

Finanstilsynet  
Att.: Pia Andersen  
Århusgade 110  
2100 København Ø

**Pr. mail:**

Pia Andersen, [pia@ftnet.dk](mailto:pia@ftnet.dk)  
Ulla Brøns Petersen, [ubp@ftnet.dk](mailto:ubp@ftnet.dk)  
Anna Lærke Kraft, [alk@ftnet.dk](mailto:alk@ftnet.dk).

Dato: 3. juni 2013

Deres ref.:

Vores ref.: SAG 2012-00011-290, 291, 292

**Høringssvar:**

- **Høring- bekendtgørelse om tilladelse til forvaltere af alternative investeringsfonde til markedsføring til detailinvestorer**
  - **Høring: Udkast til bekendtgørelse om et dokument om væsentlig investorinformation om alternative investeringsfonde m. fl.**
  - **Høring af bekendtgørelse om registrering m.v. af fondsaktiver i en værdipapircentral**
- 

Den Danske Fondsmæglerforening takker for invitationen til at afgive høringssvar på de nye bekendtgørelser om alternative investeringsfonde. Foreningen har valgt at kommentere på de ovennævnte bekendtgørelser i et samlet høringssvar.

Foreningen repræsenterer medlemmer, som i dag formidler eller foretager salg af andele i alternative investeringsfonde, både kapitalforeninger og kapitalfonde f.eks. i form af private equity fonde. Foreningen har derfor en interesse i, at de nye krav til markedsføring af alternative investeringsfonde samt om god skik i forbindelse med formidling og handel får et indhold, som kan efterleves i praksis, som afspejler de særlige forhold, som gøre sig gældende for de forskellige typer alternative investeringsfonde. Det er samtidig vigtigt i videst muligt omfang at undgå dobbeltregulering.

Da alternative investeringsfonde dækker over meget forskelligartede investeringsprodukter, og derfor er nogle af bemærkningerne kun rettet på enkelte typer af alternative investeringsfonde.

Høringssvaret er delt op i bemærkninger til henholdsvis markedsførings-/tilladelseskrav og investorbeskyttelseskrav.

- I. **Markedsførings- og tilladelseskrav. Udkast til bekendtgørelse om tilladelse til forvaltere af alternative investeringsfonde til markedsføring til detailinvestorer (*BEK-Tilladelse*). Udkast til bekendtgørelse om form og indhold af et dokument, der indeholder væsentlig investorinformation for alternative investeringsfonde (*BEK-VII*).**

***BEK-Tilladelse***

1. Foreningen foreslår, at tilsynet ved ansøgninger alene skal modtage oplysninger, som ikke allerede er indeholdt i en anmeldelse om markedsføring til professionelle investorer i henhold til artikel 32 i

AIFMD. Udformningen af BEK-Tilladelse § 3, stk. 2 bør således tilpasses for at reducere de administrative byrder og for at undgå overimplementering i forhold til AIFMD.

2. BEK-Tilladelse § 2, nr. 5: Foreningen finder det unødvendigt at inddrage investorenes bopæl inden for EU/EØS i definitionen af markedsføring, idet bekendtgørelsen finder anvendelse på markedsføring over for investorer i DK.
3. BEK-Tilladelse § 2, stk. 2: Flere af kravene (f.eks. nr. 8) vil først kunne opfyldes, når FAIF'en har fået tilladelse. Dette giver anledning til at overveje ikrafttrædelse, se nedenfor pkt. I.10 om overgangsregler.
4. BEK-Tilladelse § 3, stk. 2, nr. 4: Fondsmæglerforeningen finder, at kravet om væsentlig investorinformation bør overvejes nøje, da det er en skærpelse i forhold til gældende krav og den regulering, som der er lagt op til i LAIF. Finanstilsynet har ikke redegjort nærmere for baggrunden for introduktion af en sådan skærpelse. Foreningen finder, at *typen af alternativ investeringsfond* har stor betydning for relevansen af væsentlig investor dokumentation. Foreningen finder, at investeringsfonde:
  - (i) som kun udbydes til en begrænset kreds af personer (men hvor der dog er tale om begrænset markedsføring),
  - (ii) hvor tegningsperioden udgør en meget kort del af investeringsfondens samlede levetid,
  - (iii) hvor fonden i øvrigt er closed-ended, og derfor har en begrænset levetid og/eller
  - (iv) som i øvrigt er underlagt en meget fyldig aftaleretlig regulering (modsat investeringsforeninger), men kun i meget begrænset omfang lovregulering, og hvor sammenfatning på 2 sider ikke kan ske uden udeladelse af for investor væsentlig information,

