



EU-Kommissionens forslag om finansielle tjenester (hedgefonde mv.)

- Direktivforslag om alternative investeringsfonde
- Meddelelse om pakkeprodukter for private investorer
- Henstilling om aflønningen af risikotagende medarbejdere i finansielle virksomheder

2009

TIL EUROPAUDVALGET

1. Indledning.

EU-Kommissionen har netop vedtaget en pakke på **tre forslag**, der alle vedrører spørgsmålet om regulering af kapitalmarkederne i EU i lyset af finanskrisen. Det drejer sig først og fremmest om **direktivforslaget vedrørende regulering af forvaltere af alternative investeringsfonde**. Hertil kommer en **meddelelse** fra Kommissionen, hvor man opstiller nogle **forslag til forbedring af investorbekyttelsen for pakkeprodukter for private investorer**. Endelig har Kommissionen vedtaget en **henstilling**, hvor man **udstikker principper for aflønningen af risikotagende medarbejdere i finansielle virksomheder**.

Samtlige tre forslag har i større eller mindre grad berøringsflader med det danske udspil om åbenhed og ansvarlighed på kapitalmarkederne i Europa!¹

Det tilføjes, at Kommissionens pakkeforslag har været livligt debatteret i den internationale og danske presse. Især forslaget om alternative investeringsfonde, har været debatteret internationalt.

Der er tale om en ret omfattende pakke på ikke mindre end 350 sider. Nedenfor gennemgås de tre forslag ganske **kort**, så **Europaudvalgets medlemmer er orienterede om pakkens hovedindhold til det forestående samråd, onsdag den 20. maj 2009**².

2. Direktivforslaget om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF).

Retsgrundlaget for forslaget er traktatens artikel 47, stk. 2 der vedrører adgangen til at udøve selvstændig erhvervsvirksomhed. Der træffes beslutning efter artikel 251 (fælles beslutningstagen).

a. Hvilke fonde reguleres af direktivet?

Det er vigtigt at gøre sig klart, hvilke fondsmidler eller såkaldte alternative investeringsfonde, der er tale om. De alternative investeringsfonde defineres som alle fonde, der **ikke** er reguleret i henhold til det såkaldte UCITS-direktiv³

Sidstnævnte regulerer fonde, der er underlagt harmoniserede regler i henhold til UCITS-direktivet og som er godkendt for salg til **detailmarkedet**.

På nuværende tidspunkt forvaltes aktiver på i alt ca. 2.200 mia. euro af de alternative investeringsfonde. Den samlede sum af investeringsfonde i EU er på ca. 6.100 mia. euro, svarende til ca. halvdelen af EU's BNP. **Så det er enorme beløb, der er tale om.**

¹ Jævnfør beretning afgivet af Europaudvalget den 14. november 2008: "Beretning om åbenhed og ansvarlighed på kapitalmarkederne i Europa."

² **Samrådsspørgsmål A:** "Ministeren bedes redegøre for, hvordan Kommissionens forslag til regulering af de finansielle markeder, herunder særligt kapital- og hedgefonde, harmonerer med det danske indspil vedtaget i Europaudvalgets beretning af 14. november 2008. Ministeren bedes desuden redegøre for, hvad regeringen vil foretage sig i forlængelse af Kommissionens forslag og det danske indspil."

³ Direktivet om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter).

Tabel 1. Oversigt over størrelse og fordeling af alternative investeringsfonde.

| | 30/09/2008 | | 31/12/2007 | |
|---|------------|-------|------------|-----------|
| | € mia. | andel | € mia. | % ændring |
| Specielle/institutionelle fonde | 914 | 41% | 945 | -3,3% |
| Britiske investeringsfonde | 55 | 2% | 79 | -30,8% |
| Franske arbejdstageres pensionsfonde | 76 | 3% | 85 | -10,6% |
| Luxembourg, andre fonde (part 2) | 84 | 4% | 102 | -17,7% |
| Fonde for fast ejendom | 213 | 10% | 208 | 2,6% |
| Andre | 166 | 7% | 170 | -2,6% |
| Subtotal | 1.508 | 68% | 1.589 | -5,1% |
| Subtotal inkl. Irland | 1.663 | 75% | 1.696 | -4,9% |
| Hedgefonde | 566 | 25% | | |
| Total | 2.229 | 100% | | |

