

**Finanstilsynet**  
Att.: Tanja Asskildt  
Århusgade 110  
2100 København Ø

Sendt pr. e-mail til [tas@ftnet.dk](mailto:tas@ftnet.dk), [ebk@ftnet.dk](mailto:ebk@ftnet.dk) og [eu.mail@ftnet.dk](mailto:eu.mail@ftnet.dk)

Dato: 11. januar 2018

## **Forslag til regime for investeringselskaber**

Den danske Fondsmæglerforening har modtaget Finanstilsynets høring af 20. december 2017 om Europa-Kommissionens forslag om tilsynsmæssige krav til investeringselskaber (i Danmark fondsmæglerselskaber).

Der er tale om en høring af særdeles væsentlig betydning for branchen, hvorfor Fondsmæglerforeningen kunne have ønsket sig en længere høringsperiode. Omvendt har foreningen naturligvis forståelse for, at dette konkret ikke har været muligt. Med den korte høringsperiode må foreningen dog tage forbehold for i den kommende periode at komme med supplerende bemærkninger til dette høringssvar.

Fondsmæglerforeningen bemærker, at formålet med det nye tilsynsregime på et overordnet plan er vedtagelsen af to nye regelsæt (forordning og direktiv), der specifikt retter sig mod fondsmæglerselskaber.

I Danmark er der 42 registrerede fondsmæglerselskaber, hvoraf ca. 2/3 er medlemmer af Fondsmæglerforeningen. Til sammenligning var der i 2015 ifølge Kommissionens Staff Working Document (SWD) 6.051 fondsmæglerselskaber i den Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde. Den danske fondsmæglerbranche er karakteriseret ved små- og mellemstore virksomheder, og foreningens medlemmer spænder fra selskaber med 2-4 ansatte til enkelte med 50-100 ansatte.

Som beskrevet i SWD udøver fondsmæglerselskaber en vigtig rolle for en velfungerende Kapitalmarkedsunion, idet selskaberne faciliterer investeringservices på tværs af EU, herunder via investeringsrådgivning, porteføljepleje og ordredudførelse.

Fondsmæglerselskaber adskiller sig fundamentalt fra eksempelvis banker, da

---

### **Den danske Fondsmæglerforening**

Børsen  
1217 København K  
Telefon 3374 6000  
Telefax 3374 6001  
[www.fondsmaeglerforeningen.dk](http://www.fondsmaeglerforeningen.dk)  
[info@fondsmaeglerforeningen.dk](mailto:info@fondsmaeglerforeningen.dk)



fondsmæglerselskaber ikke har indlån eller udlån og som klar hovedregel for danske fondsmæglere ikke opbevarer kunders midler (værdipapirer). Et fondsmæglerselskab vil i tilfælde af økonomiske vanskeligheder uden de store vanskeligheder kunne lukkes ned efter de almindelige konkursregler, og kunderne videreføre deres aftaleforhold i et andet selskab.

De risici, fondsmæglerselskaber har for markedet, kunderne og selskabet selv, er derfor også meget begrænsede sammenlignet med den påvirkning driften af banker har for det omkringliggende samfund. Det synes også at være en gennemgående præmis for Kommissionen og for udkast til både direktiv og forordning.

På trods af dette har fondsmæglerselskaber i en årrække været underlagt stort set samme reguleringsregime som banker, hvilket har ført til en unødvendig kompleks og disproportional regulering af fondsmæglerbranchen, jf. SWD side 7ff. Flere af de uhensigtsmæssigheder, som SWD nævner, er punkter, hvor Fondsmæglerforeningen i tidligere høringssvar har påpeget, at der var udfordringer.

Det er derfor også et nødvendigt paradigmeskifte, som sker med vedtagelsen af et særskilt regelsæt for fondsmæglerselskaber. Dette er et positivt skridt i retning af en regulering, som passer bedre til fondsmæglerselskabers aktiviteter og risici.