adskiller sig på væsentlig vis fra f.eks. investeringsforeninger. Investorerne i investeringsfonde vil ikke kunne drage samme fordel af den kortfattede investorinformation på samme måde som f.eks. investeringsforeninger. Væsentlig investorinformation forudsætter, at de punkter, hvor fonden adskiller sig fra lovgrundlaget, kan beskrives på kortfattet vis. At udelade store dele af relevant aftaleregulering i væsentlig investorinformation er ikke nødvendigvis i investors interesse. Foreningen beder tilsynet overveje, om nogle typer investeringsfonde ikke på væsentlige punkter adskiller sig fra de investeringsprodukter, som i dag er underlagt kravene om væsentlig investorinformation.

Under alle omstændigheder bør anvendelsen af væsentlig investorinformation først introduceres på et tidspunkt, hvor det finder anvendelse for alle omfattede, nærmere bestemt efter 22. juli 2014, idet det ellers vil kunne give anledning til forvirring hos både investorerne og distributørerne.

5. BEK-Tilladelse § 3, stk. 3. Foreningen anmoder tilsynet om at overveje, om dokumentation også kan ske ved kopi og samtidig ved henvisning til online myndighedsregister, eller alternativt ved notarbekræftet kopi, eller anden type bekræftet kopi.
6. BEK-Tilladelse § 3, stk. 4: Foreningen anmoder tilsynet om at overveje, om kravet opfylder de nordiske sprogkonventioner.
7. BEK-Tilladelse § 4: Foreningen anmoder tilsynet om at genoverveje formuekravet på 10 mio. kr. Kravet er en skærpelse, såvel i forhold til gældende krav som til den regulering, der er lagt op til i LAIF. Det er ikke nødvendigvis i detailinvestorens favør, at der ikke kan investeres i helt små investeringsfonde. Foreningen finder, at der i stedet for et forbud, hellere skulle arbejdes med supplerende krav for helt små investeringsfonde, såfremt tilsynet finder det påkrævet.

Fondsmæglerforeningen gør endvidere tilsynet opmærksom på, at der både i danske K/S'er og i danske aktieselskaber kan arbejdes med ikke- indbetalt kapital. For private equity fonde vil formuen med den nuværende formulering ikke kunne udgøres af *commitment* afgivet af investorerne. Bestemmelsen i § 4, stk. 2 vil således kræve en helt anden struktur af kapital, end der sædvanligvis arbejdes med i private equity fonde, som investorer inden for dette område er vant til.

8. BEK-Tilladelse §§ 5-7 + §§ 9 og 11: Foreningen finder, at kravene i disse bestemmelser kun passer til visse typer alternative investeringsfonde, og at det f.eks. for fonde beskrevet under punkt 1.4 ovenfor (f.eks. closed-ended investeringsfonde og private equity fonde) giver meget lidt mening at skulle dokumentere emission og indløsning (§ 5, stk. 1), emissions- og indløsningspris hver 14. dag (§ 5, stk. 2), navnenoterede investorer (§ 6, stk. 2), indløsning (§ 6, stk. 2), offentliggørelse af overskridelse (§ 7, stk. 3), indløsning og emission (§ 9), suspension og indløsning (§ 11).

Fondsmæglerforeningen finder, at der i de pågældende bestemmelser stilles en række krav til alternative investeringsfonde, som ikke har været forudsat i LAIF (og i AIFMD). Foreningen finder det ikke hensigtsmæssigt, at der for alle alternative investeringsfonde (herunder f.eks. også private equity fonde), som udbydes til detailinvestorer, skal være krav om indløsning mindst en gang om måneden, navnenotering, og at reaktionerne ved overskridelse af investeringspolitikker er fastlagt i bekendtgørelsen. Kravene passer i højere grad til kapitalforeninger, og foreningen beder tilsynet genoverveje, om kravene skal målrettes nogle typer investeringsfonde.