Kilde: Commission staff working document (SEC(2009) 576 af 30. april 2009

Af **tabel 1** ses, at de institutionelle fonde og hedgefonde udgør næsten 66 procent af de totale alternative investeringsfonde. Der har desuden været et mindre fald i fondenes værdi, som følge af finanskrisen. Ca. 80 procent af hedgefondene i EU er koncentreret i Storbritannien.

Tabel 2. Oversigt over investeringsfondenes størrelse i EU.

| Alle fonde | | UCITS fonde | | Alternative investeringsfonde | |
|-----------------------------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------------------------|-------------------------|
| Antal* | Netto aktiver € | Antal* | Netto aktiver € | Antal* | Netto aktiver € |
| 51.232 | 6.141.704 | 35.722 | 4.593.081 | 15.510 | 1.548.623 ¹⁾ |
| | -22,30% | | -25,40% | | -11,50% |
| Andel af det samlede antal fonde: | | 70% | 75% | 30% | 25% |

Kilde: Commission staff working document (SEC(2009) 576 af 30. april 2009

¹⁾ Ekskl. Hedgefonde på ca. 600 mia. euro.

Af **tabel 2** ses, at det samlede antal fonde i EU er ca. 51.000, med nettoaktiver for ca. 6.200 mia. euro. Heraf udgør de alternative fonde ca. 1.500 mia. euro (excl. hedgefonde der udgør ca. 600 mia. euro).

b. Hvilke områder dækker direktivet (kort)?

I hovedtræk indfører direktivet **harmoniserede krav** til enheder, der beskæftiger sig med forvaltning og administration af alternative investeringsfonde. De forskellige tilgange til national regulering giver ikke en samlet effektiv løsning på risiko-problemet ved investeringer i fonde, og det kan bidrage til de nuværende ustabile forhold på de finansielle markeder.

Direktivet dækker først og fremmest for meddelelse af tilladelse, løbende driftsvilkår og gennemsigtighedskrav for **forvaltere** af alternative investeringsfonde. Direktivforslaget regulerer således ikke selve investeringsfondene (hedgefonde og private aktiefonde). Ifølge Kommissionens eget udsagn, ville det være en uforholdsmæssig stor opgave at regulere strukturen i eller sammensætningen af de af FAIF forvaltede AIF-porteføljer, og det ville være vanskeligt at fastsætte bestemmelser for en så omfattende harmonisering på grund af de meget forskellige typer alternative investeringsfonde.

Herudover er der lagt nogle grænser ind for **størrelsen** af de forvaltede investeringsfonde. Hvis fondene ikke er gearede er de undtaget fra bestemmelserne, hvis aktiverne er under 500 mio. euro. Med gearing er

grænsen sat ved 100 mio. euro. Hermed får man ifølge direktivforslaget langt de fleste af de største investeringsfonde med under direktivets bestemmelser, uden at man behøver at detailregulere for stort et område.

Direktivet regulerer som nævnt **ikke** selve de alternative investeringsfonde (AIF), men alene forvaltningen af disse. Derfor er der heller ikke EU-regler for, hvordan de enkelte medlemsstater selv regulerer investeringsfondene, der er hjemmehørende på deres eget område.

Medlemsstaterne kan indføre strengere regler, når AIF'erne markedsføres helt eller udelukkende til detailinvestorer.

Af andre hovedingredienser i forslaget kan nævnes:

- Mere pålidelige værdiansættelser af aktiverne.
- Information om finansieringskilder i forbindelse med gearing (dvs. lån).
- Fastsættelse af grænser for gearing.
- Oplysninger om dominerende eller kontrolleret indflydelse fra EAIF's side i investeringsfondene.

c. Brevet fra Nyrup Rasmussen m.fl. til formanden for EU-Kommissionen.

