således bl.a.:

- Kapitalfonde
- Hedge fonde
- Specialforeninger
- Fåmandsforeninger
- Professionelle foreninger
- Råvarefonde / forskellige varianter af interessentskaber
- Fonde, der investerer i fast ejendom
- "Infrastructure Funds"
- Øvrige former for "investeringsfællesskaber"

Direktivet har nogle minimumsgrænser således, at det ikke finder anvendelse på administration af få og mindre alternative investeringsenheder. Direktivet finder således ikke anvendelse på administratorer som:

- administrerer enheds-porteføljer, hvis samlede aktiver under forvaltning ikke overskrider en tærskelværdi på 100 mio. EUR eller
- forvalter fonds-porteføljer, hvis samlede aktiver under forvaltning, ikke overskrider en tærskelværdi på 500 mio. EUR, når fondsporteføljen består af fonde, som ikke har optaget lån til investering, og der ikke kan gøres nogen indløsningsrettigheder gældende i en periode på 5 år efter tidspunktet for oprettelsen af hver fond.

Medlemslandene kan vælge at udstrække reguleringen til også at omfatte investeringsenheder, der er undtaget fra direktivets anvendelsesområde.

Administrationsselskaber, der ikke har opnået tilladelse enten i henhold til direktivet eller, hvis de falder uden for direktivets anvendelsesområde i henhold til national lovgivning, må ikke levere forvaltningsydelser til alternative investeringsenheder eller markedsføre andele i disse indenfor EU. Administrationsselskaber, der f.eks. falder udenfor direktivets anvendelsesområde, fordi de forvalter investeringsenheder, der falder under beløbsgrænsen skal således ifølge direktivet undergives en national lovgivning for at måtte udføre de af direktivet omfattede ydelser.

Forslaget giver medlemslandene mulighed for at give tilladelse til, at administrationsselskaber, som er hjemmehørende i lande udenfor EU, kan markedsføre deres alternative investeringsandele i EU.

Et administrationsselskab kan også delegerer funktioner til virksomheder i tredjelande, der har en regulering og et tilsyn, som er på højde med det i direktivet foreslåede.

De alternative investeringsenheder, som administrationsselskabet administrerer, kan have hjemsted i såvel medlemslande som tredjelande. Der stilles ikke krav til investeringsenhedens indretning eller om tilsyn med disse.

Administratorer kan markedsføre deres alternative investeringsenheder til professionelle investorer i hele EU, men ikke til private investorer. De enkelte lande kan dog tillade, at produkterne også sælges til private.

1.2 Betingelser for godkendelse og drift af administrationsselskabet

Forslaget stiller krav til administrationsselskabernes indretning, minimumskapital og løbende drift, herunder regler om delegation, krav om uafhængig vurdering af de alternative investeringsenheders aktiver, udarbejdelse af årsrapporter samt krav om opbevaring af de administrerede investeringsenheders værdipapirer i særskilte depoter i banker.

Endvidere stiller forslaget krav om effektiv styring af risici, især operationelle risici, likviditetsrisici, modpartsrisici, markedsrisici og risici forbundet med short selling.

1.3 Oplysningskrav i forhold til de professionelle investorer

Forslaget stiller krav til de oplysninger, som administrationsselskabet skal give til de professionelle investorer både før investeringen og løbende. Det drejer sig om:

- revideret årsrapport for den alternative investeringsenhed,
- investeringspolitik, herunder optagelse af lån til investering (gearing),
- beskrivelse af de aktiver, der investeres i,
- beskrivelse af de juridiske forpligtigelser, der følger af investeringerne,
- oplysninger om hvem der udfører direktivbundne opgaver for enhederne (depotbank, revisor, valuar m.fl.),

- oplysninger om delegation af administrations- og depotopgaver til tredjemand,
- anvendte værdiansættelsesmetoder for aktiver og forpligtelser m.v.,
- styring af likviditetsrisiko,
- indløsningspolitik under både normale og usædvanlige forhold,
- alle direkte og indirekte gebyrer og udgifter i forbindelse med investeringen, og
- hvorvidt visse investorer har ret til særbehandling.

For hver investeringsenhed skal administrationsselskabet desuden jævnligt oplyse investorerne om ændringer i fondens likviditetsstyring og risikoprofil samt det risikostyringssystem, som administrationsselskabet anvender til at styre risiciene.

1.4 Oplysningskrav i forhold til de kompetente myndigheder

Forslaget stiller krav om, at der med regelmæssige mellemrum skal sendes indberetninger til de kompetente tilsynsmyndigheder i administrationsselskabets hjemland. Det drejer sig om:

- beskrivelse af de markeder hvor administrator handler og hvilke instrumenter administrator handler med,
- for hver investeringsenhed skal administrationsselskabet oplyse om:
 - enhedens primære risici og risikospredning
 - om andelen af fondens aktiver, som er sat til side på specielle betingelser, fordi de er illikvide,
 - ændringer i enhedens likviditetsstyring,
 - enhedens risikoprofil og det risikostyringssystem som administrationsselskabet anvender til at styre deres risici,
 - enhedens primære aktivkategorier, og
 - om enheden anvender short selling

Endvidere skal administrationsselskabet indsende følgende dokumenter for hver enhed, som den administrerer:

- en revideret årsrapport, og
- kvartalsvis fuldstændig liste over de fonde, administrationsselskabet administrer.