Mere specifikt vil de nye regler forhåbentlig sikre en simpel kategorisering af fondsmæglerselskaber, tilpasse de tilsynsmæssige krav for fondsmæglerselskaber til de begrænsede risici, selskaberne påfører kunder, markedet og dem selv, samt strømline den tilsynsmæssige behandling af fondsmæglerselskaber i EU.

Fondsmæglerforeningen bemærker, at der vil være væsentlige omkostninger forbundet med omstillingen til den nye regulering. Det er dog foreningens håb, at disse omkostninger i sidste ende opvejes af sparede administrative byrder og omkostninger hos selskaberne.

Med det ovenfor anførte in mente noterer Fondsmæglerforeningen sig dog, at der med Kommissionens forslag på en række punkter bliver indført strengere regler for fondsmæglerselskaber, end der gælder i dag. Dette gælder blandt andet:

- Kravene til startkapital forud for registrering (Initial capital), der stiger. Startkapitalen for et fondsmæglerselskab vil således skulle være op til 750.000 euro afhængig af den aktivitet, der udøves.
- De løbende kapitalkrav forventes generelt at stige for nogle kategorier af fondsmæglerselskaber.
- Bødeniveauet for overtrædelser af lovgivningen sættes væsentlig i vejret.
- Generelt ses forslagene ikke at lette de administrative og økonomiske byrder for class 2-selskaberne, jf. nedenfor. Da en række små og mellemstore selskaber må forventes at være omfattet af class 2, er foreningen da også noget

uforstående over for forslagernes bemærkninger om, at ”SMEs are expected to be among the main beneficiaries”, jf. eksempelvis side 10 i det indledende afsnit til forordningen.

I afsnittet nedenfor ses Fondsmæglerforeningens specifikke bemærkninger til forslagernes enkelte bestemmelser, men særligt vigtigt for foreningen er, at:

- Der vedtages enkel regulering med definitioner og rapporteringskrav, som er nemme at tilgå for både class 2 og 3 fondsmæglerselskaber.
- Unødvendige administrative byrder og dobbeltregulering, herunder med MIFID II, sløjfes.
- Dansk særregulering (overimplementering) fjernes sideløbende med implementeringen af det kommende direktiv, og der samtidig sikres en direktivnær implementering i Danmark. Dette gælder særligt aflønningsområdet, hvor tiden er løbet fra den politiske begrundelse for ønsket om materielt ensartede aflønningsregler på tværs af den finansielle sektor.
- Reguleringen af koncerner bliver hensigtsmæssig.
- Afgrænsningen af de tre klasser af fondsmæglerselskaber bliver rimelig og smidig – også set i forhold til det øvrige Europa.
- At der kun i relevant omfang kopieres eksisterende regler og tekniske standarder fra CRR/CRD IV og anden kreditinstitutregulering, således at det overordnede formål holdes for øje.

## Specifikke bemærkninger

De specifikke kommentarer nedenfor er knyttet til fem overordnede emner, som foreningen finder er vigtigst:

- Dobbeltregulering med MIFID II og tilsynsmyndigheder
- Administrative byrder, herunder bødebestemmelser og aflønning
- Konsolidering og holdingselskaber
- Den nye kategorisering i class 1-3
- Kapitalforhold, særligt K-factors, Rtf, K-DTF og K-CON

### *Directive on the prudential supervision of investment firms and amending directives 2013/37/EU and 2014/65/EU*

#### *Title IV – Prudential supervision*

#### *Chapter 1 – Principles of prudential supervision*

#### *Section 1 – Competences and duties of home and host member states (article 10-12)*

Under MiFID II er fondsmæglerselskabers organisatoriske forhold, herunder kapitalisering, ledelsesstruktur og risikostyringsfunktioner, et anliggende for

hjemlandets kompetente myndigheder. Således indeholder MiFID II regler om såvel governance som risikostyring.