I brev af 20. april 2009 fra formanden for de europæiske socialistiske partier, **Poul Nyrupe Rasmussen**, formanden for Den Socialistiske Gruppe i EP, **Martin Schulz** og formanden for den økonomiske og monetære komite i EP, **Pervenche Berés** til **José Barosso**, formanden for EU-kommissionen, beklager ovennævnte MEP'ere sig over, at direktivforslaget er så fyldt med **smuthuller**, at det er tvivlsomt om der er tale om en effektiv regulering.

Hovedsynspunkterne i brevet er følgende:

- Det er kun forvaltere af investeringsfondene, der er reguleret og ikke selve fondene, hvilket gør direktivet næsten ubrugeligt.
- Det er kun forvaltere, der har hjemsted i EU, der skal registreres og reguleres. Forvaltere bosiddende udenfor EU, kan stadig operere i EU.
- Registreringen i EU af forvaltere, er en ren formalitet.
- Tærskelværdierne for fondenes størrelse er for høje og bør sættes ned.
- Der er ingen egentlige kapitalkrav (dvs. egenkapitalkrav) til investeringsfondene, hvilket er ødelæggende for den finansielle stabilitet.
- Kravet til gennemsigtighed er stadig ikke løst, herunder informationer til finansielle myndigheder, der skal vurdere værdierne. Der mangler også informationer om aflønningen på direktionniveau.

- Oplysningspligten i forbindelse med overtagelse af kontrollen med andre virksomheder, er langt fra tilstrækkelig.
- Spørgsmålet om beskatning af investorer, investeringsfonde og direktører er slet ikke behandlet. Der forventes derfor et udspil senere på dette område.
- Hele spørgsmålet om ikke-EU fonde og deres påvirkning af den finansielle stabilitet, er slet ikke behandlet tilstrækkeligt.
- Hertil kommer hele problemstillingen om **short-selling**, der ikke er medtaget i direktivet. I den forbindelse bør der være regler, der forbyder, at man udnytter sin stemmeret, hvis denne bygger på lånte aktiver.

Det fremgår af ovenstående, at man er ret kritisk overfor direktivforslaget.

d. Hvad siger den udenlandske presse?

I en **leder** i Financial Times (30. april), siges det bl.a. at Kommissionens udspil vedrørende investeringsfonde, nok mere er en "folke-behager" (crowd-pleaser) end et egentligt forsøg på at få fat på årsagerne til den finansielle krise. Ganske vist brokker ejerne af investeringsfondene sig gevaldigt over direktivforslaget, men det er nok snarere et tegn på, at man håber, at forslaget ikke bliver strammet op, skriver FT.

FT henviser til udtalelser fra de forskellige foreninger, der repræsenterer hedgefondene, som siger at forslaget vil kunne ødelægge strukturerne i investeringsforeningerne.

I en artikel i FT den 4. maj 2009 anslås det således af investeringsfondenes talsmand, at de nye regler kan koste Storbritannien 2-3 mia. pund i alt (16-24 mia. kr.).

På den anden side kræver den franske finansminister Christine Lagarde, ifølge FT (6. maj 2009) at direktivforslaget bliver strammet gevaldigt op. CL kalder forslaget for langt under den standard, den europæiske befolkning burde have krav på. I modsætning hertil, skulle en talsmand for den svenske regering, ifølge FT den 6. maj 2009 have udtalt, at det var nyttesløst at regulere investerings- og kapitalfonde.

3. Kommissionens meddelelse om forbedringer af investorbeskyttelse for pakkeprodukter for private investorer.

Det bemærkes, at der på nuværende tidspunkt alene er tale om en meddelelse fra Kommissionen.

a. Hvad omfatter finansielle pakkeprodukter?