1.5 Særligt vedrørende administration af enheder, der optager lån til investering (gearing)

Hvis et administrationsselskab administrerer en investeringsenhed, som systematisk gør brug af låneoptagelse til finansiering af deres investeringer, skal administrationsselskabet oplyse investorerne om den maksimale låneoptagelse (gearing) og den aktuelle låneoptagelse for hver investeringsenhed.

Endvidere skal administrationsselskabet for hver enhed indberette den samlede låneoptagelse til de kompetente myndigheder og oplyse, hvorledes lånene er tilvejebragt. Herunder skal de oplyse navnene på de 5 største långivere.

1.6 Særligt vedrørende administration af enheder, der opnår en kontrollerende ejerandel i selskaber

Hvis et administrationsselskab administrerer investeringsenheder, som erhverver kontrollerende ejerandele i et selskab, skal administrationsselskabet informere de andre aktionærer og medarbejderne i selskabet om investeringsenhedens hensigter med selskabet. Herfra er dog undtaget kontrollerende andele i små - og mellemstore virksomheder.

Direktivet anvender en ejerandel på 30 % for, hvornår der er tale om kontrollerende ejerandele.

1.7 De kompetente myndigheders pligter i forhold til indrapporterede oplysninger

Forslaget stiller krav om, at:

- de kompetente myndigheder anvender de indrapporterede oplysninger til at identificere i hvilken grad låntagning bidrager til at opbygge systemisk risiko i det finansielle system, eller om låntagningen forstyrrer markederne.
- de kompetente myndigheder skal stille de modtagne oplysninger til rådighed for kompetente myndigheder i andre medlemslande.
- de kompetente myndigheder skal gennemføre regler, således at myndighederne får adgang til at sætte grænser for størrelsen af den låntagning, som administrationsselskabet kan anvende.
- de kompetente myndigheder skal kunne indføre midlertidige forbud mod at drive virksomhed.
- de kompetente myndigheder skal endelig indgå i et europæisk samarbejde.

1.8 Markedsføring i forhold til private investorer

De enkelte lande kan give tilladelse til markedsføring af andele i de alternative investeringsenheder overfor private investorer. I den forbindelse kan myndighederne fastsætte supplerende krav til administrationsselskabet eller til enheden selv.

Myndighederne skal løbende indberette til Kommissionen, hvilke typer af enheder de enkelte administrationsselskaber har fået tilladelse til at markedsføre til private, og hvilke supplerende krav myndighederne har stillet i forbindelse med markedsføringen.

1.9 Information i forbindelse med opkøb af virksomheder

Direktivet foreslår, at investeringsenheder/administrationsselskabet når denne er i stand til at udøve 30 % og derover af stemmerettighederne, skal give en række informationer i forbindelse med overtagelsen/opkøbet af en virksomhed. Oplysningerne skal blandt andet stilles til rådighed for aktionærer og medarbejdernes repræsentanter (medarbejderne selv i de tilfælde, hvor der ikke er medarbejderrepræsentanter).

Informationerne der foreslås afgivet i forbindelse med overtagelse/opkøb af en børsnoteret virksomhed er:

- de efter artikel 6 i overtagelsesdirektivets krævede oplysninger³,
- politikken for forebyggelse og styring af interessekonflikter,
- politikken for den eksterne og interne kommunikation, særligt over for de ansatte.

Informationer der foreslås afgivet i forbindelse med overtagelse/opkøb af en ikke-børsnoteret virksomhed:

- identiteten på den investeringsenhed der alene, eller sammen med en anden investeringsenhed har nået grænsen på 30 %,
- udviklingsplanen – det vil sige hvad er investeringsenhedens/administrationsselskabets plan med virksomheden,
- politikken for forebyggelse og styring af interessekonflikter,
- politikken for ekstern og intern kommunikation.

Direktivet indeholder desuden forslag til, at investeringsenheden/administrationsselskabet hvert år i årsberetningen skal afgive en række oplysninger, for hver af de virksomheder den forvalter, herunder bl.a.:

- angående den driftsmæssige og finansielle udvikling, fremlæggelse af tallene for indtjening for hvert forretningssegment, oplysninger om udviklingen i virksomhedens aktiviteter og finansielle anliggender, vurdering af den forventede udvikling i aktiviteterne og de finansielle anliggender, rapport om væsentlige begivenheder i regnskabsåret,
- angående de finansielle og andre risici, som minimum de finansielle risici, der er forbundet med kapitalstrukturen,
- angående ansatte, personaleomsætning, opsigelser, ansættelser,
- oplysninger om væsentlige afhændelser af aktiver.

Ovennævnte oplysninger skal også fremsendes til repræsentanter for arbejdstagerne.

