

**Rapport om fordele og ulemper ved at indføre  
alternativer til foreningsstrukturen på UCITS-  
området**

*Investeringsfunde og investeringsselskaber*

*maj 2011*

# Rapport om fordele og ulemper ved at indføre alternativer til foreningsstrukturen på UCITS-området

## Indholdsfortegnelse

Rapport om fordele og ulemper ved at indføre alternativer til foreningsstrukturen på UCITS-området .....	3
1. Indledning .....	3
2. Analyse af konkurrencevilkårene for UCITS fra Luxembourg og Irland.....	9
3. Hvordan forbedres de danske konkurrencevilkår .....	13
3.1. Mulighed for at tilbyde investorerne samme typer UCITS som i andre lande .....	14
3.2. Nye, fælles regler for investorbeskyttelse i UCITS IV-direktivet .....	15
3.3. Stordrift og enkel administration.....	15
4. Selskabsretlige muligheder for alternativer til investeringsforeninger.....	15
5. Model for investeringsfunde.....	16
5.1. Grundstruktur .....	16
5.2. Etablering .....	17
5.3. Vilkår (fundsbestemmelser) .....	18
5.4. Omstruktureringer herunder ”fusion” af investeringsfunde og udskiftning af investeringsforvaltningsselskabet.....	21
5.5. Dispositionsadgang .....	22
5.6. Ledelse .....	22
5.7. Afvikling .....	23
6. Model for et investeringsselskab .....	25
6.1. Grundstruktur .....	25
6.2. Etablering .....	26
6.3. Variabel kapital .....	28
6.4. Vilkår (vedtægter) .....	28
6.5. Ledelse .....	28
6.6. Delegation .....	29
6.7. Fusion og afvikling.....	29
7. Investorbeskyttelse .....	29
7.1. Central investorinformation og risikomærkning.....	31
7.2. God forretningsskik og klageadgang.....	32
7.3. Branchens egne standarder.....	33

7.4.	Transparens .....	33
7.5.	Prissammenligning .....	34
7.6.	Oplysning om omkostninger .....	35
7.7.	Investorbeskyttelsesreglerne ved pengeinstitutternes formidling af andele.....	37
7.8.	Håndtering af interessekonflikter .....	39
8.	Rammevilkår for investeringsforvaltningsselskabernes administration af alternative investeringsordninger .....	49
8.1.	Rolle- og opgavefordeling, når et investeringselskab har udpeget et investeringsforvaltningsselskab .....	49
8.2.	Investeringsforvaltningsselskabets muligheder for delegation .....	55
8.3.	Værnsregler .....	56
9.	Indplacering af investeringsfunde og investeringselskaber i det eksisterende skattesystem.....	57
9.1.	Principperne for beskatning af kollektive investeringer i værdipapirer .....	57
9.2.	Beskatning af investeringsfunde.....	59
9.3.	Beskatning af investorerne i en investeringsfond.....	59
9.4.	Beskatning ved ”fusion” af investeringsfunde .....	60
9.5.	Beskatning af de nye investeringselskaber .....	60
9.6.	Beskatning af investorerne i de nye investeringselskaber .....	61
9.7.	Beskatning ved fusion af de nye investeringselskaber.....	61

# Rapport om fordele og ulemper ved at indføre alternativer til foreningsstrukturen på UCITS-området

## 1. Indledning

### *Baggrund*

UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) er en lovreguleret opsparingsform baseret på regler om investorbeskyttelse. Reglerne er defineret i det europæiske UCITS-direktiv, der i sin første udgave trådte i kraft i 1985. UCITS er kollektive investeringsordninger, der modtager midler fra en videre kreds eller offentligheden. Midlerne skal under iagttagelse af et princip om risikospredning anbringes i værdipapirer eller i andre likvide finansielle instrumenter. UCITS er i Danmark kendt som investeringsforeninger.

Med direktiv 2009/65/EF (UCITS IV-direktivet), som skal være gennemført i EU's medlemslande den 1. juli 2011, skabes der et reelt indre marked for UCITS. Direktivet åbner blandt andet for administration af UCITS på tværs af landegrænserne. Det sker ved at give investeringsforvaltningsselskaberne<sup>1</sup> et EU-pas, så de fremover kan forvalte UCITS, som er etableret i andre lande. I dag kan selskaberne kun administrere UCITS fra deres eget land. UCITS IV-direktivet gør det lettere at markedsføre UCITS i andre EU-lande. Liberaliseringerne af markedet vil skærpe behovet for lige konkurrencevilkår i alle EU-medlemsstater.

Ønsket om at tilvejebringe muligheden for stordriftsfordele og effektivitetsgevinster er en væsentlig baggrund for at gennemføre UCITS IV-direktivet, jf. også de undersøgelser og vurderinger, som Kommissionen fik gennemført før direktivets tilblivelse. UCITS IV-direktivet fjerner barrierer for konkurrence mellem EU-landene.

Økonomi- og erhvervsministeren fremsatte den 23. februar 2011 Forslag til lov om investeringsforeninger m.v., som gennemfører UCITS-IV direktivet. Loven blev vedtaget den 28. april 2011. Danmark har gennemført de gældende UCITS-direktiver (UCITS I og III) således, at investeringsinstitutter omfattet af disse fællesskabsregler skal organiseres i foreningsform. Lov om investeringsforeninger m.v. ændrer ikke på dette.

Der har været nedsat en arbejdsgruppe med det formål at se på mulighederne for at forbedre de danske konkurrencevilkår i et liberaliseret europæisk marked. Finanstilsynet har varetaget formandskabet og sekretariatet for arbejdsgruppen.

### *Arbejdsgruppens sammensætning*

Følgende personer har deltaget i arbejdsgruppen:

Klaus Struwe, Dansk Aktionærforening

Anita Nedergaard, Danske Bank A/S

Helle Jahn, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

Jes Hartmann, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

Anja Lamp Sørensen, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

Søren Gade, Finansrådet

Christine Habel, Finansrådet

---

<sup>1</sup> Investeringsforvaltningsselskab er det danske navn for et administrationsselskab omfattet af UCITS IV-direktivet

Carsten Holdum, Forbrugerrådet  
Jens Jørgen Holm Møller, InvesteringsForeningsRådet  
Lotte Pia Møllerup, InvesteringsForeningsRådet  
Karen Leth Jensen, InvesteringsForeningsRådet  
Tage Fabrin-Brasted, Nykredit Portefølje Administration A/S  
Finn Kjærgård, Danske Invest Management A/S  
Ulrik Løgtholdt Poulsen, Danmarks Nationalbank  
Jacob Astrup, Nykredit Bank A/S  
Elsebeth Holm Damgaard, Skatteministeriet  
Cécile Nielsen, Økonomi- og Erhvervsministeriet  
Kristian Bo Nielsen, Økonomi- og Erhvervsministeriet  
Julie Galbo, Finanstilsynet, (formand)  
Anne Marie Pico, Finanstilsynet  
Annette Bjaaland Andersen, Finanstilsynet  
Marianne Knudsen, Finanstilsynet  
Martin Schultz, Finanstilsynet

### ***Arbejdsgruppens kommissorium***

Kommissorium for arbejdsgruppen er følgende:

#### ***”Baggrund***

*Økonomi- og erhvervsministeren fremsætter i begyndelsen af 2011 et forslag til lov om investeringsforeninger m.v., som gennemfører direktiv 2009/65/EF (UCITS IV direktivet).*

*Danmark har gennemført de gældende UCITS direktiver (UCITS I og III) således at investeringsinstitutter omfattet af disse fællesskabsregler skal organiseres i foreningsform. Foreningsformen er den danske fortolkning af fællesskabsreglernes mulighed for at etablere investeringselskaber. Lovforslaget ændrer ikke på dette. Det bemærkes, at det siden det første UCITS direktiv (UCITS I) fra 1985 endvidere har været muligt for investeringsinstitutter at organisere sig som fonde<sup>2</sup> eller trusts. Der er på nuværende tidspunkt ikke skabt hjemmel her til i dansk ret.*

*I forbindelse med at lovforslaget har været i høring, har Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet opfordret til, at der skabes hjemmel til at etablere alternativer til investeringsforeninger med hjemmel i UCITS direktivet.*

*Både Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet har i forbindelse med høringen anført, at den danske foreningsmodel er udformet på en måde, der vil give problemer, når UCITS IV-direktivet bliver implementeret, idet direktivet har til formål at fremme konkurrencen mellem EU-landene. De to organisationer lægger vægt på, at danske investorer også fremover bør have adgang til at købe konkurrencedygtige investeringsordninger under dansk tilsyn. Dette sikres bedst, hvis dansk lovgivning giver adgang til at bruge flere af direktivets UCITS ordninger end i dag, da disse bl.a. bygger på det høje niveau for investorbeskyttelse, som er fastlagt i direktivet. Organisationerne ønsker i den forbindelse, at det belyses, om etablering af nye UCITS ordninger kræver en tilpasning af de danske skatteregler. De to organisationers mål er at kunne betjene både danske og udenlandske investorer ved hjælp af dansk produce-*

---

<sup>2</sup> Begrebet ”fonde” adskiller sig fra de fondsbegreber, man allerede i dag kender i danske ret, herunder ”erhvervsdrivende fonde” og ”almennyttige fonde”.

rede UCITS, som både er konkurrencedygtige og kan tilbyde direktivets høje niveau for investorbekyttelse.

På basis af de to organisationers udmelding er det besluttet at nedsætte en arbejdsgruppe, der skal se på de af organisationerne rejste forslag.

Hvis arbejdsgruppen finder det hensigtsmæssigt at indføre alternativer til den nuværende foreningsstruktur, og det efter en politisk vurdering skønnes formålstjenligt, skal gruppen udarbejde forslag til regler herom.

Arbejdsgruppen skal ikke komme med forslag til ændring i den nuværende foreningsstruktur.

Organisationernes ønsker forudsætter, at man inddrager selskabsretlige, skatteretlige og investorerrelaterede overvejelser i arbejdet. På den baggrund nedsættes en arbejdsgruppe med repræsentanter fra Dansk Aktionærforening, Danmarks Nationalbank, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Finansrådet, Forbrugerrådet, InvesteringsForeningsRådet, Skatteministeriet og Økonomi- og Erhvervsministeriet. Finanstilsynet varetager formandskabet og sekretariat for arbejdsgruppen.

Finder arbejdsgruppen, at der skal udarbejdes et lovforslag om alternativer til den nuværende foreningsstruktur, stiles der mod, at et sådant lovforslag kan fremsættes til oktober 2011. Det medfører, at der skal foreligge et færdigt udkast til et sådant lovforslag allerede i starten af april 2011.

#### **Arbejdsgruppens opgaver**

Arbejdsgruppen skal udrede fordele og ulemper ved at indføre en eller flere UCITS ordninger som alternativer til den nuværende foreningsstruktur. Gruppen skal således redegøre for fordele og ulemper ved at indføre både "investeringsfonde" og "investeringselskaber". Det vil sige forslag til alternativer, som enten kan være selvstændige juridiske eller selvstændige økonomiske enheder.

Arbejdsgruppen skal herunder redegøre for:

1. En model for en investeringsfond, som er en selvstændig økonomisk og regnskabsmæssig enhed. Gruppen skal klarlægge, hvordan en sådan kan etableres og drives. Herunder hvorledes investeringsfondens formue tilvejebringes gennem indskud fra investorer. Det skal overvejes, om en sådan investeringsfond kan bestå af flere underfonde.
2. En model for et investeringselskab, som er en selvstændig juridisk enhed. Gruppen skal klarlægge, hvorledes en sådan kan etableres og drives. Herunder hvorledes investeringselskabets formue tilvejebringes gennem indskud fra investorer. Et sådant investeringselskab kan bestå af en eller flere afdelinger.
3. Gruppen skal komme med forslag til de rammevilkår, der skal gælde for investeringsforvaltningsselskabernes administration af alternative investeringsordninger i overensstemmelse med UCITS direktivets regler.

4. Gruppen skal kortlægge, hvad der skal til for, at de to selskabsretlige muligheder bliver tilgængelige for UCITS. For så vidt angår non-UCITS, der bliver omfattet af AIFM-direktivet, vil det blive afklaret i regi af et andet arbejde, hvilke regler der skal gælde for non-UCITS.
5. Gruppen skal beskrive, hvordan de mulige nye UCITS ordninger kan indplaceres i det eksisterende skattesystem.
6. Gruppen skal i øvrigt beskrive de relevante problemstillinger, som bør løses for at fremme brugen af dansk producerede UCITS til både danske og udenlandske investorer.

*I redegørelsen for den enkelte alternative investeringsordning skal der indgå en beskrivelse af følgende elementer:*

- Grundstruktur
- Etablering
- Vilkår
- Dispositionsadgang
- Ledelse
- Identifikation af interessekonflikter
- Imødegåelse af interessekonflikter
- Investorbekyttelse
- God forretningsskik
- Transparens
- Afvikling”

### ***Udvalgets arbejde***

Arbejdsgruppen påbegyndte sit arbejde den 26. november 2010. Der har været afholdt i alt tre møder. Arbejdsgruppen afsluttede sit arbejde den 26. april 2011 med nærværende rapport. Rapporten er afgivet af en enig arbejdsgruppe.

### ***Overblik over rapportens hovedpunkter og forslag***

#### ***Kapitel 2***

Rapporten analyserer i kapitel 2 konkurrencevilkårene for UCITS i Luxembourg og Irland. Vilkårene for UCITS i disse to lande er valgt, fordi de dels har flere typer UCITS end Danmark, der alene har investeringsforeninger, dels er hjemsted for en række UCITS, der markedsføres i andre lande og har opnået en andel på 43 % af det europæiske marked.

#### ***Kapitel 3***

Kapitel 3 har til formål at give et overblik over mulighederne for at forbedre konkurrencevilkårene, skabe stordriftsfordele og en enklere administration for den danske investeringsforvaltningsbranche ved at give mulighed for at etablere andre former for UCITS end investeringsforeninger. Det vil give branchen mulighed for i Danmark at etablere UCITS, i stedet for at etablere og administrere dem i andre EU-lande - særligt i Luxembourg og Irland. Grundlaget for de nye typer UCITS er UCITS-direktivets regler, herunder de nye investorbekyttelsesregler.

#### *Kapitel 4*

Kapitel 4 nævner UCITS-direktivets tre modeller for UCITS. Direktivet skelner mellem investeringsfonde, der er en slags puljer, investeringselskaber med variabel kapital og unit trusts. Unit trusts er ikke interessante i en dansk sammenhæng.

#### *Kapitel 5*

I kapitel 5 beskrives en model for investeringsfunde ("funde" er anvendt for at undgå forveksling med "fonde", der er juridiske personer). Investeringsfunde er ikke juridiske personer, afholder ikke generalforsamling og har ikke deres egen ledelse. Der foreslås i overensstemmelse med UCITS-direktivet ikke bestemmelser om, at de skal have en minimumskapital eller – formue. Det er investeringsforvaltningsselskabernes bestyrelse og direktion, der træffer ledelsesmæssige beslutninger vedrørende investeringsfunde. Det er bestyrelsen, der træffer beslutning om ændring af investeringsfundens fondsregler. Ændringer skal godkendes af Finanstilsynet.

#### *Kapitel 6*

Kapitel 6 beskriver en model for et investeringselskab med variabel kapital. Selskabet ligner "SICAVs", der er en model for UCITS, der benyttes i blandt andet Luxembourg og Frankrig. Investeringselskabet skal have en bestyrelse, der udpeger et investeringsforvaltningsselskab, som får flere opgaver, end investeringsforvaltningsselskaber har i forhold til investeringsforeninger. Der foreslås i overensstemmelse med UCITS-direktivet ikke bestemmelser om, at de skal have en minimumskapital. Kapitlet beskriver også registreringen i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

#### *Kapitel 7*

Kapitel 7 beskriver investorbeskyttelsesreglerne i UCITS-direktivet og de relevante regler i MiFID-direktivet, herunder

- Central investorinformation
- God forretningsskik og klageadgang
- Branchens egne standarder i form af Fund Governance-regler
- Transparens
- Prissammenligning på baggrund af branchens officielle afkaststatistikker
- Oplysning om omkostninger i form af det fælleseuropæiske TER og det danske ÅOP
- Investorbeskyttelsesregler ved pengeinstitutternes formidling af andele, herunder
  - Investeringsrådgivning og egnethedsvurdering
  - Hensigtsmæssighedstest
  - Execution only
  - Best execution
- Håndtering af interessekonflikter
  - Generelt om håndtering af interessekonflikter i den finansielle sektor
  - Håndtering af interessekonflikter i UCITS I og III-direktiverne
  - Fremtidig håndtering af interessekonflikter i UCITS IV-direktivet
  - Den generelle imødegåelse og håndtering af interessekonflikter



### *Kapitel 8*

Kapitel 8 beskriver, hvordan rammevilkårene for administration af investeringsselskaber med variabel kapital kan være, når selskabets bestyrelse udpeger et investeringsforvaltningsselskab efter UCITS-direktivets model i modsætning til investeringsforeninger, hvis bestyrelse delegerer den daglige ledelse til et investeringsforvaltningsselskab og selv bevarer en væsentlig del af ledelsen. Efter forslaget giver investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse investeringsforvaltningsselskabet flere beføjelser, end investeringsforvaltningsselskaberne har i dag. Dermed har investeringsselskabets bestyrelse ikke den samme indflydelse på den daglige administration, men stadig indflydelse på resultatet heraf.

### *Kapitel 9*

Kapitel 9 beskriver, hvordan investeringsfunde og investeringsselskaber med variabel kapital og deres investorer bliver behandlet efter de gældende skatteregler.

### ***Sammenfatning***

Dette er en sammenfatning af rapporten med særligt fokus på de forbrugerpolitiske synsvinkler i forhold til danske investorer, jf. den uddybende beskrivelse i kapitel 7 om investorbeskyttelse. Den øvrige del af rapporten er sammenfattet i ovennævnte beskrivelse af de enkelte kapitler.

I dag har flere end 800.000 danskere placeret væsentlige dele af deres opsparing i investeringsforeninger ledet af foreningernes generalforsamlingsvalgte bestyrelse.

Med forslaget vil der som et alternativ til de nuværende investeringsforeninger blive skabt mulighed for, at den fremtidige opsparing kan blive placeret i investeringsfunde og investeringsselskaber med variabel kapital.

InvesteringsForeningsRådets vurdering er, at investeringsforeninger er vel indarbejdede på det danske marked. Det giver dem en fordel. Ideen med alternativer til investeringsforeninger er et ønske om at have alle muligheder for at kunne tilbyde den type UCITS, som er mest konkurrencedygtige i relation til investorerne på et givet marked, og som investorerne foretrækker. Det gælder således også i Danmark.

Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet er åbne over for etablering af UCITS som investeringsfunde og investeringsselskaber i Danmark, men det må ikke ske på bekostning af forbrugerbeskyttelsen.

Dansk Aktionær forening og Forbrugerrådet lægger vægt på, at de nye UCITS-modeller får den samme åbenhed omkring forandringer i rammerne for den enkelte investeringsfund eller det enkelte investeringsselskab med variabel kapital, som man kender i dag, hvor forslag skal frem på en investeringsforenings generalforsamling.

Endvidere er det Dansk Aktionær Forenings og Forbrugerrådets vurdering, at de private investors fordele ved de foreslåede ændringer vil være betingede af, at ændringerne fører til en mere fri og stærkere konkurrence, der ikke blot vil føre til større indtjening i de finansielle virksomheder, men også til at forbrugerne får et friere valg mellem bedre produkter med lavere omkostninger og skarpere handelskurser.

InvesteringsForeningsRådet lægger ligesom Forbrugerrådet og Dansk Aktionærforening vægt på, at alternativerne til investeringsforeninger skal kunne tilbyde investorerne den samme forbrugerbeskyttelse og den samme åbenhed, som investeringsforeningerne har. Disse hensyn er indbygget i UCITS-direktivet, og direktivets formål er i øvrigt at skabe mere konkurrence.

InvesteringsForeningsRådet og Finansrådet vil i samarbejde med Forbrugerrådet, Dansk Aktionærforening og Finanstilsynet undersøge mulighederne for at udarbejde ét formuevægtet, samlet omkostningsnøgletal ved individuelt udarbejdede investeringsanbefalinger vedrørende UCITS. Nøgletallet vil kunne indgå aktivt i rådgivningen.

Der er enighed i arbejdsgruppen om, at det er vigtigt, at der skabes gennemsigtighed omkring omkostningsstrukturen. Derfor vil branchen overveje, hvordan omkostningsnøgletal kan anvendes for at sikre større og mere ensartet prisgennemsigtighed for de forskellige produkter.

Branchen vil endvidere i samarbejde med Forbrugerrådet, Dansk Aktionærforening og Finanstilsynet undersøge mulighederne for at udarbejde ét formuevægtet, samlet omkostningsnøgletal for standardiserede porteføljeplejeprodukter, som baserer sig på en kurv af danske og/eller udenlandske UCITS.

Samlet set vurderes det, at der ved at åbne op for muligheden for alternative strukturer skabes mere lige konkurrence. Det bemærkes samtidig, at UCITS-direktivets alternative strukturer sigter mod samme investorbekskyttelse og samme åbenhed som ved investeringsforeningsstrukturen.

### *Det videre arbejde*

Der er igangsat et arbejde med at udarbejde et udkast til et lovforslag.

## **2. Analyse af konkurrencevilkårene for UCITS fra Luxembourg og Irland**

UCITS er en lovreguleret opsparingsform baseret på regler om investorbekskyttelse. Opsparingen skal anbringes i omsættelige værdipapirer, og fordelene knytter sig direkte til direktivets krav, som er beskrevet nærmere i rapportens kapitel 7. UCITS kan kort beskrives således:

- Pleje af investeringerne skal foregå på vegne af investorerne og alene i deres interesse
- Opbevaring af værdipapirer m.v. i et depotselskab er adskilt fra porteføljeforvaltningen og administrationen
- Enhver UCITS skal investere ud fra et princip om risikospredning
- Alle investorer skal behandles lige
- Investorerne har til enhver tid krav på at få værdien af deres investering udbetalt
- De nationale tilsynsmyndigheder fører løbende tilsyn og kontrol med UCITS
- Alle UCITS skal udarbejde årsrapporter, halvårsrapporter, tegningsprospekter og central investorinformation
- Central investorinformation giver overblik til investorerne på en ensartet og let tilgængelig måde

Lovreguleringen betyder, at UCITS er en langsigtet opsparingsform for europæiske investorer. Kollektiv investering giver de private investorer adgang til professionel forvaltning af de-

res investeringer, hvilket normalt kun er muligt for institutionelle investorer, der investerer langt større beløb. Desuden får investorerne adgang til at investere på værdipapirmarkeder i hele verden.

En ulempe ved UCITS knytter sig til, at investorerne betaler en pris for at få adgang til kollektiv forvaltning af deres investeringer. Ligesom det gælder for den direkte investering i værdipapirer, er UCITS mindre velegnede for investorer med helt kortsigtet opsparing.

De omtalte fordele ved UCITS, som i vid udstrækning er en følge af de hidtidige UCITS-direktiver, har i vidt omfang bidraget til udviklingen af den europæiske UCITS branche og dens succes. Markedet for kollektive investeringsordninger i EU har således et stort omfang, idet de europæiske administrationselskaber forvalter en samlet formue på ca. 7.500 mia. €, svarende til 55 pct. af EU's BNP, hvilket understreger betydningen af markedet for kollektive investeringsordninger. Alene UCITS-segmentet udgør ca. 5600 mia. €, dvs. lige under 75 pct. af de samlede investerede aktiver i de kollektive investeringsordninger, som ofte benævnes fondsmarkedet.<sup>3</sup>

Blandt EU-landene er særligt Luxembourg og Irland hjemsted for UCITS (og non-UCITS). Luxembourg er registreret hjemsted for UCITS med over 1700 mia. € under forvaltning svarende til ca. 31 pct. af det samlede EU-marked. Irland er hjemsted for UCITS med en formue på knap 700 mia. € svarende til 12 pct. af EU-markedet. I begge lande er distributionen til hjemmemarkedet begrænset og langt hovedparten af UCITS fra Luxembourg og Irland afsættes i andre EU-lande og 3. lande.