Foreningen finder det unødvendigt og u hensigtsmæssigt, at forslaget indeholder en parallel regulering af disse forhold, og ubegrundet at det skulle være nødvendigt med en supplerende regulering i forhold til de relativt nye regler under MiFID II. Forslaget indebærer, at EBA og ESMA får parallelle kompetencer, som relevante europæiske tilsynsmyndigheder, og det vurderes også unødvendigt og u hensigtsmæssigt.

Efter direktivet vil et værtslands myndigheder også blive tillagt kompetencer på visse områder.

Foreningen er af den klare opfattelse, at det foreslåede dobbelte tilsyn (både nationale myndigheder og europæiske myndigheder) samt den parallelle regulering vil være en relativt unødvendig byrde for danske fondsmæglerselskaber, herunder for aktiviteter i andre EU-lande, og at det dobbelte nationale tilsyn bør reserveres til helt særlige tilfælde, eksempelvis hvor filialen har systemisk betydning for værtslandet.

Fondsmæglerselskaber er i dag hovedsageligt reguleret af regler under ESMA's kompetence, ligesom ESMA bistår Kommissionen med udkast til niveau 2-regler og søger for ensartet tilsynspraksis på niveau 3.

Fondsmæglerforeningen finder det derfor også hensigtsmæssigt, at det i videst muligt bliver ESMA og ikke EBA (som der ellers er lagt op til), der vil stå detailreguleringen under direktivet.

### *Section 3 – Penalties, investigatory powers and right of appeal*

#### *Article 16 – Administrative penalties and other administrative measures*

Fondsmæglerforeningen bemærker, at direktivets artikel 16 i udgangspunktet pålægger medlemsstater at vedtage regler om administrative bøder for overtrædelse af direktivet og forordningen.

Hertil bemærkes, at regler om administrative bøder ikke er forenelig med Danmarks grundlovs § 3, da lovgivningsmagten ikke i almindelighed kan henlægge behandlingen af strafferetlige bødesager til administrative myndigheder, eksempelvis Finanstilsynet. Se hertil [Justitsministeriets svar](#) til Retsudvalget 7. november 2014 i relation til persondataforordningen.

Fondsmæglerforeningen forventer på denne baggrund, at Danmark indfører direktivets regler om bøder via det strafferetlige system, som der er tradition for i Danmark. Muligheden herfor synes da også forudsat i direktivets artikel 16, stk. 1, andet afsnit.

Selve bødeniveauet for overtrædelser af lovgivningen sættes væsentlig i vejret, og der vil med det foreliggende forslag kunne idømmes bøder op til:

- 10 % af den årlige omsætning, jf. artikel 16, stk. 2, litra d. Når fondsmæglerselskabet er del af en koncern, er den relevante omsætning den konsoliderede omsætning i det ultimative moderselskab.
- Det dobbelte beløb af fortjenesten eller tabet ved overtrædelserne for selskaber, jf. artikel 16, stk. 2, litra e.
- 5 mio. euro for personer.

Bøder for overtrædelse af den finansielle lovgivning skal naturligvis være effektive og afskrækkende, men Fondsmæglerforeningen tillader sig at stille spørgsmål ved proportionaliteten af bøder i dette niveau, jf. artikel 16, stk. 1, sidste afsnit.

### *Chapter 2 – review proces*

#### *Section 2 – internal governance, transparency, treatment of risks and remuneration*

##### *Article 30 – variable remuneration*

Fondsmæglerforeningen er enig i forslaget betragtninger om behovet for større fleksibilitet for fondsmæglerselskaber til at benytte variabel aflønning. Den nuværende begrænsning i anvendelsen af variabel aflønning er skadelig for fondsmæglerselskaber og øger selskabernes driftsrisiko, idet de må påtage sig større faste omkostninger til løn.

Foreningen kan derfor tilslutte sig, at de nuværende aflønningsregler revideres og i den forbindelse forslaget om at fjerne den faste overgrænse for forholdet mellem variabel og fast aflønning i fondsmæglerselskaber.