³ Artikel 6 stiller en række krav til indholdet af tilbudsdokumentet. Der skal blandt andet oplyses om:

- tilbudsvilkårene
- tilbudsgiverens identitet og, dersom tilbudsgiveren er et selskab, dette selskabs type, navn og vedtægtsmæssige hjemsted
- den maksimale og minimale mængde kapitalandele, udtrykt i procent eller antal, som tilbudsgiveren forpligter sig til at erhverve
- de kapitalandele, som tilbudsgiveren og personer, der handler i forståelse med denne, allerede måtte have i målselskabet
- alle de betingelser, der er knyttet til tilbuddet
- tilbudsgiverens intentioner med hensyn til målselskabets og i givet fald det tilbudsgivende selskabs fremtidige virksomhed, bibeholdelsen af arbejdspladser for personalet og ledelsen, herunder enhver væsentlig ændring af ansættelsesvilkårene. Dette gælder især tilbudsgiverens strategiske planer for disse selskaber og de sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne
- finansieringen af tilbuddet

1.10 Særlige bestemmelser for selskaber, hvis aktier ikke længere optages til handel på et reguleret marked

Kommissionen foreslår, at hvis en virksomheds aktier ikke længere optages til handel på et reguleret marked som følge af erhvervelsen af 30 % og derover af stemmerettighederne i denne virksomhed, så skal bestemmelserne i direktiv 2004/109/EF (transparensdirektivet) dog fortsat anvendes i to år efter tidspunktet for tilbagetrækningen på det regulerede marked.

Dette betyder, at børsnoterede virksomheder som overtages af en kapitalfond og derefter afnoteres, i 2 år vil skulle være omfattet af de samme krav til åbenhed som børsnoterede virksomheder.

1.11 Det danske indspil om åbenhed og ansvarlighed på kapitalmarkederne i Europa

Den danske regering sendte den 28. november 2008 en række forslag til Kommissionen om øget åbenhed og ansvarlighed på kapitalmarkederne i Europa. Forslagene var aktualiseret af den finansielle krise, som afdækkede en række problemer på de finansielle markeder.

De danske forslag fokuserede blandt andet på behovet for øget regulering af kapital- og hedge fonde, men omfattede herudover en række andre problemstillinger. Der var i alt tale om 35 konkrete forslag.

En række af de danske forslag indgår i Kommissionens forslag.

2. Europa-Parlamentets holdning

Som følge af nyvalget til Europa-Parlamentet vil behandlingen af forslaget først starte i efteråret.

3. Nærhedsprincippet

Kommissionen anfører, at ifølge dette princip tages der kun lovgivningsinitiativer på fællesskabsplan, når de tilstræbte mål ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemsstaterne alene på tilstrækkelig vis.

Kommissionen anfører endvidere, at de aktiviteter, som udføres af administrationsselskaber for alternative investeringsinstitutter, påvirker investorerne, modparter og finansielle markeder i andre medlemsstater, og derfor er de risici, som er forbundet med administrationsselskaber for alternative investeringsenheders aktiviteter ofte af grænseoverskridende karakter. Den effektive overvågning af makro forsigtigheds risici og tilsyn med administrationsselskaber for alternative investeringsenheders aktiviteter nødvendiggør derfor et fælles niveau af krav til informationer og regulering i hele EU. Direktivet udgør også et harmoniseret regelsæt for en sikker og effektiv markedsføring af alternative investeringsinstitutter over grænserne, som ikke kan skabes nært så effektivt ved medlemsstaternes ukoordinerede initiativer.

På baggrund heraf mener Kommissionen, at direktivforslagene er i overensstemmelse med nærhedsprincippet. Regeringen er enig i denne vurdering.

4. Gældende dansk ret

Lov om investeringsforeninger, specialforeninger og andre kollektive investeringsordninger indeholder regler om administration af specialforeninger, fåmandsforeninger, professionelle foreninger, hedgeforeninger og andre kollektive investeringsordninger. Loven indeholder bestemmelser om godkendelse, organisation, drift og placeringsregler mv. for disse. Loven indeholder ligeledes bestemmelser om, hvilke oplysninger disse foreninger skal give til deres investorer, samt hvilke oplysninger der skal indberettes til Finanstilsynet.

Administrationsselskaber for specialforeninger, fåmandsforeninger, professionelle foreninger, hedgeforeninger og andre kollektive investeringsordninger er reguleret i lov om finansiel virksomhed, som indeholder bestemmelser om administrationsselskabernes solvenskrav mv.

Depotbanker for specialforeninger, fåmandsforeninger, professionelle foreninger, hedgeforeninger og andre kollektive investeringsordninger er ligeledes reguleret i lov om finansiel virksomhed, som indeholder bestemmelser om depotbankens forpligtigelser i forhold til opbevaring af værdipapirer og andre finansielle instrumenter, køb og salg af disse mv.

For så vidt angår investeringsenheder, der investerer i fast ejendom og øvrige former for investeringsfællesskaber, er der tale om enheder, der kan være organiseret på forskellige måder selskabsretligt, og de vil derfor være underlagt forskellig selskabsretlig regulering.

Disse virksomheder er ikke omfattet af andre bestemmelser, end andre virksomheder med tilsvarende juridisk form og størrelse. Der eksisterer således i dansk ret ingen særlige regler for f.eks. kapitalfonde. Reguleringen retter sig således alene mod investeringsenheder på baggrund af den valgte selskabsretlige form og ikke på baggrund af den udøvede aktivitet.

Hvis enhederne er organiseret som et aktieselskab, vil investeringsfællesskabets forhold, herunder krav til åbenhed, derfor være reguleret i aktieselskabsloven og årsregnskabsloven.