Til sammenligning forvalter de danske investeringsforeninger 120 mia. € pr. 30. juni 2010.

---

<sup>3</sup>The European Fund and Asset Management Association (EFAMA).

Tabel 1: Fordeling af investeringsforvaltning i europæiske lande pr. 30. juni 2010

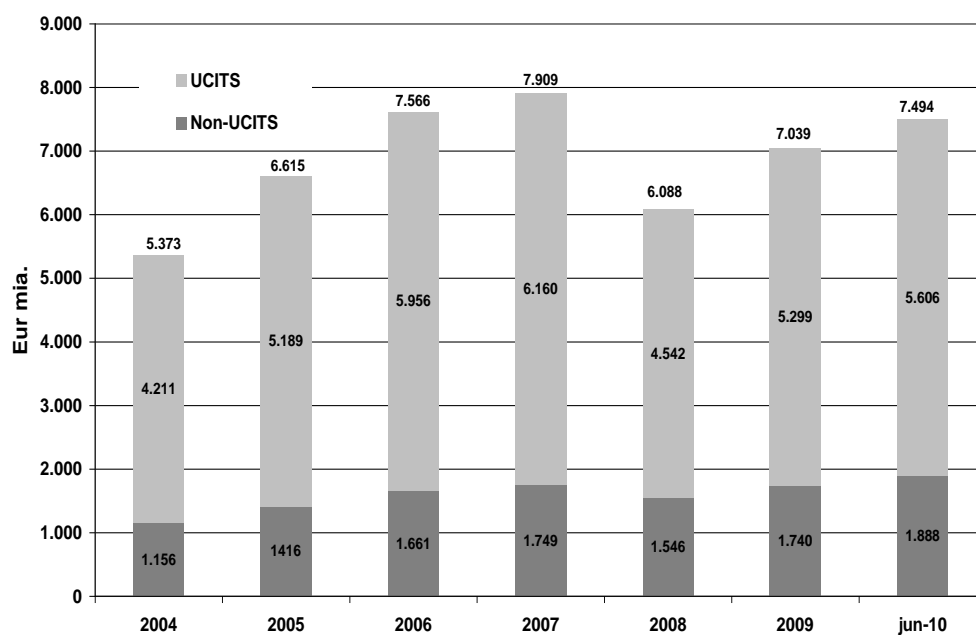
**Fordeling af investeringsforvaltning i UCITS ordninger i europæiske lande**

Status 30-06-2010

Lande	EUR mia.	Andel
Belgien	86,6	1,5%
<b>Danmark</b>	<b>62,6</b>	<b>1,1%</b>
Finland	49,5	0,9%
Frankrig	1.211,4	21,6%
Holland	67,7	1,2%
<b>Irland</b>	<b>682,4</b>	<b>12,2%</b>
Italien	183,9	3,3%
<b>Luxembourg</b>	<b>1.723,5</b>	<b>30,7%</b>
Norge	50,9	0,9%
Spanien	172,2	3,1%
Sverige	135,3	2,4%
Schweiz	182,1	3,2%
Storbritannien	590,9	10,5%
Tyskland	228,1	4,1%
Østrig	84,8	1,5%
<b>Udvalgte lande i alt</b>	<b>5.512,5</b>	<b>98,2%</b>
<b>Alle europæiske lande</b>	<b>5.605,9</b>	<b>100%</b>

Tabel 2: Nettoaktiver i europæiske investeringsfonde i perioden 2004-2010

Nettoaktiver i europæiske investeringsfonde



Der er flere grunde til, at Luxembourg og Irland er førende på området, således at disse to lande er hjemsted for flere UCITS og andre investeringsfonde, end det antal og volumen, der svarer til deres hjemmemarkeder. Følgende faktorer er de væsentligste:

- **Nye EU-regler og nye tiltag** – Landene har effektive og transparente godkendelsesprocesser. Desuden findes en omfattende regulering af alternative investeringsinstitutter (non-UCITS), fund of funds, ejendomsfonde og private equityfonde
- **Erfaring og ekspertise** – Landene har gennem en mangeårig periode erfaring og ekspertise for så vidt angår etablering og administration af forskellige typer og strukturer af investeringsinstitutter. Landene har et konkurrencedygtigt marked for udbydere af administrationsydelser, depotselskaber mv.
- **Skattevilkår** – En entydig skattemæssig behandling af regulerede investeringsfonde og investeringsselskaber

I Luxembourg kan en UCITS blandt andet oprettes som en investeringsfond kaldt FCP (Fonds Commun de Placement), der ikke er en selvstændig juridisk person, og den skal derfor administreres af et administrationsselskab. For FCP'en agerer administrationsselskabet i eget navn, men for FCP'ens regning.

Derudover kan en UCITS oprettes som et investeringsselskab kaldet SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable), der enten kan udpege et administrationsselskab eller være "self-managed". En SICAV er et selskab med variabel kapital med selvstændig bestyrelse. Begge de nævnte typer kan etableres enten som en enkelt fond eller som "umbrella fund" bestående af flere sub-funds med forskellig investeringspolitik<sup>4</sup>.

I Irland er der endnu flere muligheder for at vælge mellem en række forskellige UCITS-strukturer. Det er således muligt at oprette UCITS i form af en unit trust med et udpeget administrationsselskab, et investeringsselskab ("investment company with variable capital") med et udpeget administrationsselskab, et investeringsselskab uden administrationsselskab (selvadministrerende) samt som en CCF (Common Contractual Fund) med et udpeget administrationsselskab.

Ifølge både den luxembourgske og irske lovgivning om outsourcing er det muligt for administrationsselskaber og selvadministrerende UCITS at outsource de enkelte delydelser. Dette har skabt en stor industri for udbydere af ydelser som fx. fundadministration, domiciliation (selskabsadministration og bestyrelsessupport), securities lending, compliance monitoring, rapportering og transfer agentydelser, der kan indkøbes til konkurrencedygtige priser. Administrationsselskaber og selvadministrerende UCITS har dermed mulighed for at tilrettelægge deres forretning ud fra, hvad der anses for at være mest konkurrencedygtigt, ligesom nye administrationsselskaber og selvadministrerende UCITS har let ved at komme ind på markedet. Desuden er der i landene opbygget kompetencer til at håndtere grænseoverskridende aktiviteter, herunder viden om, på hvilke vilkår UCITS kan markedsføres i EU's medlemslande.

---

<sup>4</sup> I Danmark svarer dette til afdelinger i investeringsforeninger.

En luxembourgsk SICAVs bestyrelse kan vælge at udpege et administrationselskab, hvor med bestyrelsen kan overlade de fleste funktioner til dette selskab uden løbende at skulle tage beslutninger vedrørende funktioner, der varetages af selskabet. Dette gælder også, selvom bestyrelsen i en SICAV fortsat har ansvaret for alle SICAVens funktioner. Der vil således ikke være krav om egentlig varetagelse af driftsopgaver i SICAVen, og bestyrelsen kan overlade varetagelsen af de øvrige opgaver til administrationselskabet.

Ved denne konstruktion skal bestyrelsen som udgangspunkt godkende årsrapporten, prospekter, fastsætte investeringsrammer og vurdere resultatet samt udpege et depotselskab og løbende træffe beslutninger angående depotselskabsfunktionen.

De formelle krav til beslutningsprocedurerne i forbindelse med arbejdet i en SICAVs bestyrelse er fleksible. Eksempelvis vil nødvendige beslutninger kunne træffes, uden at der afholdes fysiske møder. Dette kan fx ske elektronisk eller ved skriftlig procedure. Det er således i princippet ikke nødvendigt at afholde egentlige bestyrelsesmøder med fysisk tilstedeværelse i Luxembourg.

### **3. Hvordan forbedres de danske konkurrencevilkår**

I dag er det europæiske marked for UCITS præget af, at de 27 EU-lande har implementeret UCITS-direktivet forskelligt og derfor har forskellig lovgivning på området. Dette er baggrunden for, at EU har vedtaget UCITS IV-direktivet, som er en ny ”grundlov” for europæiske UCITS.

Ambitionen med UCITS IV-direktivet er at fjerne barrierer for konkurrence mellem EU-landene. Hensigten er at styrke konkurrencen og derved understøtte, at omkostningerne holdes på et konkurrencedygtigt niveau. UCITS IV-direktivet skal sikre et reelt indre marked på området, og i den forbindelse introducerer det en række supplerende regler for at forbedre beskyttelsen af investorerne.

En gennemførelse af UCITS IV-direktivet, som vil føre til en liberalisering af markedet, vil skærpe behovet for lige konkurrencevilkår i alle EU-medlemsstater. Der er derfor behov for, at se på konkurrencevilkårene også i Danmark. I den forbindelse er det relevant at overveje:

- At give danske udbydere af UCITS mulighed for at tilbyde investorerne de samme typer UCITS, som udbydere af UCITS i andre lande har mulighed for at udbyde
- At lade regler for investorbeskyttelse tage udgangspunkt i de nye fælles regler, som er vedtaget i UCITS IV-direktivet
- At ændre reglerne i den finansielle lovgivning, så de i højere grad understøtter mulighederne for stordrift og mere enkel administration, se pkt. 3.3

Ændringerne vil give danske udbydere af UCITS mulighed for at hjemtage administration af UCITS, som i dag ligger i udlandet og vælge at igangsætte eller forøge deres eksport (salg eller formidling) af dansk administrerede UCITS til udenlandske investorer.

Kapitlets formål er at skabe overblik over, hvordan man kan forbedre de danske konkurrencevilkår.

### **3.1. Mulighed for at tilbyde investorerne samme typer UCITS som i andre lande**

Ifølge direktivet kan UCITS etableres som investeringsselskaber, der er særskilte, juridiske enheder, som investeringsfonde, der er selvstændige økonomiske og regnskabsmæssige enheder eller som unit trusts. Direktivet stiller en række fælles krav til alle tre typer UCITS, og niveauet for investorbekyttelse er det samme for alle tre typer.

De gældende danske regler betyder, at UCITS skal organiseres i foreningsform, dvs. som investeringsforeninger.

Investeringsforeninger har rødder tilbage til 1928, men foreningsformen blev først taget i brug i 1956. Investeringsforeninger har deres udspring i den danske tradition med brug af foreninger i mange forskellige forhold, fx brugsforeninger, andelsforeninger osv., der tillige var skattefrie under visse forudsætninger. Baggrunden for, at man i Danmark valgte foreningsformen var således også, at denne form for kollektive investeringer allerede blev benyttet, da det første UCITS-direktiv blev vedtaget. Det var derfor logisk at vælge foreningsformen som juridisk konstruktion til UCITS, idet den var kendt og derudover havde økonomiske fordele. I 1985, da UCITS-direktivet skulle implementeres, valgte man at holde fast i den eksisterende foreningsmodel.

Bilag 3 viser, at 17 ud af 26 undersøgte EU-lande har regler for både investeringsselskaber og investeringsfonde, og kun i 8 lande kan investorerne ikke investere i mere end en type UCITS. Uanset om et land vælger at indføre investeringsfonde, investeringsselskaber eller begge dele, skal det gennemføre UCITS IV-direktivets investorbekyttelsesregler. De enkelte lande kan selv vælge den eller de modeller, det ønsker, men er efter direktivet forpligtet til at indføre en af dem.

Investorerne behov og præferencer afgør, hvilken type UCITS, der anvendes på de forskellige markeder. I nogle lande er private investorer vant til at blive præsenteret for fonde, mens investorerne i andre lande typisk bliver præsenteret for investeringsselskaber. Endvidere kan der være forskelle mellem institutionelle og private investorers præferencer.

Når den danske implementering af UCITS IV-direktivet træder i kraft den 1. juli 2011, vil et dansk investeringsforvaltningsselskab kunne forvalte både investeringsselskaber, investeringsfonde og unit trusts, der er etableret i andre EU-lande.

Hvis det bliver muligt at etablere forskellige typer UCITS i Danmark, vil danske investeringsforvaltningsselskaber kunne tage del i konkurrencen om den europæiske opsparing ved hjælp af danske UCITS, fordi de vil kunne betjene danske og udenlandske investorer med den type UCITS, de foretrækker. På den måde kan den danske branche udnytte den gode danske infrastruktur, jf. kapitel 7.4., der er opbygget gennem en årrække. Desuden vil mindre danske investeringsforvaltningsselskaber, der alene administrerer UCITS i Danmark, kunne tage del i konkurrencen om danske investorer, som ønsker de nye typer UCITS. Endelig vil det ved fusion være muligt at hjemtage de UCITS, som i dag er etableret i udlandet, uden at investorerne oplever ændringer.

### **3.2. Nye, fælles regler for investorbeskyttelse i UCITS IV-direktivet**

Uanset om UCITS etableres som investeringsselskaber eller investeringsfonde, skal UCITS IV-direktivet overholdes. Direktivet sætter fx rammerne for investeringerne, ligesom investorbeskyttelsen er fastlagt i direktivet og er den samme for de forskellige typer UCITS, hvorfor investorer ikke vil opleve forskelle på dette afgørende område.

Et hovedelement i UCITS IV-direktivet er investorbeskyttelse. UCITS, som udbydes i overensstemmelse med disse regler, har en investorbeskyttelse, der er baseret på grundprincipper, som er nærmere beskrevet i kapitel 7.

De tidligere UCITS-direktiver indeholdt en pligt til at identificere og søge at undgå interessekonflikter, og hvis de ikke kunne undgås, en pligt til at håndtere dem effektivt. Men der har ikke været en detaljeret beskrivelse af, hvordan de enkelte EU-lande skulle gennemføre reglerne. Det har medført, at der i dag findes forskellige og rent nationale løsninger i alle EU-landene.

Noget nyt ved UCITS IV-direktivet er, at det indeholder mere detaljerede fælles regler i EU for håndtering af interessekonflikter. Der stilles blandt andet en række specifikke krav og dermed bliver der fælles standarder på området i hele EU.

De kommende regler for håndtering af interessekonflikter vil være med til at sikre en højere investorbeskyttelse. Det er i den forbindelse væsentligt, at reglerne implementeres, så det bliver både effektivt og operationelt i praksis.

### **3.3. Stordrift og enkel administration**

I en skærpet konkurrencesituation er det væsentligt at fremme en mere effektiv drift af UCITS og derved skabe mulighed for stordriftsfordele. Dette vil efter InvesteringsForeningsRådets og Finansrådets vurdering blandt andet kunne opnås, hvis finansielle koncerner får et forretningsmæssigt incitament til at samle deres investeringsforvaltning i en fælles enhed, jf. kapitel 8.3.

Derudover giver UCITS IV-direktivet de finansielle koncerner mulighed for inden for visse rammer at indrette deres virksomhed med en omkostningsbesparende fordeling af opgaverne mellem de involverede parter. Der henvises til kapitel 8.1. og 8.2. for en uddybning af emnet.

## **4. Selskabsretlige muligheder for alternativer til investeringsforeninger**

UCITS IV-direktivet indeholder tre muligheder for at etablere kollektive investeringsordninger:

- Investeringsselskaber
- Investeringsfonde
- Unit trusts

I Danmark vil unit trusts ikke kunne finde anvendelse som et alternativ til investeringsforeninger. Formen adskiller sig væsentligt fra strukturer kendt i dansk retstradition og unit trusts er primært medtaget i direktivet for at sikre, at den angelsaksiske model for kollektive investe-



ringsordninger kan fortsætte med hjemmel i direktivet. Modellen benyttes – bortset fra i Litauen og på Cypern – ikke uden for common law-landene<sup>5</sup>. Unit trusts er ikke interessante at implementere i Danmark, da de helt grundlæggende forudsætter et andet retssystem.

Det er derfor alene de to modeller for henholdsvis investeringsfonde og for investeringselskaber med variabel kapital, der er beskrevet i rapportens to følgende kapitler. Modeller for investeringsfonde i Danmark vil være en nyskabelse i dansk ret, hvorfor professor Jan Schans Christensen på InvesteringsForeningsRådets anmodning har udarbejdet et resposum om, hvorledes en investeringsfond vil kunne implementeres i dansk ret. Hans forslag er gennemgået i kapitel 5. Der henvises i denne sammenhæng også til bilag 1 og 2, der gengiver Jan Schans Christensens redegørelser af henholdsvis 17. december 2010 og 7. januar 2011 i deres helhed.

Den 1. juli 2011 træder nye regler om grænseoverskridende virksomhed på UCITS området i kraft i Danmark. Reglerne medfører, at danske investorer får lettere adgang til at investere i investeringselskaber og investeringsfonde etableret i de andre EU-medlemsstater. Disse investeringsprodukter kan ikke etableres i Danmark i dag. På den baggrund er det fornuftigt, at mulighederne udvides, så danske investorer både kan investere i udenlandske og i danske investeringselskaber og investeringsfonde.

InvesteringsForeningsRådets og Finansrådets har i bilag 4 til rapporten foretaget en vurdering af synergier og potentiale ved ændrede rammevilkår i Danmark. Det bemærkes, at der ikke ligger nogen kvalificerede analyser til grund for vurderingerne.

## **5. Model for investeringsfunde**

### **5.1. Grundstruktur**

Ifølge UCITS IV-direktivets artikel 5, stk. 2, kan investeringsfonde (herefter benævnt som ”funde” for at undgå forveksling med andre fonde) etableres af et investeringsforvaltningsselskab med Finanstilsynets godkendelse. Til forskel fra investeringsforeninger er investeringsfunde ikke selvstændige juridiske personer.

I henhold til UCITS IV-direktivet er der tale om et investeringsinstitut oprettet ”i henhold til aftale”, jf. direktivets artikel 1, stk. 3. Funden kan ikke påtage sig forpligtelser og har ikke selvstændig retsevne. Investeringsfunden er dog en selvstændig økonomisk og regnskabsmæssig enhed. Den kan betragtes som en formuemasse, som ikke optræder på investeringsforvaltningsselskabets balance.

Investeringsfundens aktiver (formuen bestående af indskuddene) ejes kollektivt af investorerne. Investorerne har ikke råderet over aktiverne, og den formelle dispositionsadgang er tildelt investeringsforvaltningsselskabet. Tilsvarende kan deltagernes kreditorer ikke gøre udlæg i selve fundens aktiver, men der kan gøres udlæg i investorens andele efter gældende ejendomsretlige regler.

Bestemmelser om emission, indløsning og omsætning af andele i en investeringsfund følger som udgangspunkt reglerne for investeringsforeningsandele, dvs. at investeringsforvaltnings-

---

<sup>5</sup> I EU-regi er det England og Irland.

selskabet løbende kan udstede nye andele. Investeringsforvaltningsselskabet er ikke forpligtet til løbende at holde fonden åben for emission. Investeringsforvaltningsselskabet er også i denne situation forpligtet til at varetage fondens og dens investorers interesser, herunder ved vurdering af, hvornår fonden skal være åben for emission, eller om den løbende skal tage imod indskud.

Allerede udstedte andele er frit omsættelige, hvis ikke andet er bestemt, og de kan optages til handel på en markedsplads.

I henhold til UCITS IV-direktivet skal fonden være åben for indløsning for investorerne.

Alle investorer i samme investeringsfond skal behandles lige. Dette fremgår blandt af direktiv 2010/43/EU artikel 22, stk. 1. Dog henvises til muligheder for at lave afdelinger og klasser i en fond. I disse tilfælde er det naturligvis deltagerne med andel i samme afdeling/klasse, der skal behandles lige.

## **5.2. Etablering**

Investeringsforvaltningsselskabet træffer beslutning om at søge godkendelse af en ny investeringsfond. Forud for dette går markedsmæssige vurderinger i investeringsforvaltningsselskabet af, hvilke nye produkter der skal tilbydes investorerne. Investeringsforvaltningsselskabet udarbejder de relevante dokumenter til brug for Finanstilsynets godkendelse.

Da investeringsfonden ikke er en selvstændig juridisk enhed, skal der ikke udformes dokumenter, der etablerer eller danner grundlag for registrering af en juridisk person.

Fundsbestemmelserne er, indtil der investeres i fonden, alene udtryk for det aftalegrundlag, der vil komme til at være mellem investeringsforvaltningsselskabet og investor. Fundsbestemmelserne er derfor ikke på godkendelsestidspunktet udtryk for et selvstændigt retsstiftende dokument.

Omkostninger til etablering af en investeringsfond hviler alene på investeringsforvaltningsselskabet. Dette gælder uanset, om fonden får investorer eller ej. Tilsvarende gælder omkostninger ved etablering af en ny afdeling i en allerede eksisterende fond.

### ***Godkendelse***

Selve investeringsfondens godkendelse er reguleret i UCITS IV-direktivets kapitel II. Af artikel 5 fremgår, at det er en betingelse for godkendelsen, at Finanstilsynet har godkendt følgende elementer:

- Investeringsforvaltningsselskabets ansøgning om godkendelse til administration af netop denne fond
- De konkrete fundsbestemmelser
- Det valgte depotselskab

De tre elementer i godkendelsen kan ikke efterfølgende ændres uden Finanstilsynets godkendelse, jf. UCITS IV-direktivets artikel 5, stk. 6.

### ***Registrering***

Da investeringsfunden ikke er en selvstændig juridisk person, er registrering hverken mulig eller nødvendig for at etablere eksistens eller for at opnå begrænset hæftelse. Derfor kan investeringsfunden ikke have sit eget CVR-nummer, jf. CVR-lovens § 3. Der kan være behov for, at funden tildeles et SE-nummer, der knyttes til investeringsforvaltningsselskabets CVR-nummer i det omfang, det er muligt efter skattereglerne.

Såfremt en fund vil kunne tildeles et SE-nr., har SKAT oplyst, at SE-nr. skal knyttes til investeringsforvaltningsselskabets CVR-nr., svarende til, at en investeringsforeningsafdelings SE-nr. knyttes til investeringsforeningens CVR-nr. Dette betyder, at en investeringsfonds SE-nr. ikke vil kunne overføres fra en juridisk person til en anden juridisk person.

Derudover skal investeringsfunden have et FT-nummer i Finanstilsynets system ved tilladelse.

### ***Opdeling i afdelinger og klasser***

Adgangen til at etablere afdelinger i enheder, der svarer til en investeringsfund, er udbredt i andre EU-medlemsstater og muliggør, at den samme fund henvender sig til investorer med forskellige profiler og investeringsønsker.

Det foreslås på den baggrund, at det bliver muligt at opdele en investeringsfund i afdelinger og opdele en afdeling i klasser. Som det gælder for investeringsforeninger, vil det formentlig være fornuftigt at definere forholdet således, at en investeringsfund altid har mindst én afdeling.

Det bør fremgå af fondsbestemmelserne, om en investeringsfund skal kunne udvides med nye afdelinger og klasser.

### ***Udstedelse af beviser (andele)***

Et investeringsforvaltningsselskabs bestyrelse vil kunne beslutte, om en investeringsfund skal udstede beviser for andelene eller lade være på samme måde som en investeringsforening.

En investeringsfund skal kunne udstede beviser gennem VP Securities A/S.

### ***Kapitalkrav***

UCITS IV-direktivet angiver ikke, at den nationale implementering skal fastsætte en nærmere bestemt minimumskapital<sup>6</sup>.

## **5.3. Vilkår (fondsbestemmelser)**

### ***Indhold af fondsbestemmelserne***

Fondsbestemmelser kan betragtes som aftalegrundlaget mellem investor og investeringsforvaltningsselskabet, der regulerer parternes rettigheder og pligter. Der er dog ikke tale om aftlevilkår, der kan individualiseres efter hver enkelt investors ønsker. Dette forbyder ligebehandlingsprincippet.

Af de helt grundlæggende pligter og rettigheder kan følgende nævnes:

---

<sup>6</sup> Kun for så vidt angår selvadministrerende investeringsselskaber, er der i UCITS IV-direktivet et kapitalkrav.

- Investor kan indskyde penge i den formuemasse, der udgør fonden (eller afdelingen)
- Investor har altid ret til at fordre sig indløst, og investeringsforvaltningsselskabet får en tilsvarende pligt til at indløse andelene med midler, der hidrører fra investeringsfonden.
- Investeringsforvaltningsselskabets primære pligt er at investere de indskudte midler og administrere fonden ud fra de nærmere bestemte rammer, der gives for dette i lovgivning og fondsbestemmelserne i øvrigt.
- Investeringsforvaltningsselskabet modtager løbende betaling for dette arbejde.