I EU tilbydes private investorer en række pakkeprodukter med mulighed for at opnå afkast på mellemlang til lang sigt på grundlag af en kombination af eksponeringer over for finansielle markeder. Blandt disse produkter kan nævnes:

- Investeringsforeninger
- Strukturerede værdipapirer
- Unit-linked livsforsikringer
- Strukturerede indlån på tid

Det samlede marked for disse produkter er meget omfattende. Værdien heraf er **anslået til ca. 8.000 mia. euro ved udgangen af 2008**, selv om der som følge af finanskrisen er sket et fald i aktivernes værdi.

Pakkeprodukter for private investorer giver disse investorer let adgang til de finansielle markeder. Regelsættet til regulering af disse produkter skal skabe et solidt og mere sammenhængende grundlag for effektive og ansvarlige private investeringer. Finanskrisen er ifølge Kommissionen en kraftig påmindelse om, hvor vigtigt det er at sikre gennemsigtighed i de finansielle produkter, og hvor store omkostninger der kan være forbundet med uansvarlige transaktioner. Det markante fald i investorerne tillid har understreget, hvor meget det haster med at få indført et passende regelsæt, således at tilliden kan genopbygges.

Der findes allerede en omfattende fællesskabslovgivning til beskyttelse af investorer. Dog varierer de retlige krav til produktgennemsigtighed, handel og rådgivning efter produktets retlige form og distributionskanaler. Der er således ikke et ensartet grundlag for beskyttelse af private investorer eller for en afbalanceret udvikling af markedet for pakkeprodukter for private.

Det skal sikres, at markederne for pakkeprodukter for private investorer bliver mere gennemsigtige, at investeringsrådgivningen forbedres, og at handelen med produkter afstemmes efter investorerne interesser. **Resultatet heraf bør blive et marked, hvor regelarbitrage ikke styrer de opsparede midler hen imod bestemte produkter.**

Det videre arbejde vil ifølge Kommissionen bidrage til at genopbygge investorerne tillid til pakkeprodukter, da tilliden som følge af finanskrisen har lidt et alvorligt knæk. Investeringerne i de mest almindelige pakkeprodukter for private investorer er faldet fra 10.000 mia. euro ved udgangen af 2007 til skønsmæssigt anslået 8.000 mia. euro ved udgangen af 2008 som følge af nedskrivninger i aktiver, og fordi investorer har trukket sig ud.

b. Hvilke foranstaltninger foreslås i meddelelsen?

Kommissionens meddelelse indeholder på dette stadium **ikke** detaljerede lovgivningsforslag, men fastsætter alene nogle principper for en horisontal tilgang til bedre produktoplysninger og salgspraksis. Kommissionen vil senere fremsætte lovgivningsforslag.

Kommissionen meddeler, at de kommende forslag vil bygge på en mere harmoniseret tilgang til produktoplysninger og fremgangsmåde i salget af pakkeprodukter for private investorer. Hensigten er, at øge informationen om pakkeprodukterne (**investeringsinformation**) og fremme produkt distributorernes forretningsskik, herunder at forhindre interessekonflikter i salgs- og rådgivningsprocessen (**salgsregler**).

4. Kommissionens henstilling om aflønningspolitik i finanssektoren.

I forbindelse med hele spørgsmålet om aflønningspolitik i finanssektoren, der bl.a. behandler det vigtige spørgsmål om **lønpolitikken for risikotagende medarbejdere**, har Kommissionen vedtaget en henstilling herom.

Men Kommissionen har også vedtaget en anden henstilling, der drejer sig om ordningen for **aflønning af medlemmerne af ledelsen i børsnoterede selskaber**. Her er tale om et supplement og ajourføring til en tidligere henstilling fra 2004 om samme emne, men hvor der nu tages hensyn til den finansielle udvikling på kapitalmarkederne i det seneste års tid.

a. Hvad omfatter henstillingerne om aflønningspolitik i finanssektoren og i børsnoterede selskaber?

I henstillingen om **aflønningspolitik i finanssektoren** opfordres medlemmerne til at træffe foranstaltninger på fire områder:

1) Lønkomponenter: Lønpolitikken for risikotagende medarbejdere bør være i overensstemmelse med og fremme en "sund" og effektiv risikostyring. **Finansielle virksomheder bør derfor stræbe efter at finde den rette balance mellem den faste løn og bonusser.** Udbetalingen af bonusbeløb bør spredes over en længere periode for at tage hensyn til de forskellige risici, der knytter sig til virksomhedens underliggende resultat over den forretningsmæssige cyklus.