Det er erfaringen, at mange kapitalfonde m.v. er organiseret som kommanditselskaber. For så vidt angår kommanditselskaber findes der ikke en selvstændig, materiel lovgivning. De er dog omfattet af enkelte bestemmelser i lov om visse erhvervsdrivende virksomheder. Kun kommanditselskaber, hvori alle komplementarerne er kapitalselskaber, er i dag registreringspligtige i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Dette omfatter dog formentlig langt de fleste kommanditselskaber. Registreringspligten

er begrundet i, at disse kommanditselskaber, som hovedregel, har pligt til at aflægge årsrapport efter årsregnskabsloven.

Kommanditselskaber er således i alt væsentligt reguleret af de af deltagerne indgåede kontrakter og vedtagne vedtægter.

Der er ikke særlige regler om enheder, som finansierer råvarer eller infrastrukturprojekter, f.eks. motorveje, broer og distributionsnetværk.

5. Høring

Der blev afholdt møde den 28. maj 2009 i EU-specialudvalget for finansielle tjenesteydelser. Dagsordenspunktet var en drøftelse og efterfølgende høring af Kommissionens direktivforslag om forvaltere af alternative investeringsfonde (KOM(2009)207). Til stede på mødet var følgende: Forsikring og Pension, Dansk Venture Capital & Private Equity Association, FTF, Nationalbanken, Økonomi- og Erhvervsministeriets departement, Finansministeriet, Statsministeriet, Realkreditforeningen, Finansrådet, Dansk Industri, Udenrigsministeriet, Dansk Aktionærforening, Dansk Erhverv, Foreningen for statsautoriserede revisorer, Investeringsforeningsrådet, Finansforbundet, Nasdaq/OMX Copenhagen, Justitsministeriet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og Finanstilsynet.

Udover drøftelsen på EU-specialudvalgsmødet blev der iværksat en yderligere høring af EU-specialudvalgsmedlemmerne. Nærværende høringsnotat gengiver holdninger enten udtrykt på selve mødet og/ eller i forbindelse med den efterfølgende høringsproces. Følgende EU-specialudvalgsmedlemmer har afgivet bemærkninger enten på EU-specialudvalgsmødet den 28. maj 2009 eller i forbindelse med den efterfølgende høring:

1. Investeringsforeningsrådet.
2. DI, Dansk Erhverv og Danish Venture Capital and Private Equity Association i forening.
3. Danish Venture Capital and Private Equity Association.
4. Finansrådet.
5. Børsmæglerforeningen.
6. Dansk Aktionærforening
7. Foreningen af Statsautoriserede Revisorer.
8. Finansforbundet.
9. LO.

I de tilfælde hvor Økonomi- og Erhvervsministeriet har modtaget skriftlige bemærkninger, vedlægges disse høringssvar.

Investeringsforeningsrådet (IFR) mener overordnet, at det er en god idé at regulere managers af alternative investeringsfonde. IFR mener dog, at direktivforslaget på visse områder er gået for langt og at en minimumsregulering i stedet ville være at foretrække. IFR understreger, at det er vigtigt, at direktivforslaget på alle områder harmoniseres i forhold til UCITS-direktivet.

IFR kan ikke se nødvendigheden af at tildele udenlandske fonde markedsføringsret til EU. Det vil være en destabiliserende faktor at tillade ikke regulerede produkter fri adgang til det europæiske marked. For det første fordi det kan føre til en generel udflgning af danske/EU domicile-rede foreninger. For det andet fordi tvister dermed kan blive afgjort efter 3. landes ret, hvilket samlet set må formodes at føre til en generel sænkning af gennemsigtigheden og investorbeskyttelsen. Derudover mener IFR, at der er stor risiko for, at muligheden for fri markedsføring af ikke-regulerede produkter på tværs af EU vil kunne underminere UCITS-brandet, da det vil være let at etablere UCITS-lignende produkter uden egentlig investorbeskyttelse. Dette finder IFR uheldigt, fordi det gennemarbejdede UCITS-koncept har vist sin stabilitet under finanskrisen.

IFR anfører ydermere i sine bemærkninger, at direktivforslaget går for langt i angivelsen af anvendelsesområdet. Et regelsæt til dækning af så forskelligeartede områder er uhensigtsmæssigt, idet det ikke tager hensyn til de karakteristika, der gælder for de enkelte enhedstyper. Det vil føre til irrelevante administrative byrder, der ikke kan bidrage til formålet med at skabe overblik over systemiske risici.

IFR påpeger derudover, at et andet problem med direktivforslaget er, at det ikke synes at tage hensyn til, at der i en del lande allerede eksisterer regulering af managere af alternative investeringsfonde. IFR ønsker, at Finanstilsynet arbejder for, at det bliver muligt at fastholde den eksisterende nationale lovgivning og praksis, i de tilfælde hvor foreningerne/produkterne ikke markedsføres over grænserne. I de tilfælde, hvor direktivet kommer til at gælde er det vigtigt for IFR, at den eksisterende regulering af managere i lov om finansiel virksomhed, MiFID-reguleringen og reglerne i LIS koordineres. Det er nødvendigt, at der etableres enkle og smidige procedurer således, at ressourceforbruget af konkurrencehensyn kan holdes på et minimalt niveau. For eksempel bør godkendelsesproceduren for så vidt angår henholdsvis UCITS-forvalterne og forvalterne af AIF koordineres, så det bliver unødvendigt at indhente to separate godkendelser.