Foreningen forudsætter, at aflønningsreglerne i direktivets artikel 30 alene finder anvendelse på såkaldte væsentlige risikotagere og ikke generelt i fondsmæglerselskabet. Kategorien af væsentlige risikotagere bør endvidere ikke dække for bredt (dette er relevant for virksomheder både i class 2 og 3).

Aflønningsreglerne bør, når den tid kommer, implementeres direktivnært. I den forbindelse bør man fra lovgivers side nøje overveje, om ikke forslaget kunne give anledning til at fjerne eksisterende dansk overimplementering på området. Danske fondsmæglerselskaber skal ikke have dårligere vilkår for at styre deres risici eller sværere betingelser for at tiltrække kompetente medarbejdere end deres europæiske konkurrenter.

Endelig skal foreningen opfordre til, at selskaber i koncerner med forskellige typer

regulerede enheder ikke underlægges flere typer regelsæt samtidig, da dobbeltregulering på området er disproportionalt. Aflønningsreglerne bør følgelig ikke (også) finde anvendelse på koncernselskaber, der er underlagt anden tilsvarende lovgivning under UCITS eller AIFMD.

***Regulation on the prudential requirements of investment firms and amending Regulations (EU) No 575/2013, EU No 600/2014 and (EU) No 1093/2010***

*Part three – capital requirements*

*Title I – general requirements*

*Article 12 – Small and non-interconnected investment firms*

Forslaget indebærer, at fondsmæglerselskaber kategoriseres i:

- De systemiske (class 1), som vil være underlagt CRR/CRDIV
- En mellemkategori (class 2) og
- De små, ikke-sammenkoblede selskaber (class 3).

Graden af regulering vil være højest for class 1, lavest for class 3. Danske fondsmæglerselskaber vil være omfattet af enten class 2 eller 3, idet class 1 ifølge Kommissionen alene forventes at indeholde 8 af i alt ca. 6.000 fondsmæglerselskaber i EØS.

Fondsmæglerforeningen kan generelt støtte et forslag om tre kategorier af fondsmæglerselskaber, men vurderer, at den nuværende meget bredt definerede kategori 2 vil få negativ indvirkning på danske fondsmæglerselskabers konkurrencekraft i EU. Det skyldes kravet om, at kategorisering i class 3 alene er mulig, hvis en række kriterier alle er opfyldt, heraf flere aktivitetsbestemte. Det medfører, at f.eks. både (i) fondsmæglerselskaber med en helt enkel forretningsmodel, men assets under management over grænseværdien, og (ii) et helt lille fondsmæglerselskab med både meget begrænset assets under management og meget begrænset handel på egenbogen vil skulle klassificeres som class 2.

Danske fondsmæglerselskaber vil på europæisk plan være blandt de mindste selskaber i class 2 og vil følgelig – alt andet lige – have relativt større omkostninger ved at skulle overholde den samme lovgivning som eksempelvis et fransk eller tysk fondsmæglerselskab med 500-1.000 ansatte.

Da der således vil være væsentlig forøgede compliance-udgifter forbundet med at være i class 2 i forhold til class 3, er afgrænsningen af de to kategorier af væsentlig betydning.

I den forbindelse er kravene i medfør af artikel 12, stk. 1, litra a-i, problematiske.

Dette gælder særligt den lave grænse for "assets under management" på 1,2 mia. euro i litra a, der slet ikke er koblet til fondsmæglerselskabets aktivitet. Eksempelvis vil handler med obligationer for 1,2 mia. euro indebære en væsentlig lavere risiko end handel i et tilsvarende niveau med aktier.

Grænserne for "assets safeguarded and administered", "client money held", "daily trading flow", "net position risk" og "clearing member guarantee" i litra c-f er sat til 0 euro.

Foreningen kan have forståelse for, at aktiviteterne i litra c-f indebærer en højere risiko for selskabet, kunderne eller markedet, og at denne type aktivitet følgelig skal/kan føre til mere intensiv regulering og kapitalkrav. Omvendt virker det ikke fornuftigt eksempelvis at lade et lille fondsmæglerselskab med meget begrænsede aktiviteter omfatte af samtlige krav i class 2, blot fordi selskabet har en egen beholdning på 1.000 euro, der handles.