Fundsbestemmelserne skal godkendes af Finanstilsynet, jf. UCITS IV-direktivets artikel 5, stk. 2. Det er hensigtsmæssigt at stille krav om, at fondsbestemmelserne skal omfatte oplysninger om blandt andet:

- Investeringsforvaltningsselskabet, herunder dettes navn og hjemsted mv. samt størrelsen af kapitalen mv.
- Investeringsfondens navn, oprettelsesdato og varighed (hvis tidsbegrænset)
- Investeringsfondens opdeling i afdelinger og de enkelte afdelingers karakteristika, samt om investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse kan etablere nye afdelinger
- Hvorvidt fondens afdelinger kan opdeles i andelsklasser og bestyrelsens mulighed for at etablere andelsklasser, herunder hvilke typer andelsklasser, bestyrelsen kan etablere, og disse andelsklassers karakteristika
- Regnskabsafslutning (regnskabsår) og udbyttefrekvens for investeringsfonden
- Andelene og deres væsentligste karakteristika
- Eventuel angivelse af børser eller markeder, hvor andelene er optaget til handel eller omsættes
- Fremgangsmåden ved og vilkårene for udstedelse af andele
- Fremgangsmåden ved og vilkårene for tilbagekøb eller indløsning af andele
- Bestemmelser om fastsættelse og anvendelse af fondens indtægter
- Investeringsmål, herunder finansielle mål, investeringspolitik og begrænsninger i denne eller adgang til at låne
- Regler for værdiansættelse af aktiver
- Regler for værdiansættelse af andele
- Fastsættelse af priser ved salg eller emission samt ved indløsning eller tilbagekøb af andele
- Størrelse af og metode for beregning af det vederlag, som investeringsfonden skal betale til investeringsforvaltningsselskabet, depotselskabet eller andre, og de omkostninger, som fonden skal betale til investeringsforvaltningsselskabet, depotselskabet eller andre
- Depotselskabets navn, hjemsted mv.
- Investeringsrådgivere, hvis vederlag betales over fondens aktiver
- Faciliteter med henblik på udbetaling til deltagere, tilbagekøb eller indløsning af andele samt formidling af oplysninger om fonden
- Udskiftning af investeringsforvaltningsselskabet eller depotselskabet (dette skal tillige reguleres i lovgivningen)

De yderligere oplysninger, som i givet fald skal fremgå af prospektet, omfatter blandt andet:

- Andre investeringsfunde, som investeringsforvaltningsselskabet måtte administrere

- Navnene på medlemmerne af investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse og direktion og disses funktion samt, hvis relevant, oplysninger om de pågældendes hovedvirksomhed
- Kortfattet beskrivelse af relevante skatteregler
- Navn mv. på selskabets revisor
- Investeringsfundens hidtidige indtjening, hvor dette er relevant
- Profil på den typiske investor, som funden henvender sig til
- Eventuelle omkostninger eller gebyrer ud over de ovenfor nævnte

### ***Ændring af fondsbestemmelser***

Det har i andre lande vist sig at være upraktisk, hvis fondsbestemmelserne er vanskelige at ændre – eller i værste fald slet ikke kan ændres. Konsekvensen kan nemlig være, at en fund må afvikles frem for at kunne fortsætte på ændrede vilkår. Over for investeringsforvaltningsselskabets ønske om en smidig administration og mulighed for løbende tilpasning står hensynet til, om investorerne skal tåle vilkårlige ændringer af vilkårene for den andel af en investeringsfund, de har købt. En tilpasning af fundsvilkårene vil dog ofte være til gavn for investorerne, hvis alternativet er, at funden afvikles med geninvesteringsomkostninger til følge for investorerne.

I en supplerende redegørelse af 7. januar 2011 skriver Jan Schans Christensen følgende om de krav, der må stilles til ændringer i fondsbestemmelserne:

*”Spørgsmålet om, hvornår deltagerne (investorerne) skal orienteres om ændring af fondsbestemmelser må bero på, hvorledes sådanne ændringer i øvrigt reguleres. Mit forslag er (jf. redegørelsen af 17. december 2010, p. 14), at bestemmelserne skal kunne ændres med Finanstilsynets godkendelse, og at der ikke herudover kræves samtykke fra andre. Det vil i givet fald være nærliggende, at deltagerne orienteres, når Finanstilsynets godkendelse foreligger. Som nævnt tidligere, vil det formentlig være en fordel at tillade tilsynet at knytte betingelser til en godkendelse, fx. om at den enkelte deltager i forbindelse med væsentlige ændringer har ret til at kræve sig indløst. Denne mulighed er foreslået indført i svensk ret, jf. Investeringsfondsudredningens betænkning ”Fondsverksamhet över gränserna – genomförande av UCITS IV-direktivet (SOU 2010:78), p. 49-50. I det svenske forslag (samme sted) lægges der op til, at indløsning i givet fald sker således, at der i det beløb, der tilkommer deltageren, sker fradrag for omkostninger knyttet til afviklingen af investeringen. Dette er i harmoni med UCITS IV-direktivets artikel 45, stk. 1, og en tilsvarende regel vil efter min opfattelse også være hensigtsmæssig i forbindelse med indførelsen af investeringsfonde i dansk ret.*”

*Det nævnte svenske forslag (ligeledes betænkningens p. 49-50) lægger endvidere op til, at det svenske finanstilsyn (Finansinspektionen) kan pålægge investeringsforvaltningsselskabet at underrette deltagerne om ændringerne i fondsbestemmelserne og i den forbindelse bestemme, at ændringerne ikke får virkning førend der er hengået en vis tid efter tilsynets godkendelse. Det bør efter min opfattelse overvejes at indføre en tilsvarende hjemmel for Finanstilsynet således, at tilsynet i de tilfælde, hvor dette skønnes rimeligt, kan give deltagerne i fonden en vis tid til at indrette sig på ændringerne af fondsbestemmelserne.”*

Ifølge UCITS IV-direktivets artikel 5, stk. 6, skal ændringer i fondsbestemmelserne godkendes af den kompetente myndighed.

Den svenske model har forsøgt at kombinere hensynet til en enkel og fleksibel administration af investeringsfunde med hensynet til investorbeskyttelse. Denne model kan også indføres i dansk ret, således at det bliver muligt med Finanstilsynets godkendelse at ændre fondsbestemmelserne samtidig med, at Finanstilsynet ved væsentlige ændringer får hjemmel til at betinge godkendelsen med en indløsningsadgang for investor på samme vilkår som ved fusion, jf. UCITS IV-direktivets artikel 45.

Skal Finanstilsynet som noget nyt godkende fondsreglerne som anført, uden at investorerne på forhånd har taget stilling til ændringerne, vil det medføre en anden form for vurdering, end den Finanstilsynet foretager efter den gældende lovgivning. Forslaget medfører et større element af skøn end det, som Finanstilsynet foretager efter den gældende lov, hvor Finanstilsynet ikke vurderer hensigtsmæssigheden.

Det investeringsforvaltningsselskab, der administrerer den pågældende investeringsfond, skal underrette investeringsfundens investorer, så snart Finanstilsynets godkendelse foreligger. Dermed får investorerne mulighed for at afhænde deres andele, en ret investorerne i øvrigt altid har, men de skal betale et indløsningsgebyr for ikke at belaste afdelingens øvrige investorer.

#### ***Prospekt og central investorinformation***

Ifølge UCITS IV-direktivets regler skal der udarbejdes prospekt og central investorinformation for alle investeringsinstitutter, herunder for investeringsfunde.

### **5.4. Omstruktureringer herunder "fusion" af investeringsfunde og udskiftning af investeringsforvaltningsselskabet**

UCITS IV-direktivet taler om fusioner både i forhold til sammenlægning af investeringselskaber og investeringsfunde. Dette på trods af, at der ved sammenlægning af investeringsfunde hverken opstår eller nedlægges juridiske enheder. Fusion af investeringsfunde kan heller ikke umiddelbart sammenlignes med overflytning af afdelinger, der ved denne form for omstrukturering overflytter aktiver fra en juridisk enhed til en anden.

Ved en sammenlægning af to investeringsfunde er det – uanset direktivet benævnelse "fusion" - mere korrekt at betragte det der sker, som at det er genstanden for investorerne kollektive ejerskab, der ændres. Før ejede investor A en andel af fund X, og investor B ejede en andel af fund Y. Hvis fund X er den fortsættende fund, vil investor B blive tildelt andele i fund X på samme måde som ved en fusion af investeringsforeninger. Nu ejer de hver andele i fund X.

I praksis vil der ved fusioner af danske investeringsfunde typisk være tale om sammenlægninger af funde under samme investeringsforvaltningsselskab. Der vil derfor ikke være tale om, at funden skal have godkendt et nyt investeringsforvaltningsselskab. Der vil dog i hvert fald, for så vidt angår investorer i en af de fusionerende funde, være tale om, at investeringen underlægges nye fondsbestemmelser med deraf følgende behov for Finanstilsynets godkendelse heraf. Ved fusioner mellem en dansk og en udenlandsk investeringsfond, fx ved fusion af to investeringsfunde, der administreres af selskaber i samme koncern, vil der både være behov for godkendelse af et nyt investeringsforvaltningsselskab og godkendelse af nye fondsbestemmelser.

Direktivet forudsætter i dets opstilling af, hvilke emner der skal behandles i fondsbestemmelserne, at en fond kan få udskiftet sit investeringsforvaltningsselskab. Dette kan ske i forbindelse med en sammenlægning med en investeringsfond under et andet investeringsforvaltningsselskab, men det kan også forestilles at ske uden tilknytning til andre investeringsfunde, fx i forbindelse med fusion af investeringsforvaltningsselskaber. Da oplysninger om investeringsforvaltningsselskabet ifølge direktivet indgår i fondsbestemmelserne, udgør en udskiftning af investeringsforvaltningsselskabet en ændring af fondsbestemmelserne, og allerede af denne grund skal de godkendes af Finanstilsynet. Finanstilsynet kan fastsætte betingelser for godkendelsen, fx at godkendelsen er betinget af en indløsningsadgang for investor.

Tilsvarende gør sig gældende ved udskiftning af et depotselskab. Oplysninger om depotselskabet indgår i de obligatoriske emner i fondsbestemmelserne, og en ændring vil dermed skulle godkendes af Finanstilsynet. Igen kan Finanstilsynet godkende med betingelser.

### **5.5. Dispositionsadgang**

Som følge af at investeringsfunden ikke er en selvstændig juridisk person, har funden i sig selv ikke rets- eller handleevne. Heller ikke alle investorer i fællesskab (hvis situationen overhovedet kan opstå i praksis) kan binde funden i forhold til tredjemand eller disponere på vegne af funden. Investeringsforvaltningsselskabet disponerer i alle sammenhænge på fundens vegne.

Helt central er investeringsforvaltningsselskabets adgang til at foretage investeringer af den indskudte kapital samt løbende at pleje porteføljen.

Efter direktiv 2010/43/EU artikel 21 skal investeringsforvaltningsselskabet udarbejde en strategi for, hvorledes stemmerettighederne på instrumenter i de forvaltede porteføljer skal udøves. Strategierne udformes for at sikre, at rettighederne udøves til investeringsfundenes fordel.

Se nedenfor om dispositionsadgang i forbindelse med et investeringsforvaltningsselskabs konkurs.

### **5.6. Ledelse**

Investeringsfunden har ikke sin egen selvstændige ledelse, fordi den ikke er en selvstændig juridisk person. Forholdet mellem investorer og investeringsforvaltningsselskabet er et kontraktretligt forhold.

Investeringsforvaltningsselskabet disponerer som nævnt i alle sammenhænge for funden. Det er dermed også investeringsforvaltningsselskabets ledelse, som har det øverste ansvar for de opgaver, der påhviler investeringsforvaltningsselskabet generelt i medfør af loven og investeringsforvaltningsselskabets egne vedtægter, og har desuden ansvar for de opgaver, som vedrører administration af funden konkret i medfør af lov, fondsbestemmelserne og andre indgåede aftaler. I modsætning til i foreningskonstruktionen er der dermed ikke tale om, at opgaverne er delegeret til investeringsforvaltningsselskabet. Der er fra starten ingen andre end investeringsforvaltningsselskabet til at administrere funden.

Det understreges gentagne gange i direktivernes bestemmelser og præampler, at ledelsen i investeringsforvaltningsselskaber skal handle ”ærligt, redeligt og professionelt i investeringsin-

stitutternes interesse”. Tilsidesættelse af denne pligt kan medføre erstatningsansvar over for investorerne i investeringsfunden.

Der er i lov om investeringsforeninger mv. fastsat regler for direktionen i en investeringsforening. Som hovedregel har de danske investeringsforeninger imidlertid ikke ansat en direktion, og reglerne gælder derfor med visse tilpasninger for det administrerende investeringsforvaltningsselskab. Den finansielle virksomhed, som et investeringsforvaltningsselskab udgør, skal dermed både finde regler i lov om finansiell virksomhed og i lov om investeringsforeninger mv.

Det kan overvejes, at harmonisere reglerne for et investeringsforvaltningsselskab, således at et og samme investeringsforvaltningsselskab kan administrere alle typer af UCITS.

## **5.7. Afvikling**

### ***Afvikling uden for konkurssituationen***

Der kan være forskellige årsager til, at et investeringsforvaltningsselskab ikke ønsker at udbyde en bestemt investeringsfond længere. Et typisk eksempel er, at fonden formuemæssigt er blevet for lille, og derfor er urentabel for investeringsforvaltningsselskabet, eller det må formodes, at et investeringsforvaltningsselskab i første omgang vil ønske at fusionere fonden med en fond, der minder mest muligt om den uønskede fond.

Der bør dog uanset dette forhold i et kommende regelsæt for investeringsfunde være regler for, hvordan en investeringsfond afvikles. Der er ingen selskabsretlige organer i en investeringsfond, der kan træffe de nødvendige beslutninger om afvikling af en investeringsfond. Beslutningen skal derfor tages af investeringsforvaltningsselskabet, men skal godkendes af Finanstilsynet for at sikre, at investorernes interesser varetages ved lukningen. Fundsbestemmelser skal indeholde regler om, hvornår en fond kan afvikles, og hvilke konsekvenser der er for investorerne. Forhold, der kan begrunde en afvikling, kan eksempelvis være, at fondens formue er faldet til under et bestemt niveau.

I tilfælde, hvor investeringsfunden ønskes opløst, men hvor baggrunden ikke er beskrevet i fundsbestemmelserne, bør fonden kunne opløses på betingelse af, at investeringsforvaltningsselskabet bærer omkostningerne ved selve afviklingen. Investorerne bør stilles som om, de blev indløst af fonden i almindelig drift. Når investorerne ikke har indflydelse på, om fonden skal afvikles (som i en forening via generalforsamlingsbeslutningen), bør det ikke være afgørende, om investor indløses dagen før en afvikling, eller om denne får sit tilgodehavende i forbindelse med afviklingen.

### ***Afvikling eller overdragelse ved investeringsforvaltningsselskabets konkurs***

Lovgivningen skal fastlægge klare regler for, hvordan en investeringsfond påvirkes i forbindelse med et investeringsforvaltningsselskabs konkurs.

Det vil formentlig sjældent ske, at et investeringsforvaltningsselskab går konkurs. Det må forventes, at et nødlidende investeringsforvaltningsselskab vil blive overtaget af et andet investeringsforvaltningsselskab før en konkurs indtræder.

Fondens situation i forbindelse med investeringsforvaltningsselskabets konkurs bør derfor – ved fastlæggelsen af reglerne for konkurssituationen - løbende sammenholdes med fondens si-



tuation i forbindelse med en afvikling eller ved salg af investeringsforvaltningsselskabet uden for konkurs.

Som udgangspunkt er der to løsninger for investeringsfunden; enten at den opløses ved investeringsforvaltningsselskabets konkurs (dette er retstilstanden i Luxembourg), eller at funden kan fortsætte under administration af et andet investeringsforvaltningsselskab.

Ved en opløsning vil investorerne i funden få udbetalt deres midler med fradrag af opløsningsomkostninger. Derudover vil de i visse tilfælde pådrage sig geninvesteringsomkostninger og være forpligtet til at afregne avanceskat (afhængigt af fundens skatteretlige status). Det må derfor som udgangspunkt være i investorernes interesse, at funden fortsætter sin aktivitet under et nyt investeringsforvaltningsselskab.

Der er i supplerende redegørelse af 7. januar 2011 fra Jan Schans Christensen, side 2, 3. afsnit foreslået en model, hvori Finanstilsynet ved et investeringsforvaltningsselskabs konkurs udpeger en administrator, der indtræder i et investeringsforvaltningsselskabs forpligtelser over for funden, indtil et nyt investeringsforvaltningsselskab kan overtage administrationen.

Det vil være logisk, at et andet investeringsforvaltningsselskab udpeges som administrator, da en sådan virksomhed vil have de fornødne systemer og bemanning til at varetage opgaven.

Kuratoren for investeringsforvaltningsselskabet under konkurs vil have ansvar for at indhente tilbud fra andre investeringsforvaltningsselskaber, der ønsker at overtage administrationen af hver fund under investeringsforvaltningsselskabet. Administrationen kan alene overdrages til godkendte investeringsforvaltningsselskaber, der løbende er under tilsyn enten af Finanstilsynet eller af en tilsvarende myndighed i et andet EU-land. Investeringsfunden overdrages med sine gældende fundsbestemmelser. Dvs. at det nye investeringsforvaltningsselskab kun kan ændre vilkårene for investorerne i funden efter de almindelige regler om ændring af fundsbestemmelser. Det betyder også, at hvis det modtagende investeringsforvaltningsselskab ønsker at ændre vilkår på afgørende punkter, vil investorerne kunne fordrø sig indløst uden omkostninger.

Da Finanstilsynet skal godkende et investeringsforvaltningsselskabs administration af en investeringsfund, bør Finanstilsynet også have bemyndigelse til at nægte overdragelsen af en investeringsfund fra et konkursramt investeringsforvaltningsselskab til et andet investeringsforvaltningsselskab, hvis det efter Finanstilsynets vurdering er i strid med investorernes interesser.

Det bør overvejes, om overdragelsen skal ske inden for en bestemt frist med den konsekvens, at investeringsfunden skal afvikles, hvis en overdragelse ikke er sket inden udløb af fristen. Fristen skal i givet fald fastsættes i loven.

Et investeringsforvaltningsselskab, der er udpeget som administrator i overgangsperioden, bør også kunne give tilbud på permanent overtagelse af funden.

En model som den skitserede vil i videst muligt omfang sikre investorerne en behandling, som minder om en overdragelse af investeringsfundens administration til et andet investeringsforvaltningsselskab i "levende live". Ved en sådan overdragelse vil det modtagende in-

vesteringsforvaltningsselskab skulle godkendes af Finanstilsynet til at administrere denne fund. Også i denne situation vil investeringsfunden blive overdraget inkl. gældende fondsbestemmelser, og investorerne vil have rettigheder i forbindelse med en senere ændring af vilkårene.

## **6. Model for et investeringssselskab**

### **6.1. Grundstruktur**

Investeringssselskaber er ifølge UCITS IV-direktivet selvstændige juridiske enheder. Investeringssselskaber foretager kollektiv investering i værdipapirer ud fra et princip om risikospredning og indløser andele efter anmodning fra deltagerne.

Investeringssselskaber kan tænkes oprettet i form af en ny selskabstype som er ”open-ended”, jf. definitionen i artikel 1, stk. 2. Denne struktur kendes blandt andet fra Luxembourg, hvor det er muligt at oprette en såkaldt ”SICAV” (Société d’Investissement à Capital Variable), og fra Irland, hvor der kan oprettes et såkaldt ”investment company with variable capital”. For en fuldstændig oversigt over, i hvilke lande UCITS kan oprettes som investeringssselskab, henvises til bilag 3.

Selskaber med variabel kapital kendes ikke – bortset fra investeringsforeninger – i dansk ret på nuværende tidspunkt i en udgave, der er anvendelig for UCITS. Der er derfor behov for at indføre bestemmelser i lovgivningen om denne selskabsstruktur parallelt med UCITS IV-reguleringen. Bestemmelser om investeringssselskaber med variabel kapital foreslås indsat i lov om investeringsforeninger mv.

I det følgende anvendes begrebet ”investeringssselskab” om et selskab med variabel kapital.

I lighed med det, der gælder for andre selskabstyper med begrænset ansvar, skal investorerne ikke hæfte personligt i et investeringssselskab med variabel kapital, men alene med deres indskud. Investorerne skal have ret til andele af investeringssselskabets overskud i forhold til deres ejerandele, medmindre andet er fastsat i selskabets vedtægter.

Alle andele har lige ret i selskabet. Det foreslås, at vedtægterne kan bestemme, at der kan være forskellige afdelinger og andelsklasser svarende til, hvad der gælder for investeringsforeninger om afdelinger og andelsklasser i en afdeling. I så fald skal vedtægterne angive de forskelle, der knytter sig til afdelinger og den enkelte klasse.

Reglerne i lov om investeringsforeninger mv. om, at en forening, hvis den er bevisudstedende, skal udstede et eller flere investeringsbeviser (andele) til hvert medlem, foreslås tilsvarende indført for investeringssselskaber. Hvis investeringssselskabet er kontoførende, skal det føre et register over deltageres andele og udlevere en udskrift af registeret som dokumentation for deltageres adkomst.

Hvis investeringssselskabets andele efter bestyrelsens beslutning udstedes gennem en værdipapircentral, afholdes alle omkostninger i forbindelse hermed af selskabet. Investeringssselskabet skal indgå aftale med et eller flere kontoførende institutter om, at deltagerne på selskabets regning kan få 1) deres andele mv. indskrevet og opbevaret der og 2) meddelelse om udbytte mv. samt en årlig kontoudskrift.

Deltagerne i et investeringsselskab ejer en andel af investeringsselskabets kapital, som efter omstændighederne skal kunne optages til handel på et marked. Deltagerne vil kunne disponere over andele, ligesom det er tilfældet med investeringsbeviser. Andele vil således fx kunne afhændes eller stilles til sikkerhed. Størrelsen af selskabets kapital vil løbende variere afhængigt af, om der emitteres eller indløses andele i selskabet svarende til, hvad der gælder for en investeringsforening.

For at opnå retsevne vil et investeringsselskab med variabel kapital skulle registreres i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens selskabsregister.

Derudover vil eventuelle afdelinger kunne tildeles SE-nr. i det omfang, skattereglerne giver mulighed herfor.

Retsevneregistrering af investeringsselskaber med variabel kapital i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens produktionssystem vil imidlertid som udgangspunkt tidligst kunne finde sted efter ibrugtagelsen af Erhvervs- og Selskabsstyrelsens nye registreringssystem, idet der ikke længe udvikles på styrelsens gamle registreringssystem.

Styrelsens nye registreringssystem forventes ibrugtaget i 2015, hvorfor investeringsselskaber med variabel kapital også tidligst vil kunne forventes registreret fra dette tidspunkt.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen er blevet anmodet om at vurdere, om det er muligt at foretage registrering på anden vis i en overgangsperiode.

Det er styrelsens vurdering, at det ikke er muligt at foretage en form for midlertidig registrering af en ny juridisk person i det nuværende registreringssystem. Hvorvidt der kan oprettes en anden form for registrering er uafklaret for nuværende. Der arbejdes pt. på en afklaring af dette. Finansieringen må indgå i overvejelserne både for så vidt angår oprettelse af en registreringsløsning, som overførsel til styrelsens nye registreringssystem, da Erhvervs- og Selskabsstyrelsens økonomi ikke tillader styrelsen at påtage sig opgaver, uden at der medfølger finansiering.

Det vil dog fortsat være muligt at registrere en investeringsforening.

De løbende udsving i kapitalen skal ikke registreres. Endvidere skal afdelinger kunne registreres og få deres eget SE-nummer. For afdelinger skal gælde, at de er selvstændige økonomiske enheder, hvis hæftelse mv. svarer til afdelinger i investeringsforeninger. Investeringsselskabets årsrapport skal indeholde særskilt balance, resultatopgørelse og noter for den enkelte afdeling. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan alene offentliggøre årsrapporter for juridiske personer og kun én årsrapport pr. juridisk person.