Endvidere skal der være mulighed for, at de foreninger/produkter der ligner UCITS ved at have indbygget investorbeskyttelse fortsat skal kunne tilbydes detailkunder – eksempelvis specialforeningerne. I den sammenhæng er det et problem, at det der forvaltes af en FAIF skal klassificeres som komplekse produkter. Dette er en unødigt forenkling, der ikke tager hensyn til, at også andre produkter end UCITS-produkter kan være simple og have indbygget investorbeskyttelse. Klassifikationen af komplekse, henholdsvis ikke komplekse produkter bør følge MiFID-klassifikationen.

Det er vigtigt, der kun er ét sæt af regler at leve op til. På det detaljerede plan efterlyser IFR en definition på en ”uafhængig valuar” og oplyste, at

der ikke er behov for uafhængige valuarer i forhold til en række danske foreninger.

Dansk Erhverv, Dansk Industri og Danish Venture Capital and Private Equity Association påpeger, at Kommissionen i direktivudkastet fremhæver, at kapitalfonde ikke udgør en systemisk risiko, hvilket skyldes deres investeringsstrategier og anden brug af gearing end hedgefonde. Derfor bør kapitalfonde ikke anses for at være en af årsagerne til den økonomiske krise. Dette bør afspejles i en eventuel regulering af fondene.

Organisationerne anfører endvidere, at i en analyse udarbejdet af Økonomi- og Erhvervsministeriet om kapitalfonde fra 2006, blev det fastslået, at kapitalfondsejerskab medfører flere danske arbejdspladser. Hvis direktivet gennemføres, kan det betyde, at danske virksomheder ikke får vækstkapital og derfor kan væksten på sigt blive mindre i Danmark. Danmark får derfor sværere ved at opfylde Barcelona-målsætningen samt skabe nok arbejdspladser til at finansiere fremtidens velfærdssamfund. Organisationerne mener derfor, at diversitet i kapitaludbuddet er en forudsætning for, at EU kan være en effektiv og konkurrencedygtig økonomi baseret på velfungerende markeder og level playing field på globalt plan for investorer. Organisationerne understreger, at direktivet vil medføre væsentlige administrative byrder, både for kapital- og venturefonde samt for deres mange porteføljeselskaber. Forslaget kan derfor påføre erhvervslivet væsentlige administrative byrder, der ikke er proportionale i forhold til direktivets formål.

Dansk Industri (DI) fremførte, at det er vigtigt, at der bliver tænkt på administrative byrder hele vejen igennem systemet i relation til alternative investeringsfonde. Dette fordi oplysningskravene i direktivforslaget både rammer administrationsselskaberne, de alternative investeringsfonde og eventuelle porteføljeselskaber. DI mente samtidig, at det er u hensigtsmæssigt, at børsnoterede virksomheder som overtages af kapitalfonde og afnoteres, skal opfylde transparensdirektivet i 2 år efter afnotering. Der er her tale om en væsentlig byrde for disse virksomheder. Det er vigtigt at være opmærksom på, om omkostningerne med de enkelte krav overstiger nytten. Ydermere blev det pointeret, at det er meget vigtigt at have øje for, at virksomhederne har behov for kapital og at kapitalfondene er en vigtig kapitalkilde. DI pegede ligeledes på, at det bør fremgå klarere af direktivet, at erhvervsdrivende fonde ikke er omfattet.

Dansk Venture Capital & Private Equity Association (DVCA) sætter spørgsmålstegn ved, hvorfor kapitalfonde skal underlægges risikostyringssystemer og likviditetssystemer. Organisatorisk er kapitalfonde relativt småt sat op og er i skarp konkurrence med andre fonde, rige enkeltpersoner og sovereign wealthfunds (statsfonde som investerer pensionsmidler mv.) Derfor mener DVCA ikke, at der skal meget til, før kapitalfonde ikke længere er konkurrencedygtige. Yderligere påpegede DVCA også, at venturefonde bliver omfattet, og da disse fonde forventes at blive store i fremtiden, kan de i værste fald blive ude af stand til at modstå

konkurrencen. I stedet bør mega buy out - fonde omfattes. Ifølge DVCA bør Danmark stemme nej til forslaget. Hvis der arbejdes videre med direktivet, bør tærsklerne for at være omfattet af direktivet i givet fald 10-dobles.

DVCA henviser til beretningen fra Folketingets Europa Udvalg fra maj 2008, hvori udvalget udtaler, at en eventuel kommende regulering af kapital- og hedgefonde bør foregå fra globalt plan. DVCA udtrykker bekymring for, om politikerne havde glemt denne udtalelse. DVCA ønsker ens konkurrencevilkår for alle aktører på markedet (level playing field). Den foreslåede europæiske regulering vil påføre europæiske kapitalfonde flere byrder end deres internationale konkurrenter.