Foreningen frygter som nævnt, at danske fondsmæglerselskaber vil blive uforholdsmæssigt hårdt reguleret som følge af denne afgrænsning og skal opfordre til, at Danmark arbejder for:

- At grænsen for K-AUM sættes op eller differentieres, så der tages højde for den meget begrænsede risiko, handel med obligationer medfører.
- At der indsættes en rimelig bagatelgrænse for aktiviteterne omfattet af artikel 12, stk. 1, litra c-f.

## *Title II – K-factor capital requirements*

### *Chapter 1 – General principles*

#### *Article 15 – K-factor requirements and applicable coefficients*

Et af kapitalkravene til class 2-fondsmæglerselskaber baserer sig på et fondsmæglerselskabs eksponering mod de såkaldte K-faktorer (risikofaktorer).

Foreningen finder det positivt, at forslaget til kapitalkrav tager udgangspunkt i de risici, som vurderes relevante for fondsmæglerselskaber, i stedet for at tage afsæt i de risici, som er vigtige på kreditinstitutområdet.

De ni risikofaktorer kan overordnet opdeles i Risk-to-Customer (RtC), Risk-to-Firm (RtF) og Risk-to-Market (RtM). Sidstnævnte forekommer generelt paradoksalt, da class 2-fondsmæglerselskaber ikke har systemisk betydning.



Risikofaktorerne skal efter nærmere fastsatte regler løbende beregnes og kobles til en i forordningen given procentsats, hvorefter beregningen påvirker fondsmæglerselskabets kapitalkrav. Da der vil være væsentlige administrative byrder forbundet med håndteringen af K-faktorerne, finder foreningen det afgørende, at disse er klart og tydeligt formuleret, simple at beregne og ikke skal beregnes unødigt ofte.

Et eksempel er K-AUM (assets under management), som har koefficienten 0,02 %, således at 1 mia. kr. i assets under management vil påvirke selskabets kapitalkrav med 200.000 kr. Foreningen forventer, at det vil medføre meget store byrder at beregne den gennemsnitlige K-AUM hver kalendermåned, jf. hertil artikel 17, stk. 1, tredje afsnit, og skal opfordre til, at intervallet bliver længere.

#### *Chapter 4 – Rtf K-Factors*

##### *Section II – Daily Trading Flow*

##### *Article 32 – Measuring DTF for the purposes of calculation K-DTF*

Daily Trading Flow (K-DTF) er en RtM og udgøres af cash-trades og derivater, som har en koefficient på henholdsvis 0,1% og 0,01%.

Denne kalibrering tager ikke højde for de forskellige cash-produkter, der eksisterer på det danske marked, hvilket ellers – set med danske øjne – ville være ønskeligt.

Den foreslåede model ”straffer” det danske marked for real- og statsobligationer, hvor der er meget begrænset risiko, idet disse som en del af cash-trades under K-DTF vil have samme effekt på kapitalkravet som langt mere risikable aktiver, eksempelvis aktier. Denne uhensigtsmæssighed slår endda igennem med dobbelt styrke, da den også gør sig gældende for beregningen af K-AUM, jf. ovenfor.

Fondsmæglerforeningen foreslår derfor at lade koefficienterne i K-DTF følge grupperingen i artikel 10 i LCR-forordningen 2015/61/EU, således at K-DTF-koefficienten på de såkaldte Level 1-aktiver var 0,01, koefficienten på 2A-aktiver var 0,05 % og for resten af aktiverne 0,1 %.

#### *Part four*

##### *Concentration risk (article 33-41)*

Reglerne om koncentrationsrisiko (store eksponeringer) vil finde anvendelse på fondsmæglerselskaber i class 1 og 2.

Det er foreningens vurdering, at de gældende regler om store eksponeringer er



udarbejdet primært med anden virksomhed (kreditinstitutområdet) end fondsmæglerselskabers for øje. De er til stor faktisk gene og ulempe for fondsmæglerselskaber, og efter foreningens klare opfattelse er det på sin plads, at reglerne tilpasses.