Kriterierne for præstationsmåling bør lægge særlig vægt på finansielle virksomheders langsigtede resultater, og de underliggende resultater bør justeres for risici, kapitalomkostninger og likviditet. **Finansielle virksomheder skal have mulighed for at tilbagekræve allerede udbetalt bonus, hvis den bygger på oplagt fejlagtige data ("clawback").**

2) Ledelse: Lønpolitikken skal være gennemsigtig for alle i virksomheden, og den skal være klar og veldokumenteret og omfatte foranstaltninger til forhindring af interessekonflikter. Bestyrelsen skal være ansvarlig for lønpolitikken i virksomheden som helhed og inddrage interne

kontrolinstanser, personaleafdelinger og eksterne eksperter. Bestyrelsesmedlemmer og andre medarbejdere, der er involveret i udformningen og gennemførelsen af lønpolitikken, skal være uafhængige.

3) **Åbenhed:** alle berørte parter skal have adgang til oplysninger om lønpolitikken. Oplysningerne skal være klare og let forståelige og omhandle alle lønpolitikens centrale elementer, dens udformning og funktionsmåde.

4) **Tilsyn: tilsynsmyndighederne** bør sikre, at finansielle virksomheder så vidt muligt overholder princippet om indførelse af en "sund" lønpolitik, der er i overensstemmelse med en effektiv risikostyring. Med hensyn til spørgsmålet om proportionalitet bør tilsynsmyndighederne tage hensyn til den finansielle virksomheds størrelse, arten og omfanget af dens aktiviteter, når de kontrollerer om princippet vedrørende en "sund" lønpolitik bliver overholdt.

b. Henstillingen om aflønningspolitik for ledelser m.v.

For så vidt angår henstillingen om ledelsens aflønning i børsnoterede selskaber, indfører den nye henstilling et princip om aflønningsmæssig proportionalitet. Nærmere bestemt betyder det intern benchmarking af ledelsens aflønning i forhold til andre ledelsesmedlemmer og ledende medarbejdere i selskabet. Der bør også være faste grænser for fratrædelsesgodtgørelser (**gyldne håndtryk**), og de bør **ikke** udbetales, hvis resultaterne ikke har været tilfredsstillende.

For at skabe bedre sammenhæng mellem aflønning og resultater kræves det ifølge den nye henstilling desuden, at der skal være en balance mellem den faste og den variable aflønningskomponent, ligesom tildelingen af variable lønkomponenter knyttes til på forhånd fastsatte og målelige resultatkræfter.

For at fremme levedygtigheden af selskabet på lang sigt skal der ifølge henstillingen være en balance mellem langsigtede og kortsigtede resultatkræfter. Det skal også være muligt at udskyde de variable lønkomponenter, og der skal være en **minimumsbindingsperiode** for aktieoptioner og aktier, ligesom en bestemt minimumsdel af aktierne skal beholdes, indtil **ansættelsesforholdet ophører. Selskaberne bør som sidste udvej kræve tilbagebetaling af variable aflønningskomponenter**, der er udbetalt på grundlag af data, som senere dokumenteres at være **fejlagtige**.

Med hensyn til god selskabsledelse i forbindelse med aflønningspolitikken for ledelsesmedlemmer, indbefatter den nye henstilling principper, der har til formål at **forbedre aktionærernes kontrol** med aflønningspolitikken. Det er særdeles vigtigt, at aktionærerne og særlig institutionelle investorer gør brug af deres stemmeret vedrørende aflønningen af ledelsesmedlemmer. For at forebygge interessekonflikter bør ansatte, der ikke er ledelsesmedlemmer, ikke tildeles aktieoptioner som en del af deres aflønning.

Niels Hoffmeyer (SL/MBK)