DVCA understreger, at Kommissionen lægger op til, at en fond - uanset størrelse - skal reguleres under direktivet eller lignende dansk lovgivning, der måske kan være strengere end direktivet. Danmark har pt. ingen specifik regulering vedrørende kapitalfonde. DVCA mener i denne sammenhæng, at Danmark skal arbejde for, at mindre fonde undtages for denne administrative byrde. Den administrative byrde er en forhindring for at tiltrække kapital for hovedparten af de danske fonde. Dette vil være til skade for danske investeringer og dermed arbejdspladser, påpeger DVCA.

Dansk Erhverv går ind for de danske indstillinger, dog med undtagelse af den danske indstilling om, at alle vigtige finansielle aktører og enheder skal reguleres (herunder kapital- og hedgefonde). Dette punkt bør ifølge Dansk Erhverv udgå. Ligeledes mener Dansk Erhverv, at afvisningen af 3. lande er for markant, idet der allerede er fonde fra 3. lande i Europa.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen mener, at det bør være MiFID's almindelige regler for investorbeskyttelse, der skal finde anvendelse, som tilfældet er i dag. Ydermere er det vigtigt at undgå dobbeltregulering af de foreninger, der allerede er oprettet i henhold til den gældende danske lovgivning, men som ikke er omfattet af UCITS-direktivet, herunder også sikre, at disse foreninger fortsat kan administreres af de investeringsforvaltningsselskaber og sælges til de samme investorer som i dag.

Endeligt gør Finansrådet opmærksom på, at bestemmelsen om, at børsnoterede virksomheder, som overtages af en kapitalfond og derefter afnoteres i 2 år vil være omfattet af de samme krav til åbenhed som børsnoterede virksomheder, forekommer unødvendig. Dette begrundes med, at disse selskaber allerede er omfattet af selskabslovgivningen, herunder offentliggørelse af regnskaber med videre. Finansrådet mener ikke, at der er øget behov for beskyttelse i disse situationer.

Finansrådet (FR) understregede, at der er problemer med anvendelsesområdet. Der skal være mere styr på definitionerne, da en hedgefond ikke bare er en hedgefond. Ligeledes mener FR, at den danske indstilling vedrørende 3. lande er for bastant. USA har allerede fonde i London, så det

findes allerede – derfor ville det være mere hensigtsmæssigt at se på 3. landes kontrol. FR ville også sende skriftlige bemærkninger.

Dansk Aktionærforening (DAF) finder, at den ikke har substantielle bemærkninger, da direktivforslaget som bekendt omhandler professionelle investorer. Dog understregede foreningen, at det er problematisk at skyde på kapitalfondene som skyld i finanskrisen – da det er ganske uberettiget.

Når der skydes så skarpt på kapitalfondene, kan det i sidste ende ramme den private investor, som gerne vil have opkøbt sine aktier. Den lille investor kan blive ramt, hvis kapitalfonde reducerer deres aktivitet med overtagelse af børsnoterede virksomheder. DAF mener, at det aktuelle forslag som udgangspunkt har en stærk kritik af alle ikke-regulerede fonde. DAF mener dog ikke, at kritikken er tilstrækkeligt underbygget af analyser af, hvad de forskellige typer af fonde har betydet for den finansielle uro i det seneste år. Derfor er Kommissionens direktivforslag ikke præcist nok i sine definitioner og mål. I forlængelse af dette er det svært at vurdere, hvilken betydning direktivet vil få for den enkelte investor.

Umiddelbart vil direktivforslaget ikke have nogen betydning for private investorer, da det er rettet mod fondsdannelser med professionelle deltagere. Dog er der en risiko for, at kravet om større gennemsigtighed vil trække likviditet ud af de regulerede markeder.

DAF tilslutter sig de danske indstillinger og støtter, at Danmark arbejder for, at så mange elementer fra det danske indspil om åbenhed og ansvarlighed for kapitalmarkederne i Europa vil indgå i direktivet. DAF finder dog, at de 2 sidste indstillinger bør reformuleres på følgende måde:

- Det bør være muligt for fonde og administrationselskaber fra 3. lande at få tildelt rettigheder til at drive virksomhed eller markedsføre sig inden for EU, hvis de er underlagt en regulering, der svarer til direktivets
- En ny pligt til at afgive oplysninger vil altid opleves som en væsentlig forøgelse af de administrative byrder. Det afgørende er derfor direktivets formål, ikke den administrative byrde. Pointen i dette punkt bør derfor være, at Danmark skal arbejde for, at direktivets krav om, hvilke oplysninger, der skal gives, svarer til direktivets formål.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer henviser til artikel 19 i direktivforslaget. FSR mener, det er uklart, hvad der ønskes i relation til årsberetningen. Som artiklen må læses, ønskes der ligeledes en revisionsberetning i selve årsberetningen, hvilket ikke er normal procedure.

Finansforbundet udtalte, at det er vigtigt, at der med direktivforslaget ikke bliver spændt ben for de danske overenskomster.

Landsorganisationen i Danmark LO's bemærkninger er givet med forbehold for medlemsforbundenes godkendelse.

(LO) finder det positivt, at Kommissionen fremsætter lovgivning, der har til hensigt at regulere kapital- og hedgefonde. LO mener, at der er mange gode og vigtige elementer i direktivforslaget. LO henviser eksempelvis til, at fondenes administratorer skal have en autorisation samt, at der er øgede krav til åbenhed, videregivelse af information og afrapportering.