Da fondsmæglerselskaber som nævnt ikke yder lån og kreditter, er store eksponeringer efter de gældende regler typisk eksponeringer i form af tilgodehavender fra kunder i form af honorarer, performance fees eller provisioner, som skal videregives. Sådanne eksponeringer bør ikke være underlagt reglerne om store eksponeringer.

Betalinger fra kunder af denne slags udgør ikke en risiko på tilsvarende måde som et låneengagement og har normalt en positiv indvirkning på fondsmæglerselskabets kapital.

Foreningen læser da også forslaget således, at beregningen af K-CON, som er en del af RtM, ikke omfatter de nævnte tilgodehavender, men baseres på eksponeringer på handelsbogen.

### ***Særligt angående konsolidering og holdingselskaber***

#### ***Directive on the prudential supervision of investment firms and amending directives 2013/37/EU and 2014/65/EU***

##### *Chapter 3 – Supervision of compliance with group capital test*

##### *Section 1 – Supervision of compliance with group capital test (article 42-46)*

##### *Section 2 – Investment Holding Companies, mixed Financial Holding Companies and Mixed-activities Holding Companies (article 47-50)*

og

#### ***Regulation on the prudential requirements of investment firms and amending Regulations (EU) No 575/2013, EU No 600/2014 and (EU) No 1093/2010***

##### *Chapter 3 – Application of requirements for compliance with group capital test and exemptions (article 7-8)*

Foreningen bemærker, at både forslag til direktiv og til forordning indeholder administrativt og kapitalmæssigt bebyrdende regulering på holdingselskabsniveau. Foreningen finder, at dette er velbegrunderet for class 1 fondsmæglerselskaber. Derimod finder foreningen, at denne regulering som hovedregel savner relevans for fondsmæglerselskaber, som ikke har systemisk betydning. Foreningen bemærker, at

denne regulering ikke – for langt hovedparten af fondsmæglerselskaber i class 2 og 3 – kan begrundes i risikobetragtninger, f.eks. Risk to Market eller Risk to Client.

Efter eksisterende regulering i MiFID II, UCITS-direktivet og AIFMD I i dag er hverken fondsmæglerselskaber eller investeringsforvaltningsselskaber underlagt konsolideringskrav. Regulering af dette er knyttet til de risikobetragtninger, som gælder særligt for kreditinstitutter (CRD IV), og hvor konsolideringsbetragtningerne er relevante. For fondsmæglerselskaber, der ikke er underlagt CRD IV, er der tale om en skærpelse. Derfor – og for at sikre *level playing field* for fondsmæglere i forhold til investeringsforvaltningsselskaber – bør reguleringen heraf (både i direktivet og forordningen) begrænses til class 1 og eventuelt særlige class 2 selskaber, hvor det ud fra en konkret risikobetragtning kan være relevant at stille kravene på holdingselskabsniveau. Foreningen tilskynder til, at der i stedet fokuseres på krav og tilsyn til ledelse og kapitalforhold i fondsmæglerselskaberne.

Også på dette punkt finder foreningen således, at der er risiko for dobbeltregulering.

### ***Øvrige bemærkninger***

#### *BRRD*

Foreningen vurderer umiddelbart, at forslagene indebærer, at class 2 og 3 fondsmæglerselskaber, der i dag er underlagt CRR og CRD IV, ikke længere vil være omfattet af BRDD (direktiv 2014/59/EU).

Dette vurderes velbegrunder, da reguleringen i BRRD egner sig til banker, men ikke er relevant eller proportionel for ikke systemisk vigtige fondsmæglerselskaber.

-O-

Fondsmæglerforeningen står naturligvis til rådighed for en drøftelse af dette høringssvar. Vi henviser i den forbindelse til foreningens høringssvar til [EBA af 2. februar 2017](#).

Med venlig hilsen

Marianne Settnes  
Formand