## **6.2. Etablering**

Det foreslås, at lovgivningen fastsætter, at et investeringsselskab udpeger et investeringsforvaltningsselskab. Alternativet hertil er, at investeringsselskabet bliver selvadministrerende. Dette alternativ er fravalgt, primært fordi det vurderes, at en sådan mulighed kun vil have en meget begrænset anvendelse i praksis. Et investeringsselskabs daglige ledelse er således en juridisk person.

En model med udpegning af et investeringsforvaltningsselskab betyder en juridisk klarhed i forhold til ansvarsfordelingen mellem investeringssselskabet og investeringsforvaltningsselskabet, jf. nærmere herom i afsnit 9,1. Ved den foreslåede model vil det fx ikke blive muligt for investeringssselskabet at foretage delegation af opgaver fra selskabet. Et eventuelt ønske om at bruge andre aftaleparter til udførelsen af specifikke opgaver vil være en del af aftalen med investeringsforvaltningsselskabet, der forestår den konkrete delegation til 3. mand.

I UCITS IV-direktivet stilles der ikke krav om minimumskapital i investeringssselskabet, når dette udpeger et investeringsforvaltningsselskab. Sådanne investeringssselskaber dækkes gennem investeringsforvaltningsselskabets yderligere egenkapital.

Der indføres særskilte bestemmelser for registrering af investeringssselskaber med variabel kapital. De kan først påbegynde deres virksomhed, når de er godkendt af Finanstilsynet, jf. UCITS-direktivets artikel 5.

Det følger af artikel 5, stk. 4, 2. afsnit, at investeringssselskabet som hovedregel inden to måneder efter indgivelse af fyldestgørende ansøgning skal have meddelelse om, hvorvidt der meddeles godkendelse af investeringssselskabet. Såfremt investeringssselskabet ikke har udpeget et investeringsforvaltningsselskab, skal investeringssselskabet underrettes inden seks måneder efter indgivelsen af en fyldestgørende ansøgning om, hvorvidt der kan meddeles godkendelse. Hvis godkendelse nægtes, skal dette begrundes, jf. direktivets artikel 29.

Der indføres særskilte bestemmelser om stiftelse og registrering af investeringssselskaber.

UCITS IV-direktivet tillader medlemsstater at lade investeringssselskaber bestå af flere afdelinger, jf. artikel 1, stk. 2. Et investeringssselskab kan dermed enten etableres som et selskab med en enkelt investeringsafdeling eller som en "umbrella fund" bestående af flere afdelinger med forskellig investeringspolitik. Adgangen til at etablere afdelinger muliggør, at det samme investeringssselskab henvender sig til investorer med forskellige profiler og investeringsønsker.

I et investeringssselskab bestående af flere investeringsafdelinger udgør hver afdeling ikke en selvstændig juridisk enhed, men en selvstændig økonomisk enhed. Investeringssselskabet udarbejder en årsrapport svarende til den, der gælder for investeringsforeninger. Da selskabet er opdelt i afdelinger, skal årsrapporten indeholde særskilt balance, resultatopgørelse og noter for hver enkelt afdeling. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan alene offentliggøre årsrapporter for juridiske personer og kun én årsrapport pr. juridisk person. Der bør i loven fastsættes regler om hæftelse svarende til reglerne for investeringsforeninger m.fl.

Et investeringssselskabs godkendelse er ifølge direktivet betinget af, at de kompetente myndigheder i dets hjemland har godkendt dets vedtægter, valget af depositar og, hvor dette er relevant, det udpegede investeringsforvaltningsselskabs ansøgning om at administrere investeringssselskabet. Endvidere skal de kompetente myndigheder vurdere, at bestyrelsesmedlemmerne er egnede og hæderlige.

### **6.3. Variabel kapital**

Investeringselskaber med variabel kapital skal være omfattet af regler om emission og indløsning gældende for investeringsinstitutter omfattet af UCITS IV-direktivet. Andele i et investeringselskab kan kun tegnes mod samtidig indbetaling af emissionsprisen. Investeringselskabet skal på en deltagers forlangende indløse andele. Selskabskapitalen varierer således svarende til, hvad der gælder for investeringsforeninger.

Indløsning af andele i et investeringselskab kan udsættes efter vedtægternes bestemmelser herom. Selskabet skal straks efter udsættelsen underrette Finanstilsynet og de kompetente myndigheder i andre lande i Den Europæiske Union og lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, når investeringselskabet markedsfører dets andele der, om udsættelsen. Der foreslås indført regler om beregning af emissionsprisen ved tegning af andele og kursen ved indløsning samt om de oplysninger, et investeringselskab skal offentliggøre herom.

### **6.4. Vilkår (vedtægter)**

Et investeringselskab skal reguleres af et sæt vedtægter. Direktivet fastsætter en række krav til, hvad der skal være indeholdt i disse. Kravene til vedtægterne kan suppleres med nogle af de krav, der fremgår af § 14 i lov om investeringsforeninger m.v.

Et investeringselskab skal ifølge direktivets artikel 68 offentliggøre et prospekt, der opfylder de i direktivet fastsatte betingelser. Investeringselskabets vedtægter udgør en integreret del af prospektet og knyttes som bilag til dette, jf. artikel 71. Reglerne om indholdet af vedtægter og prospekt for investeringsinstitutter foreslås tilsvarende anvendt for investeringselskabers vedtægter og prospekt.

Ifølge UCITS IV-direktivets regler skal der desuden udarbejdes central investorinformation for alle investeringsinstitutter.

Investeringselskabets finansielle instrumenter opbevares hos en depositar, jf. direktivets artikel 32.

### **6.5. Ledelse**

Generalforsamlingen er investeringselskabets øverste myndighed, hvor alle aktuelle andelshavere kan deltage og stemme. Den kompetencefordeling, der findes i selskabslovgivningen mellem de enkelte ledelsesniveauer, kan med fordel overføres til investeringselskaber, bortset fra, at det ikke er muligt at etablere tilsynsråd efter den finansielle lovgivning.

I forhold til selskabslovgivningen er der også den forskel, at UCITS IV-direktivet fastsætter, at et investeringsforvaltningsselskab skal varetage den administrerede UCITS og dens investors interesser forud for ejernes interesser.

Investeringselskabets bestyrelse tager sig af den overordnede og den strategiske ledelse, som fx fastsættelse af investeringsrammerne, godkendelse af prospekter, indgåelse af aftale med depotselskabet og udpegning af et investeringsforvaltningsselskab. Da investeringselskabet har pligt til at udpege et investeringsforvaltningsselskab, varetager dette hele driften for investeringsforvaltningsselskabet, jf. nærmere om kompetencefordelingen i kapitel 8.1.

## 6.6. Delegation

Investeringselskaber, der ikke har udpeget et investeringsforvaltningsselskab, skal ifølge UCITS IV-direktivet overholde relevante adfærds- og delegationsregler. Idet investeringselskabet har pligt til at udpege et investeringsforvaltningsselskab, anses disse regler ikke for relevante for investeringselskaber.

Da investeringselskabet har udpeget et investeringsforvaltningsselskab, er det dette selskab, der skal overholde de i UCITS IV-direktivets artikel 13 og de i administrationsaftalen fastsatte betingelser og rammer.

## 6.7. Fusion og afvikling

UCITS IV-direktivets artikel 37 ff. indeholder regler om grænseoverskridende fusioner af blandt andet investeringselskaber. Disse skal implementeres i dansk ret og foreslås tilsvarende anvendt for investeringselskaber.

De gældende lovregler for danske investeringsforeningers fusion, spaltning og overflytning af afdelinger fra en dansk forening til en anden er særskilt reguleret i lov om investeringsforeninger m.v.

Tilsvarende regler foreslås indført for nationale omstruktureringer, der involverer investeringselskaber, med de fornødne tilpasninger. Disse regler foreslås tillige særskilt reguleret i lov om investeringsforeninger m.v.

## 7. Investorbekyttelse

Private investorers investering i UCITS er beskyttet af en detaljeret regulering, der gælder i hele værdikæden fra etablering og igangsættelse af de enkelte UCITS til markedsføring og salg. Beskyttelsesreglerne er for hovedpartens vedkommende fastsat i UCITS- og MiFID-direktiverne. Reglerne suppleres af de danske regler om god forretningsskik for finansielle virksomheder, transparens i forbindelse med UCITS eventuelle optagelse til handel på et reguleret marked samt branchens egne standarder, der supplerer den lovfastede investorbekyttelse.

Overordnet regulerer UCITS-direktiverne investorbekyttelsen ved administration og investeringen, mens MiFID-direktivet regulerer beskyttelsen i distributionsleddet.

Historisk har UCITS-direktiverne i Danmark været suppleret af nationale bestemmelser på områder, hvor EU-reglerne ikke indeholdt en tilstrækkelig og dækkende investorbekyttelse. Den seneste større ændring af de danske regler blev gennemført i 2003 i forbindelse med implementering af UCITS III-direktivet.

Med vedtagelsen af UCITS IV-direktivet er EU-reguleringen baseret på følgende beskyttelsesprincipper:

- Alene i investorernes interesse - Pleje af investeringerne skal foregå på vegne af investorerne og alene i deres interesse. Interessekonflikter skal håndteres til investorernes fordel

- Særskilt opbevaring – Værdipapirer m.v. og likvide midler, som tilhører en UCITS skal opbevares på særskilte depoter og konti og kontrolleres af et depotselskab. Opbevaringen er dermed adskilt fra porteføljeforvaltningen og administrationen
- Risikospredning - Enhver UCITS skal investere ud fra et princip om risikospredning
- Ligebehandling - Alle investorer skal behandles lige
- Indløsningsret - Investorerne har til enhver tid krav på at få værdien af deres investering udbetalt
- Tilsyn og kontrol - De nationale tilsynsmyndigheder fører løbende tilsyn og kontrol med både UCITS og investeringsforvaltningsselskaber
- Gennemsigtighed - Alle UCITS skal udarbejde årsrapporter, halvårsrapporter og tegningsprospekter
- Central investorinformation - Overblik til investorerne på en ensartet og let tilgængelig måde

De tidligere UCITS-direktiver indeholdt kun en pligt til at identificere og søge at undgå interessekonflikter, og hvis de ikke kunne undgås en pligt til at håndtere dem effektivt til investorernes fordel. Der har imidlertid ikke været en detaljeret beskrivelse af, hvordan de enkelte EU-lande skulle gennemføre reglerne. Derfor har reglerne også været implementeret forskelligt i de enkelte lande.

Med UCITS IV-direktivet er der indført mere detaljerede regler om interessekonflikter. Direktivet, der træder i kraft 1. juli 2011, medfører således en regulering af mulige interessekonflikter i produktionsleddet, dvs. primært omkring opgaver, der udføres eller kontrolleres af investeringsforvaltningsselskabet eller UCITS, hvis denne er selvadministrerende, herunder opgaver, som ledelsen udfører.

Som en nyskabelse pålægges investeringsforvaltningsselskabet at oprette en permanent, effektiv og uafhængig compliancefunktion, der blandt andet skal påse, at investeringsforvaltningsselskabet overholder regler og interne politikker for håndtering af interessekonflikter.

Siden implementeringen af UCITS III har EU udvidet investorbeskyttelsen ved implementering af MiFID-direktivet i efteråret 2007. MiFID-direktivet indeholder en detaljeret regulering af investorbeskyttelsen i distributionsleddet.

MiFID-direktivet indeholder følgende centrale beskyttelsesregler:

- Investeringsrådgivning i form af anbefalinger skal bygge på en egnethedsvurdering af investor, som er baseret på information fra investor
- Informationsforpligtelser, som indebærer, at investor skal have oplysninger om virksomheden samt om de værdipapirer, som tilbydes
- Uafhængig compliancefunktion, som har til opgave at vurdere og kontrollere, om virksomheden har de metoder og procedurer, som er nødvendige for at sikre, at virksomheden overholder relevant lovgivning
- Best execution, som sikrer, at investor opnår det efter omstændighederne bedst mulige resultat, idet der skal tages udgangspunkt i de forhold, som er relevante for investor herunder pris, omkostninger og hurtighed mv.

- Håndtering og oplysning om interessekonflikter ved, at alle værdipapirhandlere skal have interne regler og procedurer for håndtering af interessekonflikter
- Betaling fra udbydere af UCITS til distributører må kun gives på betingelse af, at betalingen kan anses for at øge kvaliteten af den tjeneste, som ydes. Distributøren skal oplyse investor om betalingens eksistens og størrelse eller beregningsmetode. Oplysninger om beregningsmetode kan gives i summarisk form, idet der på investors anmodning skal gives yderligere oplysninger herom

EU-Kommissionen har i øvrigt planer om at styrke rådgivning og information om alle sammensatte investeringsprodukter, der henvender sig til private investorer. Det sker gennem det såkaldte PRIP's (Packaged Retail Investment Products) initiativ, og de vil i den forbindelse tage udgangspunkt i MiFID-direktivets rådgivningsregler og den centrale investorinformation for UCITS.

Den lovfæstede investorbeskyttelse suppleres af InvesteringsForeningsRådets egne standarder i form af:

- Branchestandarder – Fælleskodeks
- Fund Governance-regler – Følg reglerne eller forklar, hvorfor de ikke bliver fulgt
- Brancheanbefalinger, der angiver best practice

I det følgende behandles reglerne om central investorinformation, herunder ”trafiklys”, og god skik, jf. kapitel 7.1. og 7.2. InvesteringsForeningsRådets egne standarder gennemgås i kapitel 7.3. Herudover er der på det danske marked en tradition for at have prisgennemsigtighed, som vil blive videreført ved etablering af investeringsfunde og investeringsselskaber med variabel kapital, jf. kapitel 7.4. og 7.5. I kapitel 7.6. beskrives forskellige omkostningsnøgletal (ÅOP i forhold til TER). Reglerne om investorbeskyttelse i distributionsleddet, herunder MiFID-bestemmelserne, gennemgås i kapitel 7.7. Endelig vil de nye bestemmelser om interessekonflikter og deres konkrete funktion i praksis blive gennemgået i kapitel 7.8.

## **7.1. Central investorinformation og risikomærkning**

### ***Central investorinformation***

UCITS IV-direktivet supplerer MiFID-direktivet ved at introducere regler om central investorinformation, som skal være implementeret 1. juli 2011 for UCITS, der godkendes fra og med denne dato. For eksisterende UCITS er fristen 1. juli 2012.

Reglerne om central investorinformation kommer til at gælde for alle typer UCITS. Reglerne om central investorinformation er uddybet i en EU-forordning for at sikre ens regler i alle medlemslandene. Dette sikrer imod nationale særregler. I tilknytning til disse regler angiver direktivet en række regler om, hvordan den centrale investorinformation skal formidles til investorerne.

Central investorinformation skal som udgangspunkt kunne danne grundlag for, at investor kan træffe beslutning om investering i en UCITS på et oplyst grundlag.

De nye regler om central investorinformation øger investors muligheder for at forstå den enkelte UCITS. Den centrale investorinformation bliver et to siders dokument, som kun inde-



holder væsentlig information, og dermed giver et bedre overblik, end det forenkede prospekt hidtil har gjort.

Endelig bør den centrale investorinformation - på grund af sin standardiserede form – kunne medvirke til at øge konkurrencen, fordi investoren punkt for punkt vil kunne sammenligne UCITS fra hele Europa.

### ***Risikomærkning***

Ud over et 2 sideres dokument indeholdende central investorinformation har Finanstilsynet udstedt en bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter. Bekendtgørelsen indebærer, at finansielle virksomheder og investeringsrådgivere skal oplyse investorerne om, hvilken mærkningskategori investeringsprodukterne fx andele i en UCITS tilhører. Risikomærkningen erstatter ikke den almindelige rådgivning, men skal ses som et supplement til rådgivningen.

Mærkningsordningen beskriver risikoen for at tabe indskuddet ved en investering i et givent produkt (værdipapirer, andele m.v.). Derudover tager mærkningsordningen højde for produkternes gennemskuelighed eller mangel på samme.

Risikomærkningen tager udgangspunkt i farverne i et trafiklys:

- Grøn: Investeringsprodukter, hvor risikoen for at tabe indskuddet ved ens investering må betragtes som meget lille. Produkttypen er ikke vanskelig at gennemskue. Kategorien omfatter blandt andet danske statsobligationer udstedt i DKK og EUR, statsobligationer udstedt i eurolande i DKK og EUR og danske realkreditobligationer
- Gul: Investeringsprodukter, hvor der er risiko for, at indskuddet ved produktet kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er ikke vanskelig at gennemskue. Kategorien omfatter blandt andet aktier optaget til handel på et reguleret marked, investeringsbeviser og garantbeviser
- Rød: Investeringsprodukter, hvor der er risiko for at tabe mere end indskuddet ved investeringen, eller produkttyper, som er vanskelige at gennemskue. Kategorien omfatter blandt andet aktier, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked, pantebreve, hedgefonde og derivater

## **7.2. God forretningsskik og klageadgang**

De generelle regler om god forretningsskik for finansielle virksomheder, herunder investeringsforvaltningsselskaber, fremgår af lov om finansiell virksomhed § 43. Der er i forlængelse heraf udstedt en bekendtgørelse med tilhørende vejledning. Der er udstedt tilsvarende regler for investeringsforeninger m.v.

Reglerne om god forretningsskik gælder for alle finansielle virksomheder. Det vil sige, at reglerne også omfatter investeringsforvaltningsselskaber. Disse er således retligt forpligtet til at drive deres virksomhed i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis indenfor de områder, de beskæftiger sig med. Vejledningen indeholder ikke særlige bestemmelser for investeringsforvaltningsselskaber, men henviser alene til at investeringsforvaltningsselskaber er omfattet af bekendtgørelse om god skik for investeringsforeninger og specialforeninger mv.

UCITS IV-direktivet indeholder i artikel 14 regler om, at medlemsstaterne skal fastsætte regler om god forretningskik for investeringsforvaltningsselskaber. Dette betyder, at reglerne herom bliver revideret i forbindelse med UCITS IV-direktivets implementering.

Ud over krav om regler om god skik indeholder UCITS IV-direktivet også krav om, at der skal være en effektiv og gennemsigtig procedure for en rimelig og omgående behandling af klager fra investorer.

Alle finansielle virksomheder og investeringsforeninger m.v. i Danmark skal have en klageansvarlig, der håndterer kundeklager internt i virksomheden. Hvis et medlem mener, at en sag ikke bliver tilfredsstillende afgjort gennem dialogen med foreningen, kan sagen indberettes til Ankenævnet for Investeringsforeninger. Ankenævnet behandler klager vedrørende private medlemsforhold. Nævnet dækker klager, som angår foreningernes virksomhed, mens klager over rådgivning ved køb af andele behandles i Pengeinstitutankenævnet.

### **7.3. Branchens egne standarder**

I Danmark har branchen gennem egne standarder suppleret den lovfæstede investorbeskyttelse. Branchestandarderne – som er en form for branchekodeks - justeres efter behov og er tilgængelige på InvesteringsForeningsRådets hjemmeside.

Investeringsforeningerne har blandt andet vedtaget branchestandarder, som definerer, hvordan en forening må markedsføre sine afkast. Da historiske afkast ikke er garanti for fremtidige afkast, er det fx ikke tilladt at fremskrive tidligere års gode præstationer. Principperne for omkostningsnøgletallet ÅOP er også defineret i branchestandarderne.

Branchen har vedtaget Fund Governance-regler. Disse regler regulerer samspillet mellem foreninger, ledelse, investorer og offentligheden og er baseret på internationale og nationale standarder på området. Fund Governance-reglerne indeholder fx anbefalinger om foreningernes medlemskommunikation. Reglerne er anbefalinger, og foreninger, der ikke følger anbefalingerne, skal forklare, hvorfor de ikke gør det. Fund Governance-reglerne findes også på InvesteringsForeningsRådets hjemmeside.

Derudover udarbejder branchen anbefalinger, når der er behov for at definere fælles retningslinjer på et område. Branchen har fx taget initiativ til at sikre det bedst muligt samspil mellem indre værdi-beregningen i investeringsforeningerne og InvesteringsForeningsBørsen. I 2008 blev der udarbejdet principper for værdiansættelsen af mindre likvide obligationer. Dette arbejde medvirker til, at medlemmerne i sidste ende kan købe og sælge deres beviser til retvisende kurser, og at foreningerne gør nøgletal m.v. op ud fra ensartede kriterier.

### **7.4. Transparens**

Danmark har tradition for at have en effektiv infrastruktur i relation til handel, afvikling og tilrettelæggelse af data-flow for investeringsbeviser. Det er et væsentligt element i at skabe konkurrencedygtighed på investeringsforeningsmarkedet. Tendenserne går i retning af, at stadig flere udbydere af UCITS ønsker børshandel af deres investeringsbeviser, og derfor vil det være en fordel for Danmark at videreudvikle denne styrkeposition.

Langt de fleste investeringsforeninger, der udbydes til private investorer, er optaget til handel på det særlige børsmarked for investeringsforeninger på Nasdaq OMX i København (IFX).

Dette betyder, at foreningerne, som er optaget til handel, både skal overholde UCITS IV-direktivets regler om offentliggørelse og overholde regler om offentliggørelse af handler, som er fastsat i Finanstilsynets bekendtgørelse 1178 af 11. oktober 2007. Bekendtgørelsen indeholder også regler om offentliggørelsen af handel med andele, som foretages uden for IFX og dermed ikke er omfattet af fondsbørsens regelsæt. Disse regler vil også omfatte alle andele i nye typer UCITS, der optages til handel.

Det særlige marked giver en langt bedre mulighed for at overvåge og løbende vurdere markedspladsens indretning med særlig fokus på investeringsforeningerne. I den forbindelse har markedet også fået sit eget governance - udvalg.

Eventuelle alternativer til investeringsforeninger skal også kunne optages til handel fx på denne markedsplads (IFX). Såfremt de optages til handel, vil de derfor være underlagt samme regler.

Fondsbørsens regler indeholder blandt andet en række bestemmelser om, hvilke oplysninger der dagligt skal offentliggøres i løbet af børsens normale åbningstid. For (andele) skal der offentliggøres indre værdi, emissionspris og indløsningspris for hver fondskode. Disse oplysninger skal gives til markedet mindst tre gange dagligt, samt når der sker væsentlige ændringer i værdierne.

Endvidere skal følgende oplysninger og ændringer heri offentliggøres til markedet:

- Udsættelse af indløsning
- Acontoudbytte
- Investeringsstrategi
- Ændring i ledelse, revision og investeringsforvaltningsselskabet
- Væsentlige aftaler
- Generalforsamling
- Opdateret/ændret prospekt
- Handel på andre regulerede markeder
- Finanskalender
- Årsregnskabsmeddelelse
- Årsrapport
- Delårsrapport samt
- Corporate Actions (fx fusioner)

For at sikre investorerne adgang til priser, der afspejler den indre værdi i markedet, har investeringsforeningerne indgået marked maker aftaler med en eller flere børsmæglere, som stiller priser i løbet af markedets åbningstid.

## **7.5. Prissammenligning**

Branchen offentliggør officielle afkaststatistikker efter ensartede og objektive kriterier. Afkastene gøres op på grundlag af de såkaldte indre værdier, som er de regnskabsmæssige værdier af investeringerne. Der offentliggøres et afkasttal pr. afdeling. Afkasttallene er suppleret med udsvingsmål og risikonøgletal som standardafgivelse og Sharpe Ratio. De enkelte afdelinger

præsenteres efter investeringsområde. Det er med til at sikre, at investorer og rådgivere sammenligner afdelinger, som reelt er sammenlignelige.

InvesteringsForeningsRådet forventer at indarbejde den nye fælleseuropæiske kategorisering – European Fund Classification – i statistikkerne 1. halvår 2011.

Den nye europæiske kategorisering er baseret på tre grundlæggende principper:

- Gennemsigtighed - Standarder definerer principper for kategoriseringen
- Investorbeskyttelse - Afdelingerne screenes (gennemgås) løbende for at sikre, at de lever op til principperne for klassifikationen
- Uafhængighed - Overvågningsarbejdet forestås af en neutral administrator

InvesteringsForeningsRådet offentliggør derudover en årlig omkostningsanalyse.