Endvidere hilser LO det velkomment, at der med direktivforslaget ikke ændres i lovgivningen om virksomhedsoverdragelser. LO fremfører, at hvis kapitalfondsovertagelse omfattes af denne lovgivning, vil det få alvorlige konsekvenser for den danske model, fordi der dermed åbnes op for muligheden for at frasige sig gældende overenskomster.

LO mener, at der er behov for at styrke direktivforslaget på en række områder, ligesom der må arbejdes videre med at realisere de elementer fra det danske indspil, der ikke er med i direktivet. Dette gælder for eksempel i forhold til skat, overdreven brug af gældsfinansiering og krav til udbyttebetalinger. En enhedsplatform til markedsføring af produkter i EU vil kræve, at fondene efterlever et særligt sæt af regler, der garanterer sikkerhed for alle interessenter.

LO mener, at forslaget bør regulere alle fonde, der vil operere i EU-området, og ikke kun administratorer.

Minimumsgrænserne for direktivets anvendelsesområde er ligeledes problematiske. LO mener ikke, at det er tilstrækkeligt, at halvdelen af alle alternative investeringsfonde vil blive omfattet. Grænsedragningerne vil kunne betyde, at mange forvaltere vil have motiv til at splitte sig op i flere enheder. LO påpeger ydermere, at det er problematisk, at kravene til information og rapportering ikke vil gælde for administratorer, der overtager virksomheder med færre end 250 ansatte, mindre end 375 millioner kroner i omsætning og/eller en balance på mindre end 323 millioner kroner. Det kan vise sig at blive et problem i Danmark, hvor mange små og mellemstore virksomheder bliver opkøbt af fonde. Her vil medarbejderne ikke få bedre rettigheder, selvom det er lige så relevant for dem, som for lønmodtagere på større arbejdspladser.

LO er ikke enig i den foreløbige danske holdning, der fremfører, at øgede oplysningskrav indebærer væsentligt øgede byrder. LO finder det tværtimod helt afgørende, at der skal være øgede oplysningskrav for både forvaltere og porteføljevirkomheder.

Det danske indspil til EU - Kommissionen peger på, at EU-reglerne om tilbudsdokumenter bør skærpes, så de følger detaljeringsgraden i de danske regler. Det indebærer bl.a. oplysninger om de strategiske planer for virksomheden, om den opkøbte virksomhed fortsat skal være børsnoteret og om påtænkte store udbyttebetalinger umiddelbart efter overtagelsen. LO opfordrer regeringen til fortsat at arbejde for denne forbedring af EU-reglerne om tilbudsdokumenter. LO ønsker, at medarbejderne har samme

informationsniveau i overtagelsessituationen uanset om de pågældende er ansat på en børsnoteret eller ikke børsnoteret virksomhed. LO anbefaler ligeledes generelt, at reglerne om information og høring skærpes, så der i forbindelse med opkøb og lignende pålægges ejerne en større forpligtelse til at sikre, at virksomhedens medarbejdere informeres og høres om ejerens planer for virksomheden. LO bemærker, at reglerne som de ser ud nu, alene pålægger ledelsen en oplysningspligt, men at der i praksis kan opstå det problem, at medarbejderne ikke får fyldestgørende information fra ledelsen, hvis ejerkredsen er tilbageholdende med at give oplysninger til ledelsen om de fremtidige planer for den overtagne virksomhed.

I forhold til problemstillingen om, hvorvidt fonde fra 3. lande skal kunne markedsføre sig i EU, mener LO ikke det skal være muligt, med mindre de opfylder de samme krav, som stilles til EU baserede fonde/forvaltere.

LO har ydermere svært ved at se idéen med, at der stilles kapitalkrav til administratorerne i relation til direktivforslaget. Kapitalkravene er så små, at de er ligegyldige. I forhold til dette område skal der sikres en sammenhæng til anden lovgivning og at der indføres reelle, skærpede kapitalkrav for de selskaber, hvor der er behov for det.

6. Andre landes holdninger

Alle lande hilser direktivforslaget velkomment. Landene er i gang med at gennemgå forslaget for at vurdere dets omfang og konsekvenser. De foreløbige kommentarer giver ikke noget klart billede af de enkelte landes holdninger, idet udtalelserne har været på overordnet plan og med forbehold for resultatet af den tekniske gennemgang af de enkelte bestemmelser.

7. Foreløbig dansk holdning

Danmark støtter en regulering af alle vigtige finansielle aktører og enheder, herunder kapital og hedgefonde, jfr. det danske indspil. Endvidere støtter Danmark tiltag, der har til formål at sikre den finansielle stabilitet. Ligesom Danmark støtter direktivets sigte med større åbenhed i kapital- og hedgefonde.

Danmark finder imidlertid, at anvendelsesområdet for direktivet er for uklart. Danmark arbejder derfor for, at anvendelsesområdet defineres mere præcist, og at alle relevante enheder omfattes af direktivet.

Direktivet regulerer ud fra en umiddelbar vurdering kun administrationselskaberne. Det skal afklares, om alternative investeringsfonde, der ikke har separat administrationselskab, omfattes af direktivet. En alternativ investeringsfond kan vælge at foretage administration og markedsføring i eget regi, og det skal derfor afklares, hvorvidt en sådan selvadministrerende enhed er omfattet af direktivet eller ej. Hvis selv-administrerede enheder falder udenfor direktivets anvendelsesområde, vil Danmark arbejde for en udvidelse af anvendelsesområdet, så denne omgåelsesmulighed forsvinder.