9. BEK-Tilladelse § 14: Foreningen foreslår, at det præciseres i bekendtgørelsen, at markedsføring over for detailinvestorer gennem unit link-ordninger anses for markedsføring over for professionelle, jf. § 8, stk. 5, i den gældende bekendtgørelse.
10. BEK-Tilladelse § 19 - overgangsregler: Foreningen har noteret, at det angives i BEK-Tilladelse § 1, at bekendtgørelsen finder anvendelse på FAIF'er, der har fået tilladelse i henhold til regler, der gennemfører AIFMD. Implicit må dette betyde, at FAIF'er, der endnu ikke har fået tilladelse som sådanne (pga. overgangsreglerne), ikke skal overholde bekendtgørelsen.

Det vil være mest hensigtsmæssigt,

- (i) at overgangsbestemmelsen i § 193, stk. 2, i lov om investeringsforeninger m.v. gengives i bekendtgørelsens § 19 for så vidt angår kapitalforeninger,
- (ii) at der for andre kapitalfonde overvejes, om en fælles ikrafttrædelse af krav efter juli 2014 giver mere mening, således at investorerne ikke kan blive mødt med forskellig dokumentation for samme type fonde frem til juli 2014.

Foreningen vil gerne opfordre til, at Finanstilsynet overvejer, hvordan oplysninger fra eksisterende ansøgninger kan genbruges i nye.

### **BEK-VII**

11. BEK-VII § 1, stk. 3 og stk. 4: Fondsmæglerforeningen noterer sig, at definitionen af de to typer investeringsfonde i BEK-VII § 1, stk. 3 og stk. 4 vil medføre, at alternative investeringsfonde, der investerer i unoterede værdipapirer og optioner i unoterede værdipapirer også bliver omfattet af de krav, som i dag stort set er gældende for specialforeninger og hedgeforeninger. Det finder foreningen er klart uhensigtsmæssigt, og foreningen anmoder Finanstilsynet om, at genoverveje om alle finansielle instrumenter bør omfattes i § 1, stk. 6, eller om investering i f.eks. unoterede værdipapirer kan udgå. I bemærkningerne nedenfor forudsættes dette. I modsat fald vil foreningen gerne have lov til at lave et supplerende hørings svar.

Fondsmæglerforeningen finder det også vigtigt, at en private equity fond, som investerer i unoterede værdipapirer, men som afhænder et unoteret værdipapir ved en IPO, ikke på noteringstidspunktet skifter karakter til en investeringsfond, der investerer i finansielle aktiver.

Dette passer i øvrigt også bedst med indholdet i BEK-VII, som passer bedre til fåmandsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger mv. men mindre godt til private equity. Flere af de dokumentationskrav, som stilles, korresponderer ikke med den - fyldige - dokumentation, som typisk udarbejdes for private equity fonde, og flere af de specifikke krav giver også mindre mening i private equity sammenhæng.

12. BEK-VII kap. 11 og §§29-30: I fortsættelse af bemærkninger under punkt 1.4 ovenfor, foreslår Fondsmæglerforeningen, at krav om CIID-lignende dokument i øvrigt overvejes nøje, og i hvert fald

ikke finder anvendelse for den type investeringsfonde, som er nævnt under punkt 4. Der henvises til bemærkningerne under punkt 4.

Fondsmæglerforeningen finder det dog positivt, at bekendtgørelsen følger CIID-forordningens krav til indhold og systematik med de nødvendige modifikationer i den danske terminologi pga. forordningens upræcise danske oversættelse. Foreningen finder det dog overordnet u hensigtsmæssigt, at Danmark på nuværende tidspunkt udvider anvendelsesområdet for danske særregler for forhold, som må forventes at blive omfattet af Kommissionens forslag til en forordning om dokumenter med central information til investeringsprodukter. Kommissionens forslag har en anden udformning, hvorfor de berørte FAIF'er to gange bliver berørt af administrative byrder i form af omstillingsomkostninger, foruden de løbende administrative omkostninger i perioden op til gennemførelsen af den foreslåede forordning.