Omkostningernes størrelse ved investering i investeringsforeninger m.v. (investeringsbeviser eller andele) er vigtig, da omkostningerne i sidste ende går fra i investorernes afkast. Principperne for beregning af omkostningsnøgletallet ÅOP er defineret i branchestandarderne. Branchen informerer via ÅOP om prisen for at spare op i forening. Tallene er offentligt tilgængelige på InvesteringsForeningsRådets hjemmeside og gør det muligt at sammenligne på tværs – både mellem foreninger og afdelinger. Derudover offentliggør de enkelte investeringsforeninger på deres hjemmeside samt i årsrapporter ÅOP, ligesom ÅOP også skal fremgå af prospektet for den enkelte forening eller afdeling.

## **7.6. Oplysning om omkostninger**

I juni 2007 introduceredes ÅOP for investeringsforeningsbeviser (danske UCITS) efter et samarbejde mellem Finanstilsynet, Konkurrencestyrelsen, Forbrugerrådet, Forbrugestyrelsen, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansrådet, Dansk Aktionærforening og InvesteringsForeningsRådet.

ÅOP for investeringsbeviser er et nøgletal, som viser de samlede omkostninger ved at deltage i en forening. Nøgletallet er beregnet på baggrund af oplysninger fra investeringsforeningens årsrapporter og prospekter. Formålet med ÅOP er at skabe gennemsigtighed og give et sammenligningsgrundlag på tværs af foreninger og afdelinger.

Med UCITS IV-direktivet og den tilknyttede forordning indføres i sommeren 2011 regler om central investorinformation, med en overgangsordning frem til medio 2012 for eksisterende foreninger. Indholdet af central investorinformation er detaljeret fastlagt i forordningen, som ikke åbner mulighed for, at oplysninger om ÅOP gives som led i central investorinformation. Central investorinformation opererer i stedet med et andet omkostningsnøgletal i form af TER (Total Expense Ratio), som vil blive oplyst for alle danske og udenlandske UCITS. Der vil derimod ikke være mulighed for at pålægge udenlandske UCITS at oplyse ÅOP eller stille de oplysninger til rådighed, der er nødvendige for at beregne ÅOP.

I beregningen af TER og ÅOP indgår ikke de samme omkostninger. ÅOP og TER er derfor ikke identiske nøgletal, som umiddelbart kan sammenlignes, og i en rådgivningssituation, hvor både danske og udenlandske UCITS anbefales, vil ÅOP og TER ikke kunne benyttes til at sammenligne administrationsomkostninger i de anbefalede danske og udenlandske UCITS.

Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet vurderer, at der i dag ikke er den fulde transparens om priser og omkostninger på markederne for investeringsprodukter, der er en forudsætning for, at almindelige konkurrencekræfter kan virke og eventuelle fordele komme både de finansielle virksomheder og investorerne til gode.

Kunderne mangler et præcis indblik i de konflikter, der er forbundet med, at pengeinstitutterne i samarbejde med investeringsforvaltningsselskaberne designer, rådgiver om og sælger produkter.

Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet finder det for dårligt at en bank (en formidler) kun er pligtig til at oplyse om størrelsen af de provisioner investeringsforeningerne betaler i summarisk form. Banken skal, hvis kunden anmoder om det, give yderligere oplysninger, men det er forkert, at banken ikke, når den rådgiver kunden, skal oplyse, at der er forskel på provisionerne for forskellige investeringsforenings produkter. Forskellene kan blandt andet betyde, at banken modtager større provision, når den sælger et produkt med høj risiko end et med lav risiko. Når denne information ikke gives på forhånd af banken, så har kunderne ikke mulighed for selv at vurdere, om formidlernes rådgivning om risikotagning, er til kundens eller bankens fordel.

Derfor finder Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet, at hvis den finansielle industri skal have mulighed for at anvende nye strukturer, skal kunderne samtidig have bedre information om omkostninger og skjulte betalinger.

Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet lægger derfor stor vægt på, at ÅOP for investeringsforeninger fortsætter, og at ÅOP ikke udhules ved, at ÅOP tilpasses det omkostningsbegreb, der anvendes i central investorinformation. Svagheden ved omkostningsbegrebet i central investor information er, at investeringsforeningens handelsomkostninger holdes ude, så investeringsforeninger med meget forskellige handelsaktivitet fremtræder, som om de har lige store omkostninger.

Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet finder, at rapporten fokuserer på de finansielle virksomheders fordele og ulemper ved en ændring af reglerne. Der mangler en samlet og sikker vurdering af fordele og ulemper for kunderne, herunder om forbrugerbeskyttelsesniveauet generelt opretholdes.

Kommissionen forventes medio 2011 at fremsætte forslag til regulering af Packaged Retail Investment Products (PRIPS). Forslaget forventes at omfatte kollektive investeringsordninger, som ikke omfattes af UCITS IV-direktivet, pensionspuljeordninger, strukturerede indlån, strukturerede obligationer, en række derivater og visse forsikringsprodukter. PRIPS-initiativet indebærer, at der for de omfattede produkter udarbejdes central investorinformation, som bl.a. skal indeholde et omkostningsnøgletal.

På baggrund af den kommende EU-retlige regulering af nøgletal og implementeringen af de alternativer til investeringsforeninger, som er beskrevet i rapporten, vil branchen overveje, hvordan omkostningsnøgletal kan anvendes for at sikre større og mere ensartet prisgennemsigtighed for de forskellige produkter. Branchen vil endvidere i samarbejde med Forbrugerrå-

det, Dansk Aktionærforening og Finanstilsynet undersøge mulighederne for at udarbejde ét formuevægtet, samlet omkostningsnøgletal for standardiserede porteføljeplejeprodukter, som baserer sig på en kurv af danske og/eller udenlandske UCITS.

Endvidere vil branchen i samarbejde med Forbrugerrådet, Dansk Aktionærforening og Finanstilsynet undersøge mulighederne for at udarbejde ét formuevægtet, samlet omkostningsnøgletal ved individuelt udarbejdede investeringsanbefalinger vedrørende UCITS. Nøgletallet vil kunne indgå aktivt i rådgivningen.

Endelig er provisioner reguleret i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, som implementerer MiFID, der er et totalharmoniseringsdirektiv. MiFID er er p.t. genstand for en generel revision. Kommissionen overvejer spørgsmålet om informationer om ”inducements” i forbindelse med den kommende revision. Der er derfor for tiden ikke grundlag for særlige nationale tiltag på dette område.

Finansrådet henviser til, at værdipapirhandlerne i henhold til MiFID i den enkelte rådgivningssituation skal afdække kundens individuelle behov, herunder kundens risikoprofil og på den baggrund foreslå produkter, der er egnede for kunden. Banken må derfor i henhold til gældende regulering ikke foreslå kunden et produkt, der ikke passer til kundens risikoprofil. De af Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet foreslåede tiltag til investorbeskyttelse er således varetaget gennem en efterlevelse af MiFID's regler.

Det er derfor Finansrådets opfattelse, at Danmark skal følge EU-reguleringen på dette område, og at der ikke skal indføres dansk særregulering på områder, der allerede varetages gennem EU-regulering.

Dansk Aktionær Forening lægger endelig vægt på, at skatteregler for investorer, der er skattepligtige til Danmark, udformes og administreres så der er den samme beskatning af frie midler placeret i danske og udenlandske UCITS, og at udenlandske UCITS uden store ekstra omkostninger kan udbydes i Danmark. Ellers kan den frie konkurrence ikke virke for de danske investorer.

Investorer, som er skattepligtige til Danmark, bliver beskattet ens, uanset om deres frie midler er placeret i danske eller udenlandske UCITS. Der kan i den forbindelse henvises til rapportens kapitel 9 om ”Indplacering af investeringsfunde og investeringselskaber i det eksisterende skattesystem”.

## **7.7. Investorbeskyttelsesreglerne ved pengeinstitutternes formidling af andele**

### ***Investeringsrådgivning og egnethedsvurdering***

Når en værdipapirhandler<sup>7</sup> yder investeringsrådgivning (personlig anbefaling om køb/salg af et værdipapir m.v.) skal værdipapirhandleren foretage en egnethedsvurdering. Dette gælder også for handel med andele i UCITS. I den forbindelse skal instituttet indhente de nødvendige informationer om investor forud for eller senest samtidig med, at der ydes investeringsrådgivning, således at rådgivningen kan tage udgangspunkt i investors individuelle behov.

---

<sup>7</sup> Reglerne gælder også for et pengeinstitut m.fl., der yder investeringsrådgivning.

Værdipapirhandleren skal indhente de oplysninger om investor, som er nødvendige og relevante for, at værdipapirhandleren kan forstå og vurdere investors kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde, investors finansielle situation og investeringsformål, herunder investeringshorisont og risikovillighed. På baggrund af oplysningerne fastlægger værdipapirhandleren investors investeringsstrategi/profil, som danner grundlag for værdipapirhandlerens anbefalinger.

En anbefaling, som er rettet til investor personligt, kan både være en anbefaling om køb/salg eller om ikke at handle. Investeringsrådgiveren må kun yde investeringsrådgivning, såfremt de nødvendige og relevante oplysninger er til stede.

Hvis investor ikke ønsker at modtage rådgivning (anbefalinger), men investor ønsker at udføre en specifik transaktion, vil dette kunne ske under reglerne om hensigtsmæssighedstest eller ”execution only” afhængig af det finansielle instruments kompleksitet. UCITS anses ikke for at være komplekse, og investors ønske kan derfor gennemføres som execution only.

### ***Hensigtsmæssighedstest***

Hensigtsmæssighedstesten er en mellemvej mellem egnethedstesten på den ene side og execution only på den anden side. Bestemmelsen giver adgang til at foretage ekspeditioner med både komplekse og ikke-komplekse produkter forudsat, at investor har det fornødne kendskab og erfaring. Værdipapirhandleren skal alene indhente oplysninger om investors kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde. Omfanget af oplysninger, som skal indhentes, afhænger af kompleksitetsgraden og risikoniveauet af de produkter, som udbydes eller efterspørges, samt den konkrete investors forhold.

Værdipapirhandleren skal på baggrund af oplysningerne foretage en hensigtsmæssighedstest og vurdere, om det påtænkte produkt eller tjenesteydelsen er hensigtsmæssigt for investor. Hvis investor – selvom værdipapirhandleren har advaret om, at produktet er uhensigtsmæssigt for investor – alligevel ønsker at gennemføre transaktionen, kan denne gennemføres, og der er således ikke noget handelsforbud indbygget i bestemmelsen.

### ***Udelukkende ordreudførelse (”execution only”)***

I reglerne er der mulighed for execution only, hvis investor foretager transaktioner uden nogen form for egnethedsvurdering eller hensigtsmæssighedstest. Reglen kan anvendes ved internethandel, handel ved personlig fysisk henvendelse til en værdipapirhandler eller ved ordreafgivelser via telefonen. Execution only kan alene anvendes på investors egen anmodning og kun vedrørende handel med ”ikke-komplekse” produkter, som fx børsnoterede aktier, obligationer og UCITS.

### ***Samspil mellem de forskellige regler***

Det investorbeskyttelsesregime, som MiFID opstiller, går ud på at sikre, at når en værdipapirhandler giver en personlig anbefaling, kan dette ikke ske uden en egnethedstest. Investor har imidlertid adgang til at få foretaget ekspedition af ordrer uden at få personlige anbefalinger enten efter reglerne om hensigtsmæssighedstest eller reglerne om execution only.

### **Best execution**

Best execution-reglerne vedrører værdipapirhandlerens udførelse af kundeordrer, det vil sige køb og salg af andele i en investeringsforening. Reglerne indebærer, at værdipapirhandleren i en ordreudførelsespolitik skal redegøre for sit valg af handelssteder, fx regulerede markeder.

Værdipapirhandleren skal som minimum anvende de handelssteder, hvor der på løbende basis kan opnås de bedste resultater afhængigt af kundegrupper og værdipapirer. Herudover skal værdipapirhandleren træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det bedst mulige resultat for investor.

En værdipapirhandler skal helt konkret ved udførelse af modtagne ordrer træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det efter omstændighederne bedst mulige resultat for sine kunder, idet der tages hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningssandsynlighed, omfang, art og andre forhold, der er relevante for udførelsen af ordren ("best execution").

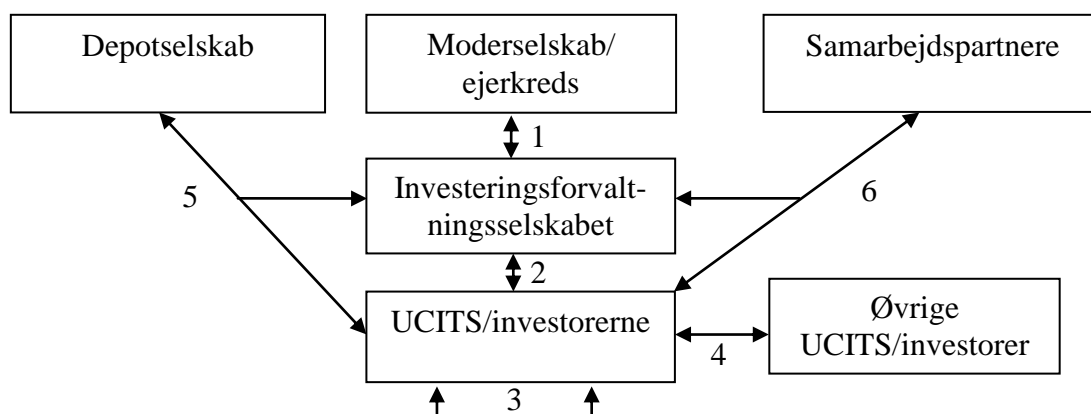
### **7.8. Håndtering af interessekonflikter**

Som led i investeringsforvaltningsselskabets almindelige drift vil der opstå en række situationer, hvor investeringsforvaltningsselskabet er forpligtet til at varetage to eller flere modsatrettede interesser.

Som led i investorbeskyttelsen er det nødvendigt at identificere og håndtere de potentielle interessekonflikter på en for investorerne effektiv og betryggende måde. For at sikre en generel, operationel og ensartet behandling af potentielle interessekonflikter for alle typer UCITS, behandles spørgsmålet med udgangspunkt i investeringsforvaltningsselskabet.

Overordnet skal behandlingen af interessekonflikter foretages i lyset af, at en række af interessenterne er under tilsyn og/eller er omfattet af reguleringen af finansielle virksomheder.

De forskellige interessenter har følgende indbyrdes relationer, som potentielt kan give anledning til interessekonflikter:





1. Moderselskab/ejerkreds og investeringsforvaltningsselskabet
2. Investeringsforvaltningsselskabet og UCITS/investorerne
3. Investorerne i samme UCITS
4. Flere UCITS/investorer administreret af samme investeringsforvaltningsselskab og individuelle investorer med en porteføljeplejeaftale
5. Depotselskab, investeringsforvaltningsselskab og UCITS, hvis depotselskabet og investeringsforvaltningsselskabet er koncernforbundet, eller hvis investeringsforvaltningsselskabet har koncernlignende relationer
6. Samarbejdspartnere

De mulige interessekonflikter mellem interessenterne er de samme, uanset hvilken type UCITS, der er tale om. Forskellene mellem de forskellige typer UCITS har primært betydning for, hvordan interessekonflikten skal håndteres, og hvem der involveres i den forbindelse.

Overordnet set virker det hensigtsmæssigt at finde en løsningsmodel, der er tilstrækkelig god til at identificere og håndtere interessekonflikter i forhold til investeringsfunde, der ikke har deres egen bestyrelse. Hvis modellen er tilstrækkeligt god til investeringsfunde, vil den også være hensigtsmæssig til investeringsforeninger og investeringsselskaber, som har deres egen bestyrelse.

Håndteringen af mulige interessekonflikter specificeres og eksemplificeres nedenfor.

### ***Generelt om håndteringen af interessekonflikter i den finansielle sektor***

Håndtering af interessekonflikter er et centralt led i den løbende drift i hele den finansielle sektor fx inden for værdipapirhandel, corporate finance, udarbejdelse af analyser mv. I løbet af de seneste år, har der været et øget fokus på håndtering af interessekonflikter. Dette har betydet, at lov om finansiel virksomhed har en bestemmelse i § 71 om, at virksomhederne eksempelvis skal have fokus på forretningsgange og identifikation af risici. Endvidere skal virksomhederne etablere fyldestgørende interne kontrolprocedurer mv. og procedurer, der skal sikre adskillelse af funktioner for at forebygge interessekonflikter.

På denne baggrund har der udviklet sig branchekutymer og interne retningslinjer for håndtering af interessekonflikter.

Som eksempel kan nævnes behovet for at sikre overholdelse af reglerne om forbud mod videregivelse af intern viden som ofte findes i pengeinstitutternes corporate finance afdelinger. Dette løses ved, at der etableres såkaldte Chinese walls mellem disse aktiviteter og resten af pengeinstituttet.

Et andet eksempel er branchestandarder for, hvordan man imødegår interessekonflikter i investeringsbanker. Her findes der helt konkrete regler om Chinese walls, regler om offentliggørelse og anvendelse af analyser, og sikring af analytikernes uafhængighed og analytikeres anvendelse i corporate finance virksomhed. Derudover er der retningslinjer for medarbejderhandler. En del af reglerne er suppleret med en detaljeret vejledning.

Endvidere findes der regler i MiFID-direktivet om, at der skal være en compliancefunktion hos værdipapirhandlerne. Krav om en tilsvarende compliancefunktion er nu også en del af UCITS IV-direktivet.

Endelig skal finansielle virksomheder overholde bekendtgørelse nr. 1325 af 1. december 2010 om ledelse og styring af pengeinstitutter m.v., der blandt andet stiller krav om en forretningsmæssig kontrol af aktiviteterne i en finansiell virksomhed, fx ved en løbende kontrol af transaktionerne og stadig fokus på at nedbringe de operationelle risici forbundet med at drive finansiell virksomhed. Selvom en UCITS ikke er en finansiell virksomhed, så er et investeringsforvaltningsselskab en finansiell virksomhed, og har derfor også sådanne kontroller. Bekendtgørelsen omfatter ikke investeringsforvaltningsselskabets administration af UCITS, men en bekendtgørelse herom forventes udstedt i 1. halvår 2011 af Finanstilsynet.

### ***Håndtering af interessekonflikter i UCITS I og III***

Det oprindelige UCITS-direktiv fastsatte en pligt for investeringsforvaltningsselskabet til at udøve sin virksomhed uafhængigt og udelukkende i investorernes interesse<sup>8</sup>.

Efterfølgende er det fastsat, at investeringsforvaltningsselskabets virksomhed skal være struktureret og organiseret med henblik på at minimere risikoen for, at de enkelte UCITS eller investorernes interesser skades på grund af interessekonflikter<sup>9</sup>. Investeringsforvaltningsselskabet er forpligtet til, at<sup>10</sup>:

- Handle ærligt og retfærdigt ved at udøve sin forretningsvirksomhed således, at det bedst muligt varetager interesserne for de UCITS, det administrerer, og således at markedets integritet sikres
- Forsøge at undgå interessekonflikter og, hvis de ikke kan undgås, sikre, at de UCITS, det administrerer, behandles retfærdigt
- Overholder alle de lovgivningsmæssige krav, der gælder for udøvelsen af dets virksomhed, således at det bedst muligt fremmer investorernes interesser og markedets integritet

### ***Nuværende håndtering af interessekonflikter vedrørende UCITS i dansk ret***

EU-reguleringen er blandt andet implementeret i lov om finansiell virksomhed § 101, hvorefter investeringsforvaltningsselskabet er forpligtet til at handle uafhængigt og udelukkende i foreningernes (UCITS) interesse. I den daglige ledelse skal investeringsforvaltningsselskabet varetage interesserne for de UCITS, som administreres, bedst muligt. Tilsvarende regel gælder for investeringsforeninger, jf. § 26 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

Derudover er investeringsforvaltningsselskaberne forpligtet til at have procedurer med henblik på at adskille funktioner i forbindelse med håndtering og forebyggelse af interessekonflikter, jf. lov om finansiell virksomhed § 71. Tilsvarende gælder for investeringsforeninger, jf. § 37 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

Endvidere gælder der et krav om uafhængighed for et flertal af investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse ("værnsreglerne"), jf. lov om finansiell virksomhed § 98. Tilsvarende gæl-

---

<sup>8</sup> Direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985, art. 10

<sup>9</sup> Direktiv 2001/107/EF, art. 5f

<sup>10</sup> Direktiv 2001/107/EF, art. 5 h

der for investeringsforeninger, jf. § 26, stk. 2, i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

### ***Fremtidig håndtering af interessekonflikter i UCITS IV***

EU-reguleringen af interessekonflikter er med vedtagelse af UCITS IV-direktivet<sup>11</sup> samt gennemførelsesdirektivet<sup>12</sup> blevet udvidet. Som en nyskabelse pålægges investeringsforvaltningsselskabet at oprette en permanent, effektiv og uafhængig compliancefunktion, der refererer til investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse og direktion.

Denne nye compliancefunktion bør tillægges en central rolle i forhold til den løbende overvågning af investeringsforvaltningsselskabets håndtering af interessekonflikter, herunder ved at Finanstilsynet har adgang til compliancerapporter som led i tilsynet med investeringsforvaltningsselskabet.

Etableringen af en compliancefunktion styrker sikkerheden for, at investeringsforvaltningsselskabet overholder gældende lovgivning, herunder om håndtering af interessekonflikter. Dog skal medlemmer af bestyrelsen og direktionen stadig selv adressere de interessekonflikter, der er forbundet med deres opgaver. Endvidere sikres tilstrækkelige tids- og kompetencemæssige ressourcer til, at den løbende kontrol kan gennemføres tilstrækkeligt og effektivt.

Ifølge gennemførelsesdirektivet skal compliancefunktionen:

- Kontrollere og med jævne mellemrum vurdere, om de ordninger, metoder og procedurer, der etableres og foranstaltninger, der er truffet for at afhjælpe eventuelle mangler for så vidt angår investeringsforvaltningsselskabets overholdelse af sine forpligtelser, er passende og effektive
- Rådgive og bistå de personer, der har ansvaret for at yde service og udføre aktiviteter, for at sikre, at investeringsforvaltningsselskabet overholder sine forpligtelser i henhold til relevant lovgivning

For at sikre compliancefunktionens korrekte og uafhængige varetagelse af dette ansvarsområde, indføres en pligt for investeringsforvaltningsselskabet til at sikre, at

- Compliancefunktionen har den nødvendige kompetence, de nødvendige ressourcer, den nødvendige sagkundskab og den nødvendige adgang til alle relevante oplysninger
- Der udpeges en medarbejder, som er ansvarlig for compliancefunktionen og al rapportering til den øverste ledelse om complianceforhold, navnlig med angivelse af, om der er truffet passende foranstaltninger i tilfælde af eventuelle mangler. Denne rapportering skal ske med jævne mellemrum og mindst en gang årligt
- De relevante personer, der er involveret i compliancefunktionen, ikke må involveres i leveringen af de tjenesteydelser eller udførelsen af de aktiviteter, de kontrollerer
- Metoden til at fastsætte vederlaget til de relevante personer med ansvar for overholdelse af selskabets forpligtelser ikke må bringe deres objektivitet i fare

---

<sup>11</sup> Direktiv 2009/65/EF

<sup>12</sup> Kommissionens direktiv 2010/43/EU om blandt andet organisatoriske krav og interessekonflikter

Compliancefunktionen skal tilpasses investeringsforvaltningsselskabets art, omfang og kompleksitet. Investeringsforvaltningsselskabet er fx ikke forpligtet til at overholde de to sidste punkter, såfremt det godtgøres, at kravene ikke står i rimeligt forhold til arten, omfanget og kompleksitetsgraden af dets forretninger, servicen og aktiviteterne. Samtidig skal compliancefunktionen vedblive med at være effektiv.