Endvidere er der fonde/foreninger, der i dag er reguleret af lov om investeringsforeninger mv., hvor administrationsselskaber vil blive underlagt en væsentligt anderledes regulering. Det kan ændre ved konkurrencesituationen mellem investeringsforeninger og disse andre typer af foreninger.

Fonde fra 3. lande tildeles rettigheder under direktivet. Danmark finder, at det må vurderes nærmere, om der er tilstrækkeligt grundlag for dette, samt hvordan det påvirker konkurrencesituationen, og hvordan der sikres et passende tilsyn med disse fonde.

Danmark vurderer, at forslaget i kraft af dets krav om oplysninger, som administrationsselskabet skal give de professionelle investorer, indebærer væsentligt øgede byrder. Der påføres også byrder på investeringsfondene og ikke mindst på de virksomheder, der erhverver. Disse byrder må ses i forhold til de formål, som direktivet søger at opnå, herunder investorbeskyttelse, hvor det skal have in mente, at direktivet udelukkende omhandler markedsføring af alternative investeringsfonde overfor professionelle investorer. Tilsvarende skal byrderne for de berørte virksomheder ses i forhold til værdien af de oplysninger, der skal indsendes til de kompetente myndigheder og andre relevante parter.

Det skal derfor vurderes, hvordan man kan få større åbenhed, uden at det giver unødige byrder.

Danmark ønsker en international regulering af kapital- og hedgefonde. Dette betyder blandt andet, at kapital- og hedgefonde, som har hjemsted udenfor EU ikke skal stilles bedre ved investeringer m.v. i EU end tilsvarende europæiske enheder.

Det bør derfor være de samme krav til åbenhed, hvis en virksomhed bliver overtaget af en kapitalfond fra et 3. land, som hvis den bliver overtaget af en europæisk kapitalfond. Medarbejdere og andre har det samme behov for åbenhed, uanset hvor kapitalfonden har hjemsted.

8. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser

Det er vanskeligt at vurdere, hvordan en dansk lovgivning til gennemførelse af den foreslåede direktivtekst vil kunne gennemføres. Implementeringen af direktivet kræver nærmere undersøgelser og vil blive afklaret nærmere i løbet af processen.

Det er ligeledes vanskeligt at vurdere konsekvenserne af det foreslåede direktiv for finansloven. Yderligere afklaring kan ventes, når der er opnået enighed om anvendelsesområdet for forslaget.

Hvis forslaget ville blive vedtaget i den form, det er fremlagt, kunne forventes øgede offentlige udgifter til nye medarbejdere i Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i forbindelse med gennemførelsen. Registrering og godkendelse af selskaber der i dag ikke er under regulering vil

blandt andet forudsætte opbygning af nye IT-systemer, registrerings- og tilsynsprocedurer. Der kan således både ventes engangsomkostninger ved implementering af de nye love og løbende driftsudgifter til registrering og tilsyn m.v. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udgifter kan finansieres ved afgifter pålagt de registrerede virksomheder under tilsyn, og de øgede udgifter forudsættes modsvaret af øgede indtægter på finansloven.

9. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Forslaget vil efter Kommissionens opfattelse forbedre overvågning og tilsyn med tilsynsmæssige (systemiske) risici på både mikro- og makroniveau, forbedre investorbeskyttelse, forbedre markedets effektivitet og integritet, øge gennemsigtigheden ved opkøb af større ejerandele i virksomheder og give større åbenhed for virksomheder, der kontrolleres af alternative investeringsenheder.

Kommissionen anfører, at fælles regler om administration af alternative investeringsfonde vil betyde fordele for administrationsselskaberne og dermed til lavere omkostninger for fondene.

På grund af det brede anvendelsesområde har det endnu ikke været muligt at vurdere forslagets samfundsmæssige konsekvenser i Danmark.

10. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Forslaget vil efter en indledende vurdering medføre væsentlige administrative konsekvenser for de omfattede virksomheder.

Der vil være tale om øgede administrative byrder dels for de af direktivet omfattede administrationsselskaber, dels for de alternative investeringsenheder, som administreres af administrationsselskaberne, idet de alternative investeringsenheder vil skulle give en række oplysninger til administrationsselskaberne, som derefter skal sørge for at oplysningerne tilgår investorerne og de relevante myndigheder.

De samlede administrative konsekvenser kan ikke estimeres på nuværende tidspunkt, da det forudsætter en nærmere undersøgelse af forslagets anvendelsesområde - dvs. en klargørelse af hvilke virksomheder, der er omfattet af forslaget. Anvendelsesområdet synes dog efter en umiddelbar vurdering at være ganske stort. Forslaget forventes således at omfatte et antal administrationsselskaber og indirekte et forholdsvis større antal alternative investeringsenheder.

11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Et foreløbigt grundnotat er fremsendt til Folketingets Europaudvalg den 29. maj 2009. Der er sendt nærhedsnotat til Folketingets Europaudvalg den 15. maj 2009.