13. BEK-VII § 1: Foreningen finder det afgørende, at investeringer foretaget af FAIF'en selv, managementteamet i FAIF'en, eller advisory board medlemmer, investeringskomitémedlemmer, partnere og medarbejdere (og tidligere medarbejdere hvis de har investeret i forbindelse med tidligere ansættelse) - uanset om det er i investeringsfonden eller en parallel fond – ikke omfattes af kravene om markedsføring til detailinvestorer. Det samme er tilfældet, hvis de pågældende investerer gennem et holdingselskab. Foreningen foreslår, at det præciseres i bekendtgørelsen, at markedsføring overfor denne gruppe af special investorer anses som markedsføring over for professionelle.
14. BEK-VII § 1: Fondsmæglerforeningen finder det også vigtigt, at en investeringsfond ikke kan ændre kategori efter BEK-VII, såfremt der undtagelsesvis sker overdragelse af andele i en investeringsfond, som investerer i unoterede værdipapirer, *efter tegningsperioden er udløbet* (dvs. salg på *secondary market*). Et sådan salg kan finde sted ved henvendelse til flere interesserede. I tilfælde af at den oprindelige investor er professionel investor, og køberen er detailinvestor, skal fonden ikke efterfølgende kunne gribes af krav for markedsføring til detailkunder. Foreningen foreslår, at det præciseres i bekendtgørelsen, at markedsføring i denne situation anses som markedsføring over for professionelle.
15. BEK-VII § 37 – overgangsregler: Der henvises til bemærkningerne ovenfor under punkt I.10. Foreningen foreslår, at bekendtgørelsen sættes i kraft pr. 22. juli 2014 for AIF'er ikke mindst af hensyn til investorerne

## II. Investorbeskyttelse – Udkast til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (BEK-IB)

### BEK-IB

16. BEK-IB generelt + § 1: Fondsmæglerforeningen finder, at de ændringer, der lægges op til i forhold til reglernes anvendelse på danske UCITS, investeringsforvaltningsselskaber og forvaltere af alternative investeringsfonde, er vidtgående. Generelt finder foreningen det betænkeligt, at tilsynet anvender regler for *værdipapirhandlere* (MiFID) på UCITS og FAIF'ere. Foreningen finder ikke, at FAIF'er bør reguleres som værdipapirhandlere. Foreningen så hellere, at tilsynet i stedet burde holde sig til henholdsvis UCITS IV og AIFMD – og i hvert fald ikke gå videre end UCITS IV. Foreningen finder, at implementering med det indhold udkastet har, vil være udtryk for såvel dobbeltregulering som gold-plating.
17. BEK-IB § 1: Overordnet finder Fondsmæglerforeningen, at det er en udfordring i forhold til BK-BI, at LAIF i et vist omfang ser AIF og FAIF under ét, og investorerne i AIF'en, som kunden. Den typiske aftalerelation i f.eks. en private equity fond, vil indebære en aftalerelation mellem AIF'en og FAIF'en, og kun en *indirekte* til investorerne, som står bag AIF'en. FAIF'en vil således typisk alene have en direkte aftalerelation med AIF'en. Der er uklart i forhold til flere af bestemmelserne i BEK-IB, om kunden er AIF'en eller investorerne bag. Såfremt kunden skal være investorerne bag, er ordlyden §§ 6, 7, 11, 12, 16, 18 og 21 ikke entydig og til dels misvisende. Foreningen foreslår en tekstmæssig opdeling.