Ud over krav om en compliancefunktion rummer det nye UCITS IV-direktiv en række nye regler for investeringsforvaltningsselskabets håndtering af interessekonflikter, herunder med:

- Krav om effektiv politik og procedure for interessekonflikter, der tager hensyn til, om investeringsforvaltningsselskabet indgår i en koncern
- Organisatoriske og strukturelle krav til investeringsforvaltningsselskabet, herunder krav om funktionsadskillelse og uafhængighed, hvor aktiviteterne indebærer en risiko for interessekonflikt
- Krav om intern revisionsfunktion med rapportering til bestyrelsen (indgår investeringsforvaltningsselskabet i en finansiel koncern, vil selskabet efter gældende regler være omfattet af koncernens interne revision)
- Permanent og uafhængig risikostyringsfunktion samt veldokumenteret risikostyringsstrategi
- Krav om fortegnelse over interessekonflikter samt information til investorerne om potentielle interessekonflikter samt håndteringen heraf
- Krav om effektiv og gennemsigtig procedure for en rimelig og omgående behandling af klager fra investorer

Forebyggelse og imødegåelse af interessekonflikter hviler således ikke alene på den nye compliancefunktion, der ikke alene skal påse, at reglerne om interessekonflikter overholdes, men som også skal påse, at investeringsforvaltningsselskabet eller foreningen overholder en række regler. Såvel bestyrelsen i UCITS som bestyrelsen og direktionen i investeringsforvaltningsselskaber skal adressere reglerne om interessekonflikter, herunder de interessekonflikter, de selv er en del af fx ved indgåelse af aftaler for en UCITS eller som vedrører en UCITS. På samme måde skal bestyrelsen i UCITS og direktionen m.fl. i investeringsforvaltningsselskaber være opmærksomme på og undgå interessekonflikter, når de foreslår bestyrelsesmedlemmer i UCITS, der er investeringsselskaber eller investeringsforeninger.

#### ***Den generelle imødegåelse og håndtering af interessekonflikter***

De ovenfor skitserede instrumenter til håndtering og forebyggelse af interessekonflikter er relevante for mulige interessekonflikter mellem:

1. Moderselskab/ejerkreds og investeringsforvaltningsselskabet
2. Investeringsforvaltningsselskabet og UCITS/investorerne
3. Investorerne i samme UCITS
4. Flere UCITS/investorer administreret af samme investeringsforvaltningsselskab og individuelle investorer med en porteføljeplejeaftale
5. Depotselskab og UCITS, hvis depotselskabet og investeringsforvaltningsselskabet er koncernforbundet, eller hvis investeringsforvaltningsselskabet har koncernlignende relationer
6. Investeringsforvaltningsselskabet og dets samarbejdspartnere

Som udgangspunkt imødegås og håndteres interessekonflikter via en række værktøjer.

Overordnet set er det vigtigt, at en UCITS eventuelle bestyrelse og ledelse har fokus på interessekonflikter i dens investeringsforvaltningsselskab og på at fjerne eller minimere dem, samt at ledelserne er bevidste om, hvornår de selv udfører opgaver, der er forbundet med interessekonflikter.

Endvidere bør interessekonflikter håndteres med udgangspunkt i et princip om transparens, således at det sikres, at de relevante informationer stilles til rådighed for den enkelte investor på en tilgængelig og forståelig måde. Det afgørende må således være, at den enkelte investor løbende har mulighed for at vurdere sin investering samt varetage sine interesser på oplyst grundlag. Transparens og prissammenligning er nærmere behandlet i kapitel 7.4. og 7.5.

Dette princip retter sig både mod den enkelte UCITS og markedet generelt, idet investorerne skal sikres et reelt grundlag for sammenligning af flere UCITS – herunder på tværs af landegrænser.

Et princip om transparens synes at være i overensstemmelse med UCITS IV-direktivet, hvor introduktionen af central investorinformation netop har til formål at gengive relevante informationer på en tilgængelig og overskuelig måde. Se nærmere om central investorinformation under punkt 7.1.

Princippet om transparens suppleres af en række ”generelle værktøjer”, der har betydning for flere eller alle de skitserede konfliktrelationer. Heraf skal navnlig fremdrages:

- Krav om effektive politikker og procedurer for identifikation og håndtering af interessekonflikter
- Organisatoriske og strukturelle krav
- Den almindelige forretningsmæssige kontrol
- Compliancefunktionens og intern revisions løbende kontrol
- Krav om en permanent og uafhængig risikostyringsfunktion

Investeringsforvaltningsselskabets politikker og procedurer skal blandt andet indeholde modeller for allokering og ordreudførelse, sikring af tilstrækkeligt uddannelse af relevante medarbejdere samt procedure for rapportering ved en medarbejders konstatering af en interessekonflikt. Indgår investeringsforvaltningsselskabet i en koncern, skal der i politikkerne tages hensyn hertil, og det bør sikres, at aftaler med koncernrelaterede selskaber indgås på markedsmæssige vilkår ikke alene sammenlignet med andre UCITS, men også sammenlignet med andre investorer med tilsvarende kapital eller formue.

Organisationen skal tilrettelægges med effektiv funktionsadskillelse samt procedurer for udveksling af oplysninger mellem personer, der indebærer en risiko for interessekonflikt. Herudover rummer gennemførelsesdirektivet en række krav til blandt andet særskilt tilsyn med og vederlag til relevante ansatte i investeringsforvaltningsselskabet.

Investeringsforvaltningsselskabets forretningsgrundlag er tæt forbundet med investorernes tilid til selskabets evne til blandt andet at håndtere interessekonflikter. Investeringsforvaltningsselskabet har derfor et forretningsmæssigt incitament til via almindelige forretningsmæssige

kontroller, der eventuelt går videre end de lovgivningsmæssige krav, at sikre en organisation og kontrolmiljø, der fordrer en fastholdelse og udvikling af investorernes tillid til selskabet - herunder med en effektiv håndtering af interessekonflikter. Denne almindelige forretningskontrol må antages med udgangspunkt i lovgivningen at søge at møde de særlige behov og ønsker som den konkrete investorkreds måtte have.

Reglernes efterlevelse er i fokus hos navnlig compliancefunktionen og den interne revision, der begge løbende kontrollerer og følger op på investeringsforvaltningsselskabets overholdelse af lovgivningen samt interne regler og politikker. Begge er uafhængige af investeringsforvaltningsselskabets øvrige organisation, og refererer henholdsvis til direktionen og bestyrelsen. Hertil kommer Finanstilsynets mulighed for i forbindelse med tilsynsbesøg at gennemgå og kontrollere compliancerapporterne og investeringsforvaltningsselskabets politik og procedure for håndtering af interessekonflikter.

Investeringsforvaltningsselskabet har som udgangspunkt pligt til at etablere en permanent risikostyringsfunktion. Risikostyringsfunktionen, der skal være hierarkisk og funktionelt uafhængig af operative enheder, skal bl.a. gennemføre risikostyringsstrategien og -procedurene samt sikre overholdelsen af lovpligtige grænser for samlet eksponering og modpartsrisiko. Herudover skal risikostyringsfunktionen løbende aflægge beretning til investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse. Den permanente risikostyringsfunktion skal have de nødvendige beføjelser og adgang til alle relevante oplysninger, som er nødvendige for varetagelsen af dens opgaver.

Investeringsforvaltningsselskabet skal kunne godtgøre, at der er truffet passende foranstaltninger til forebyggelse af interessekonflikter med henblik på at sikre uafhængig risikostyring. Det nærmere indhold heraf må fortolkes konkret i forhold til det enkelte investeringsforvaltningsselskabs opbygning, struktur m.v.

Denne interne kontrol bringer beskyttelsesniveauet på niveau med, hvad der gælder for de øvrige finansielle virksomheder.

I det følgende gennemgås håndtering af potentielle interessekonflikter mellem de forskellige parter i de 6 relationer ovenfor. Der henvises ikke særskilt til brugen af de generelle værktøjer, som er beskrevet ovenfor. Men for hver enkelt konflikt vil det blive overvejet, om særlige forhold kan begrunde yderligere instrumenter til håndtering af interessekonflikter.

#### ***Ad 1 Moderselskab/ejerkreds og investeringsforvaltningsselskabet***

Interessekonflikter mellem moderselskabet/ejerkredsen kan primært opstå i forbindelse med investeringsforvaltningsselskabets tilrettelæggelse af driften samt anvendelse af selskabets midler.

Interessekonflikter kan også opstå, fordi investeringsforvaltningsselskabet har pligt til at varetage de forvaltede UCITS' interesser bedst muligt samtidig med, at selskabet skal leve op til et indtjeningsmål i selskabet og koncernen.

De potentielle konflikter vedrørende investeringsforvaltningsselskabets tilrettelæggelse af driften m.v. håndteres i den almindelige selskabsret, herunder selskabslovens § 115, hvorefter bestyrelsen har pligt til at sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed. I forhold

til investeringsforvaltningsselskaber er dette også reguleret i artikel 4 i direktiv 2010/43/EU samt bekendtgørelse nr. 1325 af 1. december 2010 om ledelse og styring af pengeinstitutter m.v.<sup>13</sup> Denne type konflikter adskiller sig ikke fra det, der normalt kan forekomme mellem et selskab og dets moderselskab/ejerkreds.

Interessekonflikten mellem moderselskabets/ejerkredsens ønske om indtjening og investeringsforvaltningsselskabets pligt til bedst muligt at varetage den enkelte UCITS' interesse bør ses i lyset af, at selskaberne har et fælles ønske om at fastholde og forbedre deres konkurrenceevne og markedsandele.

Denne interessekonflikt reguleres blandt andet i administrationsaftalen, hvor der gælder et generelt krav om, at aftalen indgås på markedsbaserede vilkår samt i den enkelte UCITS vedtægter/fundsbestemmelser. Heri fastsættes blandt andet et maksimum for den enkelte UCITS omkostninger, den enkelte UCITS investeringspolitik samt rammerne for investeringsforvaltningsselskabets forvaltning af UCITS.

Hertil kommer, at der i prospektet, central investorinformation samt de løbende årsrapporter for den enkelte UCITS er gennemsigtighed omkring omkostningerne ved administrationen. Her vil investorerne løbende kunne sammenligne omkostnings- og afkastniveau mellem de forskellige UCITS. Derudover henvises til de øvrige ”generelle værktøjer”, herunder navnlig de interne politikker og procedurer for tilsikring af markeds-mæssige vilkår samt compliancefunktionens løbende kontrol og overvågning heraf.

### ***Ad 2 Investeringsforvaltningsselskabet og UCITS/investorerne***

I forbindelse med investeringsforvaltningsselskabets forvaltning af en UCITS kan der opstå interessekonflikter mellem investeringsforvaltningsselskabet og den enkelte UCITS, der ikke har sammenhæng med moderselskabets/ejerkredsens interesser. Konflikterne kan blandt andet opstå i forbindelse med investeringsforvaltningsselskabets tilrettelæggelse af driften, antagelse af ekstern rådgivning og videredelegation m.v.

Denne type interessekonflikter håndteres som skitseret ovenfor under Ad 1, idet det ikke findes at have selvstændig betydning, hvorvidt investeringsforvaltningsselskabets interesser er sammenfaldende eller uafhængige med ejerkredsen/moderselskabets interesser.

### ***Ad 3 Investorerne i samme UCITS***

I den enkelte UCITS kan der være investorer, som ønsker at fremme særinteresser på bekostning af de øvrige investorer. Karakteristisk for denne type interessekonflikt er, at investeringsforvaltningsselskabet ikke er part i konflikten, men i kraft af administrationsaftalen har ansvar for håndteringen heraf.

Investeringsforvaltningsselskabet har pligt til at varetage interesserne for UCITS'en som helhed. Hensynet hertil kan ikke tilsidesættes til fordel for en enkelt investor.

Investeringsforvaltningsselskabets håndtering heraf sker via de generelle værktøjer, idet navnlig compliancefunktionens kontrol og overvågning vil sikre, at varetagelsen af UCITS interesser ikke tilsidesættes til fordel for en enkelt investor.

---

<sup>13</sup> Bekendtgørelsen omfatter ikke investeringsforvaltningsselskabets administration af UCITS, men en bekendtgørelse herom forventes udstedt i 2. halvår 2011 af Finanstilsynet.

***Ad 4 Flere UCITS/investorer administreret af samme investeringsforvaltningsselskab og individuelle investorer med en porteføljeplejeaftale***

Det kan forekomme, at der mellem to eller flere UCITS/investorer og individuelle investorer kan være modgående interesser i fx kursudviklingen på et konkret værdipapir. Investeringsforvaltningsselskabet er som udgangspunkt ikke part i denne type interessekonflikter, men skal som administrator håndtere konflikten. Investeringsforvaltningsselskabet kan tænkes inddraget i interessekonflikten, såfremt investeringsforvaltningsselskabet har en særlig interesse i den ene UCITS/investor frem for den anden.

Der skal også tages højde for de interessekonflikter, der kan opstå mellem en UCITS' afdelinger, f.eks. i relation til fordeling af omkostninger mellem afdelingerne.

Interessekonflikter kan desuden opstå, når ledelsen i en UCITS skal varetage den enkelte UCITS forhold i relation til andre UCITS, f.eks. i forbindelse med fordeling af omkostninger mellem de enkelte UCITS, eller en UCITS betaling for administration til et investeringsforvaltningsselskab, der hovedsagelig ejes af en anden UCITS. Derudover kan der opstå interessekonflikter ved allokering af delvist udførte ordrer eller ensartede handler gennemført til forskellige kurser, når flere administrerede UCITS og selskabets andre investorer investerer i den samme type finansielle instrumenter.

Håndteringen heraf sker via de generelle værktøjer, idet navnlig investeringsforvaltningsselskabets politikker for identifikation og håndtering af interessekonflikter vil rumme bestemmelser om allokering og ordregennemførelse. Det er her et afgørende princip, at den enkelte UCITS/investor ikke begunstiges på de øvrige UCITS/investorers vegne.

***Ad 5 Depotselskab, investeringsforvaltningsselskab og UCITS***

Relationen mellem depotselskabet og UCITS medfører en interessekonflikt, hvis investeringsforvaltningsselskabet og depotselskabet er koncernforbundet eller der herimellem er koncernlignende interessefællesskab, når en UCITS har indgået andre aftaler fx om investeringsrådgivning, handel med finansielle instrumenter og markedsføring af andele.

Denne type interessekonflikt håndteres som anført nedenfor under ad 6, idet der dog særligt henvises til investeringsforvaltningsselskabets politik for håndtering af interessekonflikter, kravet om markedsvilkår samt compliancefunktionens løbende kontrol og overvågning heraf.

Har depotselskabet og investeringsforvaltningsselskabet flere aftaleforhold ud over depotselskabsaftalen øges deres indbyrdes afhængighed.

***Ad 6 Investeringsforvaltningsselskabet og dets samarbejdspartnere***

I forhold til samarbejdspartnere kan der være følgende typer relationer:

- Investeringsforvaltningsselskabet er koncernforbundet med samarbejdspartneren
- Investeringsforvaltningsselskabet har koncernlignende relationer i samarbejdspartneren
- Investeringsforvaltningsselskabets koncern har interesser i forhold til samarbejdspartnere (fx kommercielle interesser)
- Interessekonflikter internt hos samarbejdspartneren



Outsourcing fra UCITS eller investeringsforvaltningsselskabet til en tredjepart – fx indgåelse af en porteføljeforvaltnings- eller formidlingsaftale – kan medføre en interessekonflikt, hvis outsourcing sker til et med investeringsforvaltningsselskabet koncernforbundet selskab, eller hvis investeringsforvaltningsselskabets koncern har en særlig interesse i indgåelse af aftale med netop denne samarbejdspartner.

Det er derfor vigtigt, at investeringsforvaltningsselskabet blandt andet gennem sine generelle politikker og procedurer sikrer, at hver UCITS opnår den pris og de vilkår hos samarbejdspartneren, som dens størrelse berettiger til, og som tilsvarende kunder normalt betaler for ydelserne. Der kan eksempelvis være tale om vederlag for opbevaring af UCITS'ens finansielle instrumenter, investeringsrådgivning, handel med finansielle instrumenter samt markedsføring og salg til og rådgivning af potentielle investorer. Endvidere skal investeringsforvaltningsselskabet løbende kontrollere, at den enkelte UCITS modtager kontraktmæssige ydelser fra samarbejdspartneren.

Som et andet eksempel kan nævnes, at en UCITS skal investere til gavn for denne og dens investorer og ikke for at hjælpe en samarbejdspartner med at placere en emission eller øge omsætning for samarbejdspartneren.

Ved eventuel outsourcing til en uafhængig tredjepart er der endvidere en risiko for, at investeringsforvaltningsselskabet og/eller en UCITS interesser tilsidesættes som følge af interessekonflikter hos denne tredjepart.

Håndteringen af interessekonflikterne tilgodeses ved investeringsforvaltningsselskabets lovmæssige pligt til at handle uafhængigt og udelukkende i den enkelte UCITS interesse, hvilket løbende påses og kontrolleres af compliancefunktionen.

Hertil kommer kravene til håndtering af interessekonflikter hos modtageren af de outsourcete opgaver, herunder eksempelvis porteføljeforvalterens pligt til at have funktionsopdeling samt et regelsæt for ordrehåndtering og best execution.

Det bør - i forbindelse med outsourcing – anføres i selve aftalen, at tredjeparten er forpligtet til løbende at sikre en tilstrækkelig og effektiv håndtering af interessekonflikter.

### ***Ledelsens og medarbejdernes uafhængighed***

Som anført ovenfor kan der opstå situationer, hvor et ledelsesmedlem eller en ansat i investeringsforvaltningsselskabet potentielt kan have egne særinteresser, der strider mod interesserne for en eller flere UCITS. Det samme gælder, hvis den pågældende har interesser på grund af tilknytning til en virksomhed, som en UCITS har en ikke væsentlig aftale med. Denne type interessekonflikter adskiller sig fra de ovenfor skitserede ved, at investeringsforvaltningsselskabet og den enkelte UCITS sædvanligvis har sammenfaldende interesser i, at dette (ulovlige) misbrug ikke finder sted.

Ledelsen og medarbejdernes uafhængighed sikres blandt andet via:

- Habilitetsregler
- Ansættelseskontrakter

- Insider-lister
- Medarbejderhandelsregler
- Investeringsforvaltningsselskabets pligt til løbende at identificere og minimere risikoen for interessekonflikter for de enkelte ledelsesmedlemmer og ansatte
- Finanstilsynets mulighed for at fastsætte bestemmelser om aflønning af bestyrelse, direktion og de øvrige medarbejdere med resultatorienteret aflønning
- Særskilt tilsyn med medlemmer af ledelsen eller ansatte i tilfælde, hvor den pågældendes hovedfunktioner kan føre til interessekonflikter
- Uafhængig vederlæggelse af personer, der udfører forskellige aktiviteter i investeringsforvaltningsselskabet, hvor samspillet mellem dem ellers kunne medføre særinteresse for medarbejderen
- Foranstaltninger, som skal forhindre eller begrænse blandt andet ledelsesmedlemmer og ansatte personer i at udøve utilbørlig indflydelse
- Foranstaltninger, der skal forhindre og kontrollere et ledelsesmedlems eller en ansats involvering, nu eller senere, i en porteføljevaltning, hvis involvering er egnet til at så tvivl om medarbejderen uafhængighed fra særinteresser
- Investeringsforvaltningsselskabets forretningsmæssige kontrol, idet investeringsforvaltningsselskabet og en UCITS har sammenfaldende interesser i at sikre ledelsens og medarbejdernes uafhængighed

## **8. Rammevilkår for investeringsforvaltningsselskabernes administration af alternative investeringsordninger**

### **8.1. Rolle- og opgavefordeling, når et investeringsselskab har udpeget et investeringsforvaltningsselskab**

De primære regler for investeringsforvaltningsselskaber findes i UCITS IV-direktivet, som regulerer investeringsforvaltningsselskabers forpligtelser og udøvelse af virksomhed. Reglerne er ens uanset, hvilken type UCITS selskabet administrerer.

UCITS IV-direktivet definerer i bilag II opgaver, der indgår i administration af investeringsinstitutter, således:

- Investeringsforvaltning
- Administration, dvs.:
  - Juridisk bistand og regnskabstjenester i forbindelse med fondsforvaltning
  - Kundeforespørgsler
  - Værdi- og prisfastsættelse (herunder selvangivelser)
  - Kontrol med overholdelse af lovgivning
  - Ajourføring af deltagerregister
  - Udlodning af overskud
  - Emission og indløsning af andele
  - Kontraktetablering (herunder udstedelse af beviser)
  - Registrering
- Markedsføring

UCITS IV-direktivet skelner mellem investeringsselskaber, som har udpeget et investeringsforvaltningsselskab og investeringsselskaber, som er selvadministrerende. Det foreslås, at in-

vesteringselskaber skal have pligt til at udpege et investeringsforvaltningsselskab til varetagelsen af hele driften af investeringselskabets virksomhed, herunder de i UCIT IV-direktivets bilag II definerede opgaver, jf. ovenfor.

De enkelte medlemslande har i henhold til direktivet pligt til at udarbejde tilsynsregler, som investeringsforvaltningsselskabet skal efterleve i forbindelse med administration af UCITS.

### ***Bestyrelsesopgaver contra direktionsopgaver på det finansielle område***

Som nævnt ovenfor varetager bestyrelsen den overordnede og strategiske ledelse af selskabet og sørger for, at selskabets virksomhed er organiseret forsvarligt. Dette indebærer, at bestyrelsen – udover at have den strategiske ledelse - i henhold til selskabslovens § 115 skal sikre sig, at følgende er opfyldt:

- Bogføringen og regnskabsaflæggelsen foregår på en måde, der efter selskabets forhold er tilfredsstillende
- Der er etableret de fornødne procedurer for risikostyring og interne kontroller
- Bestyrelsen modtager løbende den fornødne rapportering om selskabets finansielle forhold
- Direktionen udøver sit hverv på en behørig måde og efter bestyrelsens retningslinjer
- Selskabets kapitalberedskab er til enhver tid forsvarligt, herunder at der er tilstrækkelig likviditet til at opfylde selskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder, og selskabet er således til enhver tid forpligtet til at vurdere den økonomiske situation og sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt

Til den daglige ledelse hører som udgangspunkt alle andre opgaver, som efter selskabets forhold ikke er af usædvanlig art eller stor betydning. Sådanne dispositioner kan direktionen kun foretage efter særlig bemyndigelse fra bestyrelsen, medmindre bestyrelsens beslutning ikke kan afventes uden væsentlig ulempe for selskabets virksomhed.

Bestyrelsen har altid mulighed for at overtage en konkret sag fra direktionen, men må ikke gøre det generelt, således at den reelt overtager direktionens opgaver og funktioner, hvorved den tilsigtede kontrolfunktion fra bestyrelsens side ophører.

En central del af direktionens opgaver er at sikre, at selskabets bogføring sker under iagttagelse af lovgivningens regler herom, og at formueforvaltningen foregår på betryggende måde. Derudover skal direktionen sikre, at selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt, herunder at der er tilstrækkelig likviditet til at opfylde selskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder. Selskabet er således til enhver tid forpligtet til at vurdere den økonomiske situation og sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt.

### ***Virksomheden i et investeringselskab***

Et investeringselskab oprettet i henhold til UCITS IV-direktivet har og kan ikke indeholde anden virksomhed end at investere selskabets egenkapital (den af investorerne indskudte kapital). Derved adskiller et investeringselskab sig fra andre erhvervsvirksomheder, der drives i selskabsform. Andre selskaber har typisk et bredere virksomhedsområde og en bredere formålsbestemmelse, fx ”Selskabet driver bankvirksomhed af enhver art samt anden efter lovgivningens tilladt virksomhed” eller ”Opførelse af og handel med fast ejendom”.

Endvidere er den virksomhed, som investeringsselskabet kan drive, uddybende reguleret i lovgivningen og i vedtægterne.

Ved antagelse af et investeringsforvaltningsselskab overlader investeringsselskabet driften af selskabets virksomhed til investeringsforvaltningsselskabet. Drift af en sådan virksomhed er en ”kerneydelse” for investeringsforvaltningsselskabet, der er reguleret i lov om finansiel virksomhed og under tilsyn. Derfor findes det naturligt, at både udførelsen og ansvaret for udførelsen af investeringsselskabets daglige virksomhed overdrages til investeringsforvaltningsselskabet.

Investeringsforvaltningsselskabet har en egen bestyrelse, som udfører en række ledelsesmæssige opgaver og kontroller/tilsyn, herunder en række kontroller, der vedrører driften af investeringsselskabets virksomhed.

### ***Fordeling af opgaver mellem investeringsforvaltningsselskabet og investeringsselskabets bestyrelse***

Investeringsforvaltningsselskabets øverste myndighed er generalforsamlingen, der skal:

- Vedtage vedtægter og vedtægtsændringer
- Vælge bestyrelsen og revisor
- Godkende årsrapport
- Beslutte bestyrelsesmedlemmernes honorar
- Træffe beslutning om fusion, likvidation og ophør

Investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse skal:

1. Godkende forslag til ændrede vedtægter samt indstille disse til vedtagelse af generalforsamlingen
2. Træffe beslutning om valg af investeringsforvaltningsselskab samt indgå administrationsaftalen med dette
3. Træffe beslutning om valg af depotselskab samt indgå depotaftale med dette
4. Fastlægge investeringsrammer for investeringsselskabet, herunder investeringspolitikken m.v.
5. Vurdere og underskrive prospekter og prospektændringer
6. Godkende årsrapport og indstille den til generalforsamlingen
7. Fastlægge budget
8. Kontrollere at depotselskabet og investeringsforvaltningsselskabet leverer deres ydelser i overensstemmelse med de indgåede aftaler
9. Have forelagt compliance- og risikorapportering, der vedrører de ydelser, som investeringsforvaltningsselskabet skal levere til investeringsselskabet til orientering og eventuel reaktion

Investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse udpeger efter forhandling et investeringsforvaltningsselskab. Herefter indgås en administrationsaftale. I forbindelse hermed skal investeringsselskabets bestyrelse f.eks. tage stilling til:

- Om investeringsselskabets bestyrelse har særlige krav til de ydelser, som investeringsforvaltningsselskabet skal levere
- Om investeringsforvaltningsselskabet kan delegere opgaver til andre (underleverandører) og i givet fald på hvilke betingelser
- Det ønskede niveau for rapportering fra investeringsforvaltningsselskabet inden for lovens rammer

I forbindelse med fastlæggelse af investeringsrammer for investeringsselskabet skal investeringsselskabets bestyrelse fx tage stilling til:

- Fastlæggelse af afdelingens investeringsunivers, og herunder, om det skal afgrænses i forhold til vedtægterne.
- Om afdelingen skal være aktivt eller passivt forvaltet
- Afdelingens risikomål
- Om afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter

Ved fastlæggelse af budget bemærkes det, at dette normalt kun indeholder følgende poster:

- Honorar og gebyr til depotselskabet
- Honorar til investeringsforvaltningsselskabet
- Honorar til bestyrelsen

Kontrollen, af om investeringsforvaltningsselskabet og depotselskabet leverer i overensstemmelse med de indgåede aftaler, har karakter af en reaktionspligt. Grundlæggende skal investeringsselskabets bestyrelse kontrollere om:

- Investeringsforvaltningsselskabet og depotselskabet opfylder de forpligtelser, som de har påtaget sig i de respektive aftaler
- Investeringsforvaltningsselskabets afkast er fornuftige også i forhold til omkostningerne
- Prisen for de aftalte ydelser er markedskonforme for tilsvarende investorer
- Den forelagte compliance- og risikorapportering giver anledning til reaktion

Hvis bestyrelsen eksempelvis finder, at afkastet ikke er tilfredsstillende, skal den bede investeringsforvaltningsselskabet om at redegøre for, hvordan det vil rette op på forholdene eller alternativt finde et andet investeringsforvaltningsselskab. Investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse skal således ikke have indsigt i investeringsforvaltningsselskabets daglige drift af investeringsselskabet, men skal forholde sig til investeringerne, herunder om afkastet m.v. er tilfredsstillende.

### ***Investeringsforvaltningsselskabets opgaver og forpligtelser***

Investeringsforvaltningsselskabet skal over for investeringsselskabet være forpligtet til:

- At udføre de i UCITS IV-direktivets bilag II nævnte opgaver, herunder fungere som bestyrelsessekretariat
- Bistå investeringsselskabets bestyrelse i kontakten med depotselskabet

- Levere rapportering, der gør det muligt for investeringsselskabets bestyrelse at kontrollere om investeringsforvaltningsselskabet overholder de forpligtelser, som følger af administrationsaftalen

Niveauet for rapportering defineres af det enkelte investeringsselskabs bestyrelse og fastlægges i administrationsaftalen i overensstemmelse med de regler, som Finanstilsynet fastsætter. Som eksempel kan nævnes, at investeringsforvaltningsselskabet skal være forpligtet til at give meddelelse om:

- Overskridelse af de af investeringsselskabets bestyrelse fastsatte investeringsrammer,
- Overtrædelse af lovbestemmelser, der vedrører de i UCITS IV-direktivets bilag II nævnte ydelser
- Rapportering om udnyttelse af investeringsgrænserne
- Påbud fra Finanstilsynet
- Problemer med investeringsforvaltningsselskabets overholdelse af solvenskrav
- Modtagelse af væsentlige eller mange ”enslydende” investorklager

Bestyrelsen i investeringsselskabet har ret til at kræve en revisorerklæring vedrørende investeringsforvaltningsselskabets overholdelse af administrationsaftalen.

Et investeringsforvaltningsselskab er i modsætning til en UCITS en finansiel virksomhed og er derfor reguleret i henhold til Lov om finansiel virksomhed og kan tilrettelægge sin virksomhed som sådan. Herunder kan investeringsforvaltningsselskabet træffe beslutning om, at visse opgaver outsources til 3. mand med henblik på at opnå en mere effektiv drift af selskabet. Sådanne beslutninger kan investeringsforvaltningsselskabet også træffe vedrørende opgaver, som udføres som følge af kontraktmæssige forpligtelser over for investeringsselskabet. I så fald skal delegationsreglerne overholdes.

Som eksempel herpå kan nævnes, at hvis investeringsforvaltningsselskabet ikke selv besidder investeringskompetence vedrørende et bestemt investeringsområde, fx det kinesiske aktiemarked, kan investeringsforvaltningsselskabet indgå aftale med en ekstern porteføljerådgiver, der har ekspertise på området. Investeringsforvaltningsselskabet afholder selv omkostninger til den eksterne forvalter.

Et andet eksempel kunne være, at et investeringsforvaltningsselskab, der indgår i en finansiel koncern, vurderer, at en it-baseret opgave kan gøres billigere og mere effektiv ved at outsource opgaven til et andet selskab i koncernen.

Investeringsforvaltningsselskabets muligheder for outsourcing er reguleret af UCITS IV-direktivets bestemmelser om, at selskabet ikke må outsource så mange opgaver, at selskabet ender med at blive et ”tomt” selskab, samt at investeringsforvaltningen ikke må outsources til den enkelte UCITS’ depositar eller til andre foretagender, hvis interesser kan være i strid med investeringsforvaltningsselskabets eller investorernes interesser. Investeringsforvaltningsselskabet skal i det enkelte tilfælde kunne redegøre for at disse betingelser er opfyldt.

Derudover er investeringsforvaltningsselskabet underlagt de gældende regler for finansielle virksomheders outsourcing, jf. Lov om finansiel virksomhed.

Det forhold, at investeringsforvaltningsselskabet er en finansiel virksomhed medfører klare retningslinjer for, hvilke opgaver der henhører under investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse, jf. bekendtgørelse nr. 1325 af 1. december 2010 om ledelse og styring af pengeinstitutter mv.<sup>14</sup> Disse regler om bestyrelsens opgaver går videre og er mere konkrete, end tilfældet er for bestyrelser i andre (ikke finansielle) virksomheder.

Som led i varetagelsen af den overordnede og strategiske ledelse af investeringsforvaltningsselskabet skal bestyrelsen blandt andet:

- Træffe eventuel beslutning om virksomhedens forretningsmodel
- Vurdere om virksomhedens risikoprofil og politikker samt retningslinjerne til direktionen er forsvarlige i forhold til virksomhedens forretningsmæssige aktiviteter, organisation og ressourcer samt de markedsforhold, som virksomhedens aktiviteter drives under
- Vurdere og tage stilling til virksomhedens budgetter, kapital, likviditet, væsentlige dispositioner, særlige risici og overordnede forsikringsforhold
- Overvåge, at direktionen varetager sine opgaver på en betryggende måde og i overensstemmelse med den fastlagte risikoprofil, de fastlagte politikker samt retningslinjerne til direktionen
- Sikre, at direktionens rapportering til og information af bestyrelsen er fyldestgørende for bestyrelsens arbejde
- Overvåge, at virksomheden har effektive former for virksomhedsstyring
- Når påkrævet og mindst én gang årligt træffe beslutning om virksomhedens individuelle solvensbehov
- Træffe beslutning om outsourcing af væsentlige aktivitetsområder

Bestyrelsen skal, når virksomhedens forhold, markedsforhold eller andre relevante forhold tilsliger dette, dog mindst en gang om året, foretage en vurdering af virksomhedens risici. Bestyrelsen skal på baggrund af den foretagne risikovurdering af virksomheden vedtage relevante politikker og beredskabsplaner m.v.

På grundlag af den foretagne risikovurdering og de vedtagne politikker skal bestyrelsen give direktionen skriftlige retningslinjer. Retningslinjerne skal angive, hvilke dispositioner direktionen i investeringsforvaltningsselskabet kan foretage som led i dens stilling, hvilke beslutninger direktionen eventuelt kan træffe med efterfølgende orientering af bestyrelsen, og hvilke dispositioner der kræver bestyrelsens stillingtagen.

Bestyrelsen kan ikke henlægge beføjelser til direktionen, der hører til bestyrelsens overordnede ledelsesopgaver eller i øvrigt er af usædvanlig art eller af stor betydning for virksomheden, jf. selskabslovens § 117, stk. 1. Følgende beføjelser kan ikke henlægges til direktionen i investeringsforvaltningsselskabet:

---

<sup>14</sup> Bekendtgørelsen omfatter ikke investeringsforvaltningsselskabets administration af UCITS, men en bekendtgørelse herom forventes udstedt i 2. halvår 2011 af Finanstilsynet.

- Beslutning om outsourcing af væsentlige aktivitetsområder
- Bevilling af usædvanlige eller betydende engagementer, jf. dog selskabslovens § 117, stk. 1, 4. og 5. punktum, og engagementer omfattet af lov om finansiel virksomhed § 78<sup>15</sup>
- Den årlige gennemgang af større aktiver og passiver, jf. principperne i selskabslovens § 115, nr. 1
- Ansættelse af direktion og revisionschef
- Beslutning om principper for opgørelse af risici, jf. § 7, stk. 1, nr. 4, herunder anvendelse af interne modeller, der ikke er omfattet af nr. 6
- Beslutning om ansøgning om godkendelse af interne modeller til opgørelse af virksomhedens solvens, herunder:
  - a) VaR-modeller, jf. bekendtgørelse om kapitaldækning § 40
  - b) AMA-modeller, jf. bekendtgørelse om kapitaldækning § 57
  - c) EPE-modeller, jf. bekendtgørelse om kapitaldækning § 49
- Anvendelse af IRB-metoden, jf. bekendtgørelse om kapitaldækning § 19
- Beslutning om virksomhedens individuelle solvensbehov, jf. §§ 124, stk. 4 og 125, stk. 7, i lov om finansiel virksomhed

## **8.2. Investeringsforvaltningsselskabets muligheder for delegation**

Hvis lovgivningen i investeringsforvaltningsselskabets hjemland tillader det, kan investeringsforvaltningsselskabet delegerer til tredjemand at udøve en eller flere af sine egne opgaver. Delegationen skal ske med henblik på at udøve selskabets virksomhed mere effektivt, og opgaverne skal løses på selskabets vegne. Dog kan kerneopgaven investeringsforvaltning ikke delegeres til depotselskabet eller andre foretagender, hvis interesser kan være i strid med investeringsforvaltningsselskabets eller deltagerens interesser, jf. UCITS IV-direktivets artikel 13.

Derudover er der et forbud mod, at investeringsforvaltningsselskabet delegerer så meget, at det bliver et tomt selskab. Direktivet indeholder derimod ikke et generelt forbud mod delegation af bestemte aktiviteter, men det stiller krav om, at den virksomhed, som opgaven delegeres til, skal være kvalificeret til og i stand til at varetage de pågældende opgaver. Det skal investeringsforvaltningsselskabet drage omsorg for.

I dag betragtes det som delegation, når en investeringsforening overlader den daglige ledelse til et investeringsforvaltningsselskab. Det er praksis, at investeringsforvaltningsselskaberne herefter videredelegerer opgaver som eksempelvis markedsføring og formidling af andele til investorerne til andre finansielle virksomheder, hvis foreningens bestyrelse har truffet beslutning herom. Nogle foreninger indgår selv aftaler med fx investeringsrådgivere.

Her gælder det stadig, at delegationen ikke må blive så omfattende, at investeringsforvaltningsselskabet reelt bliver tomt. I den forbindelse er der udstedt en bekendtgørelse, som definerer en række kerneopgaver, som ikke må delegeres til tredjemand, jf. bekendtgørelse nr. 714 af 21. juni 2007, som begrænser delegationsadgangen. Bekendtgørelsen begrænser adgangen til delegation ud over direktivets krav. Eksempelvis kan nævnes, at bekendtgørelsen indeholder opgaven beregning af indre værdi, indløsnings- og emissionskurser. De nævnte opgaver hører hjemme i funktionen ”administration” i UCITS IV-direktivets bilag II og kan

<sup>15</sup> Investeringsforvaltningsselskaber kan ikke have engagementer udover medlemværender



derfor uddelegeres efter direktivet. Ved at begrænse adgangen til delegation mindskes investeringsforvaltningsselskabets mulighed for at tilrettelægge sin egen virksomhed på den optimale måde.

Det bør derfor overvejes nærmere, om det kunne være hensigtsmæssigt og forsvarligt at ændre kerneopgavebekendtgørelsen. Hvis dette sker, vil det enkelte investeringsforvaltningsselskab selv kunne fastsætte, hvilke opgaver det ud fra forretningsmæssige hensyn kan være hensigtsmæssigt at delegere<sup>16</sup> med respekt af kravet om, at investeringsforvaltningsselskabet ikke må blive et tomt selskab. I praksis kan dette forhindres ved, at Finanstilsynet beder investeringsforvaltningsselskabet om at dokumentere, hvilke væsentlige funktioner, som ikke er delegerede og herefter konkret vurdere, om kravet er opfyldt.

Det er investeringsforvaltningsselskabet, der etablerer en investeringsfond, jf. kapitel 5. Ansvarsfordelingen mellem funden og investeringsforvaltningsselskabet i forbindelse med delegation er derfor ikke relevant. Vedrørende rolle- og ansvarsfordelingen mellem investeringsforvaltningsselskabet og investeringsselskabet, når der skal træffes beslutning om og gennemføres kontrol af delegationen henvises i øvrigt til kapitel 8.1.

### **8.3. Værnsregler**

Ved gennemførelsen af UCITS III-direktivet i 2003–2004 fik depotselskaberne adgang til at eje investeringsforvaltningsselskaberne. Det havde de ikke efter hidtidig praksis haft adgang til. I den forbindelse blev der indført værnsregler, der blandt andet begrænser den personkreds, der kan være medlem af et investeringsforvaltningsselskabs bestyrelse. Her kan flertallet af bestyrelsens medlemmer hverken være medlem af bestyrelsen for eller ansat i depotselskabet. Flertallet af bestyrelsens medlemmer må heller ikke være medlem af bestyrelsen for eller ansat i et andet selskab, som en investeringsforening har indgået væsentlige aftaler med eller i andre selskaber, som er koncernforbundne med disse selskaber og depotselskabet.

#### ***Investorbeskyttelse og værnsregler***

Af kapitel 7 fremgår det, at der er iværksat en række tiltag for at fremme investorbeskyttelsen siden indførelsen af de eksisterende ledelsesregler i 2004.

I forhold til problemer knyttet til interessekonflikter er det kendetegnende for UCITS IV-direktivets tilgang, at problemerne søges løst gennem regler, der:

- Beskriver kravene til den ønskelige og krævede adfærd
- Stiller krav om, at der dels etableres systemer, som tjener til at identificere sådanne konflikter
- Sikrer, at eventuelle interessekonflikter håndteres efter i forvejen fastsatte procedurer til investorernes fordel

Det er nærliggende at antage, at reglerne vil være egnet til at undgå og, om nødvendigt, håndtere interessekonflikter. Det er kendetegnende for den i direktiverne anvendte tilgang, at problemer knyttet til interessekonflikter søges løst gennem regler, der på den ene side beskriver kravene til den ønskelige og krævede adfærd, og på den anden side stiller krav om, at der dels etableres systemer, som tjener til at identificere sådanne konflikter, dels indføres regler, der

---

<sup>16</sup> Eller videredelegere, hvis der er tale om opgaver, som løses på vegne af en investeringsforening

skal sikre, at eventuelle interessekonflikter håndteres efter i forvejen fastsatte procedurer og løses ved, at der træffes passende foranstaltninger.

Ifølge lov om investeringsforeninger m.v. åbnes der for, at investeringsforvaltningsselskaber kan udføre skønsmåssig porteføljevaltning for koncernforbundne selskaber, idet det eksisterende forbud i lov om finansiel virksomhed fjernes. I dag gennemføres aktiviteter i flere selskaber i koncernen, hvilket forøger omkostningerne.

For at muligheden for - udover den kollektive porteføljevaltning for foreninger og udenlandske UCITS - at samle porteføljevaltning for andre kunder og koncernens egenbeholdning af værdipapirer m.v. i investeringsforvaltningsselskabet kan få praktisk betydning, ønsker selskabernes ejere, at de kan vælge flertallet af bestyrelsens medlemmer blandt ansatte i moderselskabet eller den koncern, det tilhører, da de ansatte er undergivet ledelsens instruktionsbeføjelser. Skal dette ønske imødekommes, er der behov for, at reglerne tilpasses således, at ejeren kan vælge alle bestyrelsesmedlemmerne mellem ledelsesmedlemmer og andre ansatte i den finansielle koncern. Ønsket skal ses ud fra en forretningsmæssig synsvinkel, ligesom det er naturligt, at et selskabs ejere/aktionærer (her moderselskabet) har indflydelse på sammensætningen af deres datterselskabers bestyrelse på lige fod med, hvad der gælder for selskaber generelt i henhold til selskabslovgivningen. Dermed vil den finansielle koncern ifølge branchen finde det attraktivt at udnytte mulighederne for at samle hele sin kapitalforvaltning i investeringsforvaltningsselskabet. I en skærpet konkurrencesituation vil dette ifølge branchen give de bedste muligheder for at opnå effektiv drift og skabe stordriftsfordele til investorerne.

Det bør derfor overvejes nærmere, om det kunne være hensigtsmæssigt og forsvarligt at ændre ledelsesreglerne, så et moderselskab kan udpege flertallet af bestyrelsesmedlemmer fra sin egen virksomhed<sup>17</sup>. Supplerende bør det - for at sikre en tilstrækkelig uafhængighed - overvejes at stille krav om, at mindst et medlem af bestyrelsen skal være uafhængigt af selskabets ejer(e). Denne model kendes fra andre EU lande. På det konkrete plan vil der være behov for, at reglerne tilpasses, så en eller flere ejere af investeringsforvaltningsselskabet frit kan vælge flertallet af bestyrelsesmedlemmer.

## **9. Indplacering af investeringsfunde og investerings-selskaber i det eksisterende skattesystem**

Dette kapitel er udarbejdet af Skatteministeriet på baggrund af rapportens kapitel 1-8, og belyser, hvordan Skatteministeriet vurderer, at de kommende investeringsfunde og investerings-selskaber skal indplaceres i det eksisterende skattesystem på det foreliggende grundlag.

### **9.1. Principperne for beskatning af kollektive investeringer i værdipapirer**

Hovedsigtet med skattereglerne om investeringer i værdipapirer er, at der så vidt muligt skal ske samme beskatning af investor, uanset om investor foretager en investering direkte eller via en kollektiv investering i f.eks. en investeringsforening eller et investerings-selskab.

---

<sup>17</sup> Der henvises i øvrigt til redegørelse af 17. december 2010 (bilag 2), hvori de nugældende værnsregler betegnes som et vidtgående indgreb i den ret, ejerne af et selskab har til at sammensætte bestyrelse og direktion, som de foretrækker.

I de situationer hvor der sker en kollektiv investering via investeringsforeninger/investeringselskaber, opnås dette ved at skattereglerne er indrettet således, at selskabet/foreningen er skattefri, og investor beskattes som om investor havde investeret direkte i de aktiver, som selskabet/foreningen har investeret i.

Skattereglerne er dog påvirket af, at det ikke er muligt at gennemføre en gennemsigtig beskatning i alle tilfælde. Den opdeling i aktieindkomst og kapitalindkomst, som sker ved en direkte investering, har det således ikke været muligt at overføre fuldstændigt til de kollektive investeringer.

For så vidt angår investeringselskaber omfattet af aktieavancebeskatningslovens § 19, hvor der ikke er noget krav om, at der skal opgøres en minimumsudlodning hvert år, skal hele afkastet beskattes som kapitalindkomst og samtidigt skal afkastet lagerbeskattes for at sikre løbende beskatning. For så vidt angår investeringsforeninger, skal der desuden indeholdes 15 pct. i udbytteskat, når danske selskaber udlodder udbytte til dem for at sikre, at udenlandske investorer ikke kan undgå at betale udbytteskat til Danmark ved at investere via et investeringselskab.

Skemaet nedenfor viser nogle af de eksisterende muligheder for investering i værdipapirer og hvordan de skal beskattes.

	<b>Investering og beskatning</b>	<b>Selskabet mv.</b>	<b>Investor – fysisk person</b>	<b>Investor – juridisk person</b>
1.	Direkte		Aktie- eller kapitalindkomst Realisationsbeskatning	Selskabsbeskatning Lagerbeskatning
2.	Aktiebaseret udloddende investeringsforening	Skattefrit	Aktieindkomst Realisationsbeskatning	Selskabsbeskatning Lagerbeskatning
3.	Investeringselskab	Skattefrit – dog skal der indeholdes 15 % i udbytteskat, når danske selskaber udlodder udbytte til investeringselskabet	Kapitalindkomst Lagerbeskatning	Selskabsbeskatning Lagerbeskatning
4.	Kontoførende forening	Skattefrit	”Transparent” Aktie- eller kapitalindkomst	”Transparent” Selskabsbeskatning Lagerbeskatning

For de udloddende investeringsforeninger er der fastsat særlige regler, og ved lov nr. 724 af 25. juni 2010 er reglerne for hvornår en investeringsforening er en aktiebaseret eller obligationsbaseret forening forenklet. Skatteministeriet overvejer pt. mulighederne for at forenkle reglerne yderligere.

## **9.2. Beskatning af investeringsfunde**

Det fremgår af kapitel 5.1., at en investeringsfond til forskel fra en investeringsforening ikke er en selvstændig juridisk person, men at der er tale om et aftalebaseret finansielt produkt, der udbydes af et investeringsforvaltningsselskab. Fonden kan ikke påtage sig forpligtelser af nogen art og har heller ikke selvstændig retsevne. Investeringsfundens aktiver ejes kollektivt af investorerne. Investorerne kreditorer kan ikke gøre udlæg i selve fondens aktiver, men i investorerne andele.

Ved vurderingen af om en enhed skal anses for en transparent enhed, lægger vi os skatteretligt op ad de civilretlige regler, så hvis en enhed civilretligt anses for en transparent enhed, vil enheden også skatteretligt blive anset for en transparent enhed. Da investeringsfunde civilretligt ikke er selvstændige retssubjekter, men en transparent enhed, kan de ikke blive anset som et selvstændigt skattesubjekt, men vil skattemæssigt blive anset for en transparent enhed. Det betyder, at investorerne skatteretligt vil blive anset for at have foretaget investeringen direkte, således at de, jf. situation 1 i skemaet i kapitel 9.1., hver især vil skulle beskattes af deres andel af gevinster, tab mv. på aktiverne i investeringsfonden.