18. BEK-IB § 1: Overordnet passer BEK-IB ganske dårligt på private equity fonde, både de der ikke udbydes til detailinvestorer, og de der gør. For de fonde som udbydes til professionelle investorer vil et dokument med væsentlig investorinformation langt fra være den relevante dokumentation i forbindelse med formidling/gennemførelse af handel. For private equity fonde som udbydes til detailinvestorer, giver en række af investorbeskyttelseskravene særlige udfordringer, da kravene ikke er tilpasset unoterede værdipapirer, se nedenfor.
19. BEK-IB § 5: Kravet om, at værdipapirhandlere skal handle redeligt og professionelt, er en implementering af MiFID art. 19 (1) og er bl.a. genstand for vejledninger på niveau 3. Ved en udvidelse af anvendelsesområdet til at omfatte personer, der ikke er værdipapirhandlere og dermed ikke genstand for reguleringen i MiFID, vil det være uklart, hvilke krav der præcist stilles til sådanne personer. UCITS og FAIF'er er allerede genstand for tilsvarende krav i henhold til lov om investeringsforeninger og lov om forvaltere af alternative investeringsfonde.
20. BEK-IB § 6: Der er tale om en bestemmelse med udspring i art. 29 i MiFIDs niveau 2-direktiv og vedrører et kundeforhold. I forhold til UCITS og FAIF'ere vil der være tale om investorer, som bliver beskyttet via andre regler med udspring i UCITS IV og AIFMD, herunder krav om prospekter, hvoraf vilkår fremgår, samt central/væsentlig investorinformation. Foreningen finder derfor, at udvidelsen vil derfor være gold-plating og det bør som minimum begrundes, hvorfor dette er nødvendigt.
21. BEK-IB § 7: Præmieringsreglerne kommer fra art. 26 i MiFIDs niveau 2-direktiv og finder anvendelse på værdipapirhandlers kundeforhold. Reglerne er efter ordlyden møntet på værdipapirhandler og ikke på administration/markedsføring af andele i UCITS eller AIF'er, se også pkt. 17 ovenfor. Betydningen bliver hermed uklar. En mere præcis formulering af regelgrundlaget kunne passende tage udgangspunkt i art. 29 i direktiv 2010/43/EU (niveau 2-direktiv under UCITS IV).
- For f.eks. private equity fonde giver § 7 yderligere udfordringer. Det er uklart, hvem FAIF'en ikke må modtage præmiering fra. FAIF'en skal kunne modtage beløb fra både (i) AIF'en (f.eks. management fee og carried interest) og (ii) investorerne bag (f.eks. ved claw back, carried interest regulering). Fondsmæglerforeningen foreslår, at ordlyden i § 7 tilpasses de konkrete forhold for private equity fonde.
22. BEK-IB kapitel 4: Foreningen finder, at der er tale om en væsentlig udvidelse i forhold til LAIF og i øvrigt gældende krav. Ved implementering i uændret form finder foreningen, at der vil være tale om gold-plating i forhold til UCITS IV.
23. BEK-IB § 9, stk. 1 og 2: Fondsmæglerforeningen finder, at disse bestemmelser savner mening for andre end værdipapirhandlere.
24. BEK-IB § 11, stk. 1, nr. 1-4 og 6, og § 12: Der er tale om forhold, som burde være tilstrækkeligt dækket ind ved anden information, f.eks. central/væsentlig investorinformation. § 12 giver efter foreningens opfattelse kun delvist mening for andre end værdipapirhandlere. Foreningen finder også i denne sammenhæng, at der er tale om overimplementering i forhold til UCITS IV.
25. BEK-IB § 15: Der henvises til bemærkninger ovenfor under punkt I.4 og I.12.
26. BEK-IB §§ 16 og 18: Disse bestemmelser er et godt eksempel på problemstillingen beskrevet i punkt 17 ovenfor. Foreningen finder det uklart, om en FAIF skal lave egnethedstest på hver investor i AIF'en? Foreningen finder, at en egnethedstest i relation til investeringer i UCITS eller AIF'er giver mindre mening.
27. BEK-IB § 21: Fondsmæglerforeningen finder ikke, at bestemmelserne kan anvendes hverken direkte eller indirekte på AIF'er. Der laves ikke afregningsnotaer til de enkelte investorer. I private equity fonde foretager FAIF'en på AIF'en vegne kapitalkald (Draw Downs), men der er ikke tale om en afregningsnota i forbindelse med den enkelte investering.

28. BEK-IB §§25-29: Foreningen finder, at bestemmelser ikke kan anvendes på FAIF'ens forhold, f.eks. fsva. ordredførelsespolitik, behandling af kundeordreaggregering af handler, allokering af handler og limiterede handler.
29. BEK-IBI § 33 – overgangsregler: Der henvises til bemærkningerne ovenfor under punkt I.10. Fondsmæglerforeningen foreslår, at bekendtgørelsen sættes i kraft pr. 22. juli 2014 for AIF'er ikke mindst af hensyn til investorerne

Fondsmæglerforeningen står til rådighed for en uddybning eller en nærmere drøftelse af bemærkningerne i høringssvaret.

Med venlig hilsen

**Den danske Fondsmæglerforening**



Lene Bech McCormick

Sekretariatschef