## **9.3. Beskatning af investorerne i en investeringsfond**

Investorerne skal hver især beskattes af deres andel af indtægter og tab mv. i investeringsfonden. Den enkelte investor skal beskattes på samme måde, som hvis han havde investeret direkte i de aktiver, f.eks. aktier og obligationer, som investeringsfonden investerer i.

Er investor f.eks. en pensionskasse, skal investor beskattes af sin andel af gevinster og tab mv. i fonden, på samme måde som hvis pensionskassen havde investeret direkte i de pågældende aktiver. Det vil sige, at pensionskassers afkast fra andelen skal beskattes efter pensionsafkastbeskatningsloven. Hvis investor er en person, et selskab eller en anden enhed, skal de ligeledes beskattes efter de regler, som gælder hvis de havde investeret direkte i de aktiver, som investeringsfonden har investeret i.

Er der i samme investeringsfond f.eks. både investorer der er pensionskasser og investorer som er fysiske personer, skal de hver især opgøre gevinster, tab mv. for deres andel i investeringsfonden efter de særlige skatteregler, som gælder for dem.

Når der indtræder nye investorer, skal de gamle investorer anses for at have afstået en forholdsmæssig andel af de aktiver mv., der er i fonden. Når der udtræder et medlem, skal det udtrædende medlem beskattes, som om investor afstår sin forholdsmæssige del af aktiver mv. til de øvrige investorer, og de øvrige investorer anses for at have erhvervet en forholdsmæssig del af den udtrædende investors aktiver. Det vil sige, at når en investor afstår sin andel i en investeringsfond, er det ikke afståelse af andelen, men afståelse af investors forholdsmæssige andel af alle de aktiver, der er i investeringsfonden på afståelsestidspunktet.

De administrationsomkostninger, som investeringsfonden betaler til investeringsforvaltningsselskabet for at forvalte formuen, skal fordeles forholdsmæssigt på andelen, og den enkelte investor har kun fradrag for disse administrationsomkostninger, såfremt investor ville have fradrag for omkostningerne, hvis investor havde investeret direkte i de aktiver, som fonden investerer i. Det bemærkes, at i henhold til ligningslovens § 17 C, kan udgifter til depotgebyrer, boksleje, kontooversigter samt administration i øvrigt vedrørende værdipapirer og bankindeståender, der er anvendt til at erhverve, sikre og vedligeholde kapitalindkomst, jf. person-

skattelovens § 4, eller aktieindkomst, jf. personskatteovens § 4 a, ikke fradrages ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

I de tilfælde hvor investor anvender gennemsnitsmetoden ved opgørelse af gevinst og tab på værdipapirer, og både investor selv og investeringsfunden har investeret i samme værdipapir, skal investor ved anvendelse af gennemsnitsmetoden både medregne de værdipapirer, som er uden for funden og de værdipapirer som er i investeringsfunden.

#### **9.4. Beskatning ved "fusion" af investeringsfunde**

Da investeringsfunde ikke er selvstændige retssubjekter og dermed ikke selvstændige skatte-subjekter, kan der ikke ske en skattefri fusion med hjemmel i fusionsskatteoven.

Da investorerne ejer en forholdsmæssig andel af aktiverne i den ene af de investeringsfunde, som sammenlægges, skal investorerne ved en sammenlægning af to investeringsfunde, anses for at have afstået en forholdsmæssig andel af aktiverne i den fund, de havde en andel i inden sammenlægningen og for at have erhvervet en forholdsmæssig andel af aktiverne i den anden investeringsfund. Det betyder, at der skal ske en beskatning, som om investor i den enkelte investeringsfund havde afstået en forholdsmæssig andel af aktiverne i funden.

#### **9.5. Beskatning af de nye investeringsselskaber**

Det fremgår af kapitel 6.1, at investeringsselskaber er selvstændige enheder. Investeringsselskaber kan tænkes oprettet i form af en ny selskabstype med variabel kapital, og som dermed er "open-ended".

Da investeringsselskaber er selvstændige retssubjekter, vil selskaberne som udgangspunkt også skattemæssigt blive anset for at være selvstændige skattesubjekter. K/S'er og I/S'er, som civilretligt anses for selvstændige retssubjekter, anses dog skatteretligt for transparente enheder, og deltagerne beskattes af hver deres andel af enhedernes indtægter og udgifter, fortjenester og tab. Det er dog Skatteministeriets vurdering, at disse UCITS også skatteretligt vil blive anset for selvstændigt skattepligtige enheder, og ikke transparente enheder.

De omhandlede UCITS vil blive anset for omfattet af definitionen i aktieavancebeskatningslovens § 19, stk. 2, litra 1, såkaldte investeringsselskaber, hvilket betyder at selskaberne omfattes af skattepligtsbestemmelsen i selskabsskatteovens § 3, stk. 1, nr. 19. Disse investeringsselskaber er skattefri, men ved udlodning af udbytte fra danske selskaber til disse investeringsselskaber, skal der indeholdes 15 pct. i udbytteskat, jf. situation 3 i skemaet i kapitel 9.1.

Disse UCITS, som er selskaber, har ikke mulighed for at kunne blive anset for udloddende investeringsforeninger, da det kun er foreninger, som har den mulighed, jf. ordlyden af ligningslovens § 16 C. Tilsvarende kan disse UCITS ikke blive anset for kontoførende investeringsforeninger, da lov om kontoførende investeringsforeninger ligeledes forudsætter, at der er tale om en forening.

## **9.6. Beskatning af investorerne i de nye investeringsselskaber**

Investorerne i et investeringsselskab lagerbeskattes.

Når gevinst og tab på andelene lagerbeskattes, skal indkomstårets gevinst eller tab opgøres som forskellen mellem andelenes værdi ved indkomstårets slutning og andelenes værdi ved indkomstårets begyndelse. For andele der er afstået i løbet af indkomståret, anvendes afståelsessummen i stedet for værdien ved indkomstårets slutning. For andele, der er erhvervet i løbet af indkomståret, skal anskaffelsessummen anvendes i stedet for værdien ved indkomstårets begyndelse.

Særligt for andele i investeringsselskaber gælder, at i de tilfælde, hvor den skattepligtige og investeringsselskabet har forskelligt indkomstår, træder værdien ved begyndelsen af investeringsselskabets indkomstår i stedet for værdien ved begyndelsen af den skattepligtiges indkomstår, og værdien ved udgangen af investeringsselskabets indkomstår træder i stedet for værdien ved udgangen af den skattepligtiges indkomstår. For andele, som den skattepligtige har erhvervet i løbet af investeringsselskabets indkomstår, træder anskaffelsessummen i stedet for andelenes værdi ved begyndelsen af indkomståret. For andele, som den skattepligtige har afstået i løbet af investeringsselskabets indkomstår, træder afståelsessummen i stedet for andelenes værdi ved udgangen af indkomståret.

Når danske selskaber udlodder udbytte til investeringsselskaber, skal der indeholdes 15 pct. i udbytteskat.

For pensionskasser indgår både gevinst og tab fra investeringsselskaber i opgørelsen af pensionsafkastskatten.

For fysiske personer indgår både gevinst og tab fra investeringsselskaber i kapitalindkomsten.

For selskaber mv. indgår gevinst og tab i den almindelige indkomst.

## **9.7. Beskatning ved fusion af de nye investeringsselskaber**

I henhold til fusionsskattelovens § 14, nr. 8, finder kapitel 1 anvendelse ved fusion af de i selskabsskattelovens § 3, stk. 1, nr. 19, nævnte selskaber. Selskabsskattelovens § 3, stk. 1, nr. 19, omfatter alle enheder, som i henhold til aktieavancebeskatningslovens § 19, anses for investeringsselskaber.

Såfremt der er tale om selskaber/foreninger, som begge er omfattet af selskabsskattelovens § 3, stk. 1, nr. 19, kan selskaberne/foreningerne fusioneres skattefrit, uanset at der ikke er tale om selskaber, som er omfattet af selskabslovene. Det betyder, at også disse nye investeringsselskaber kan foretage skattefri fusion i henhold til fusionsskattelovens § 14, nr. 8.

Da selskaberne er skattefrie, er det kun i relation til investorerne at en skattefri fusion har betydning. Da investorerne er lagerbeskattet, har en skattefri fusion dog begrænset betydning.

Fusionsskattelovens § 15 indeholder intet forbehold i forhold til disse selskaber, det betyder, at fusionsskattelovens § 15 om fusion med udenlandske selskaber finder anvendelse på disse selskaber.

Sker en fusion derimod mellem et investeringsselskab, som er skattefrit i henhold til selskabskattelovens § 3, stk. 1, nr. 19, og et andet selskab eller forening, kan fusionen ikke ske skattefrit.

Investeringsselskaber kan også vælge, at en fusion skal være en skattepligtig fusion, og så anses det overdragende selskab for at have overdraget samtlige selskabets aktiver og passiver til det modtagende selskab, og det skal beskattes som et almindeligt køb og salg. Hvis det indskydende selskab er et investeringsselskab, som er skattefrit, skal selskabet dog ikke beskattes i anledning af fusionen. Hos investorerne anses værdipapirerne i det indskydende selskab for afstået til værdien på de nye værdipapirer.

## **Bilag:**

- Bilag 1: Redegørelse fra Jan Schans Christensen af 17. december 2010 vedrørende produkttype, som er et supplement til investeringsforeninger og som opfylder kravene i UCITS IV
- Bilag 2: Supplerende redegørelse af 7. januar 2011 fra Jan Schans Christensen af 17. december 2010 vedrørende produkttype, som er et supplement til investeringsforeninger og som opfylder kravene i UCITS IV
- Bilag 3: Oversigt over hvilke typer UCITS, der udbydes i de forskellige EU lande
- Bilag 4: InvesteringsForeningsRådets og Finansrådets vurdering af synergier og potentiale ved ændrede rammevilkår



## Bilag 1

**JAN SCHANS CHRISTENSEN**  
PROFESSOR, DR.JUR.

A. N. HANSENS ALLE 30  
2900 HELLERUP

MOBIL 40758471  
E-MAIL jan.schans.christensen@mail.dk

Hellerup, 17. december 2010

InvesteringsForeningsRådet  
Amaliegade 31  
1256 København K  
Att.: Direktør Jens Jørgen Holm Møller

### **Redegørelse vedr. produkttype, som er et supplement til investeringsforeninger og som opfylder kravene i UCITS IV**

#### **1. Baggrund for redegørelsen og disponering**

InvesteringsForeningsRådet har ved skrivelse af 24. august 2010 (som uddybet ved efterfølgende møder) anmodet mig om at redegøre for mulighederne for at tilpasse den danske lovgivning med henblik på at skabe rammerne for, at der kan udvikles og markedsføres produkter, som opfylder kravene i direktiv 2009/65/EF (herefter betegnet "UCITS IV"), og som ikke udbydes gennem investeringsforeninger. Med "produkter" tænkes i denne sammenhæng på adgangen til kollektivt at investere i værdipapirer efter nærmere fastlagte regler.

InvesteringsForeningsRådet har oplyst følgende om baggrunden for rådets ønske om en redegørelse:

"UCITS IV-direktivet vil føre til skærpet konkurrence om danske og udenlandske investorers midler. I den forbindelse er det væsentligt at forholde sig til, at værdipapirfonde er den gængse type UCITS i de fleste EU lande. Danske investeringsinstitutter kan i henhold til den nuværende lov kun organisere sig i foreningsform. Rådet lægger vægt på, at danske investorer også fremover skal kunne købe konkurrencedygtige investeringsordninger under dansk tilsyn, og danske aktører bør endvidere kunne konkurrere om de udenlandske investorer. Det sikres bedst, hvis dansk lovgivning giver adgang til at bruge flere af direktivets UCITS ordninger, som alle er baseret på direktivets høje niveau for investorbeskyttelse og som kan tilbyde investorerne effektivitet og konkurrencedygtige vilkår. Danske investeringsforvaltningsselskaber vil efter 1. juli 2011 kunne etablere værdipapirfonde i andre EU lande. Rådet finder, at danske investeringsforvaltningsselskaber bør kunne udbyde tilsvarende fonde under dansk lovgivning af hensyn til danske samfundsinteresser og for at kunne håndtere den skærpede konkurrence med aktører fra andre EU-lande."

Denne redegørelse tilsigter ikke at behandle alle de temaer, som er knyttet til en gennemførelse i dansk ret af UCITS IV. Redegørelsen er begrænset til det nævnte opdrag, og er herudover begrænset til reguleringen af den finansielle virksomhed som sådan og beskæftiger sig ikke med andre dele af lovgivningen, som imidlertid også bør undersøges. Dette gælder eksempelvis spørgsmålet om den model, som foreslås nedenfor, vil blive anset for at være et selvstændigt skattesubjekt.

Redegørelsen er disponeret således, at der først (under 2) gives en kort oversigt over hovedtrækkene i det forslag til regulering, som er indeholdt i redegørelsen. Herefter følger der (under 3) en kort omtale af de retlige rammer. Selve forslaget om de såkaldte "værdipapirfonde" redegøres der for under 4, idet de anvendte grundbegreber indledningsvis præsenteres (4.1), hvorefter blikket vendes mod den juridiske status af en sådan fond (4.2). Vilkårene for fonde, også betegnet "fondsbestemmelser", omhandles i 4.3, hvorefter der redegøres for andele og andelsbeviser (4.4). Selve udbuddet og salget af andele omtales i 4.5, mens opbevaringen af fondens aktiver omhandles i 4.6. Investeringsforvaltningsselskabers rolle og kravene til disse selskaber drøftes under henholdsvis 4.7 og 4.8. I 4.9 fokuseres der på varetagelsen af deltagerens interesser, og spørgsmålet om interessekonflikter tages under behandling under 4.10. De løbende og supplerende oplysningsforpligtelser gøres til genstand for bemærkninger i 4.11, mens revision, ændring af fondsbestemmelser og indløsning af andele omtales i henholdsvis 4.12, 4.13 og 4.14. Redegørelsens sidste del omhandler afvikling af værdipapirfonde, udskiftning af investeringsforvaltningsselskabet og fusioner samt øvrige forhold, jf. 4.15, 4.16, 4.17 og 4.18.

## **2. Forslaget i hovedtræk**

Denne redegørelse indeholder et forslag til, hvorledes hovedtrækkene i en lovgivning om, hvad der her er betegnet "værdipapirfonde" kunne tænkes at se ud.

Det er i forbindelse med forslaget tilstræbt, at reglerne om værdipapirfonde, udover at opfylde de krav, der stilles i UCITS IV og de dertil knyttede gennemførelsesretsakter, i videst muligt omfang harmonerer med reglerne om tilsynsbelagte virksomheder og den tilgang til regulering, som præger lov om finansiell virksomhed ("FIL").

Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. står foran at blive erstattet af ny lovgivning. Finanstilsynet har således i efteråret 2010 iværksat en høring i forbindelse med et forslag til ny lov om investeringsforeninger mv. (herefter kaldet "LIF-forslaget"), som gennemfører en del af bestemmelserne i UCITS IV. Mange af de emner, som det er relevant at forholde sig til i forbindelse med værdipapirfonde, er de samme, som knytter sig til reguleringen af investeringsforeninger. Det vil ligeledes med hensyn til en del – men ikke alle – spørgsmål være nærliggende at bygge reguleringen af værdipapirfonde op over samme læst, som vil blive anvendt ved investeringsforeningerne.

Før der redegøres nærmere herfor følger indledningsvis en kort beskrivelse af hovedtrækkene i forslaget om indførelse af værdipapirfonde.

Forslaget lægger op til, at der skabes lovhjemmel til at etablere og drive "værdipapirfonde", dvs. enheder, der er selvstændige i økonomisk og regnskabsmæssig henseende. Værdipapirfonde er ikke selvstændige juridiske enheder og kan kun etableres og forvaltes af investeringsforvaltningsselskaber (IFS'er), som disponerer på fondens vegne i alle henseender.

De, der investerer i en værdipapirfond (deltagerne), opnår en andel i fonden og indtager en separatiststilling eller separatistlignende stilling i denne. Deltagerne ejer kollektivt fonden, eller rettere de aktiver, som til enhver tid er i fonden.

Deltagernes rettigheder i fonden forankres i et sæt fondsbestemmelser, som fastlægges af IFS'et og godkendes af Finanstilsynet.

Der fastsættes regler for udbud og salg af andele i værdipapirfonde.

Værdipapirfondens aktiver opbevares af et depotselskab.

IFS'ernes rolle og ledelsesforhold i forbindelse med værdipapirfonde fastlægges nærmere i lovgivningen. Et særskilt tema i den forbindelse er identificering og håndtering af interessekonflikter.

Øvrige forhold, herunder oplysningsforpligtelser, indløsning af andele, afvikling af fonde og fusion, reguleres ligeledes.

### **3. Generelt om de retlige rammer**

Omdrejningspunktet i reguleringen af værdipapirfonde er direktiv 2009/65/EF (UCITS IV), hvortil der lægger sig en række gennemførelsesretsakter:

- (i) Direktiv 2010/43/EU (om organisatoriske krav, interessekonflikter, god forretningsskik, risikostyring og indholdet af aftalen mellem depotselskabet og administrationsselskab);
- (ii) Direktiv 2010/44/EU (om fusioner af fonde, master-feeder-strukturer og anmeldelsesprocedurer);
- (iii) Forordning nr. 583/2010 (om central investorinformation mv.) samt
- (iv) Forordning nr. 584/2010 (om standardmodel til anmeldelsesskrivelse mv.).

Af særlig interesse i nærværende sammenhæng er direktiv 2010/43/EU, direktiv 2010/44/EU og forordning nr. 583/2010.

UCITS IV skal være gennemført i dansk ret senest den 1. juli 2011, jf. art. 116.

Udover at indføre nye regler på en række områder, viderefører UCITS IV en række af de bestemmelser, som fandtes i den tidligere regulering på området (betegnet UCITS III).

## **4. Forslag om indførelse af værdipapirfonde**

### **4.1. Grundbegreber**

Betegnelsen "værdipapirfond" foreslås anvendt fordi ordets første del ("værdipapir") antyder, at der er tale om (investering i) værdipapirer mens anden del ("fond") antyder at der er tale om en formuemasse. Udtrykket "investeringsfond", der kendes fra UCITS IV er formentlig mindre egnet, da det her i landet allerede anvendes i forskellige andre sammenhænge. Det er derimod næppe et problem ved udtrykket "værdipapirfond", at ordet "fond" anvendes i forbindelse med den almindelige fondslovgivning, eftersom det allerede i dag er sædvanligt, at ordet indgår i kombination med andre udtryk, hvorved forveksling undgås. De fleste vil med andre ord være forberedt på og vant til, at ordet "fond" optræder i sammenhænge, hvor der ikke er tale om en fond i fondsretlig forstand. Anvendelse af udtrykket "værdipapirfond" er i øvrigt på linje med de tilsvarende betegnelser i Sverige og Norge, hvor man som bekendt også har en almindelig fondslovgivning. Det svenske udtryk er "värdepappersfond" og det norske udtryk er "verdipapirfond".

På linje med begrebsanvendelsen i UCITS IV betegnes investorerne i fonden som "deltagerne" og deres interesse i værdipapirfonden kaldes "andele".

### **4.2. Juridisk status**

Til forskel fra investeringsforeninger er værdipapirfonde ikke selvstændige juridiske enheder. Der er tale om et finansielt produkt, som udbydes af et IFS. I UCITS IV terminologien er der tale om et investeringsinstitut oprettet "i henhold til aftale", jf. direktivets art. 1, stk. 3. Fonden kan følgelig ikke påtage sig forpligtelser af nogen art og har heller ikke retsevne.

Fonden, eller rettere fondens aktiver, ejes af deltagerne kollektivt, idet de hver især ejer en til deres andel svarende ideel andel af de aktiver, som til enhver tid er i fonden. Der kan ikke gøres udlæg i fondens aktiver.

Når en deltager har betalt for sin andel kan den pågældende ikke pålægges at indskyde yderligere midler i fonden, og deltagerne hæfter ikke for de forpligtelser, som IFS'et påtager sig vedrørende fonden. Deltagerne i en værdipapirfond indtager en separatistilling eller en separatistlignende stilling i tilfælde af IFS'ets eventuelle konkurs. Af praktiske grunde må det overvejes at indføre bestemmelser, der sikrer at samtlige de aktiver, som befinder sig i fonden, i en sådan situation med Finanstilsynets godkendelse kan overføres til forvaltning i et andet IFS. Såfremt der er flere afdelinger i en fond (jf. herom senere) er det nærliggende, at lade separatistvilkåret knytte sig til den enkelte afdeling.

Råde- eller dispositionsretten over aktiverne i fonden tilkommer IFS'et, som skal respektere de vilkår, der gælder for fonden (jf. om fondsbestemmelser straks nedenfor)

Ønsket om at beskytte deltagerne og i øvrigt sikre den fornødne gennemsigtighed nødvendiggør, at værdipapirfonden afsondres fra IFS'ets øvrige virksomhed, og dermed udgør en særlig økonomisk enhed, for hvilken der udarbejdes og aflægges særskilt

regnskab. Det vil antagelig være formålstjenligt at skabe hjemmel til, at en værdipapirfond kan registreres selvstændigt i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, hvilket i givet fald bør indføres på en sådan måde, at der kan oprettes selvstændige depoter og konti for fonden.

### **4.3. Vilkår for fonden (fondsbestemmelser)**

#### **4.3.1. Generelt**

En værdipapirfond etableres af et IFS med Finanstilsynets godkendelse, jf. UCITS IV, art. 5, stk. 1. Godkendelsen kan kun gives, hvis de i lovgivningen stillede krav er opfyldt, herunder at vilkårene for fonden eller, i UCITS IV terminologi: fondsbestemmelserne, jf. art. 5, stk. 2, er godkendt.

UCITS IV er bygget op således, at de minimumskrav, der stilles til fondsbestemmelserne fremgår af relativt få af direktivets bestemmelser. I andre tilfælde åbner direktivet mulighed for, at den enkelte medlemsstat vælger, hvorvidt et anliggende skal reguleres i lovgivningen eller i fondsbestemmelserne, jf. f.eks. art. 26 (om udskiftning af IFS'et eller depotselskabet). Med hensyn til langt de fleste oplysninger giver direktivet imidlertid valgfrihed mellem at lade disse indgå i fondsbestemmelserne eller i prospektet (jf. herom senere), jf. art. 69, stk. 2. I alle tilfælde skal fondsbestemmelserne indgå som integreret del af prospektet og knyttes som bilag til dette, jf. direktivets art. 71, stk. 1. Efter min opfattelse er det derfor mest hensigtsmæssigt at stille krav om, at fondsbestemmelserne skal indeholde samtlige de her omhandlede oplysninger, bortset fra sådanne, der løbende eller ofte forandres. Fondsbestemmelserne vil i givet fald skulle omfatte bl.a. oplysninger om IFS'et (herunder navn og kapital) om værdipapirfonden (herunder navn, regnskab, udbytte, indtægter, investeringsmål og værdiansættelse af aktiver), andele (herunder udstedelse, salg, værdiansættelse, tilbagekøb og indløsning), depotselskabet (herunder navn mv.), rådgivere, vederlag og omkostninger (til IFS'et, depotselskabet eller andre), faciliteter med henblik på udbetaling mv. til deltagere samt formidling af oplysninger om fonden, og udskiftning af IFS'et eller depotselskabet.

#### **4.3.2. Særligt om investeringsafdelinger og andelsklasser**

UCITS IV tillader medlemsstater at lade "investeringselskaber" bestå af flere investeringsafdelinger, jf. art. 1, stk. 2. Derimod er den danske version af direktivet tavs med hensyn til, om også værdipapirfonde kan etableres med flere afdelinger. I den engelsksprogede version af direktivet anføres det, at "UCITS", hvilket omfatter, det, som i nærværende sammenhæng betegnes "værdipapirfonde", kan etablere afdelinger ("investment compartments"). Når der tillige henses til, at både UCITS art. 49 og, ikke mindst forordning 583/2010, art. 25 forudsætter, at også investeringsinstitutter (og dermed værdipapirfonde) kan bestå af flere afdelinger, tyder meget på, at udtrykket "investeringselskaber" i den danske tekst i art. 1, stk. 2, er en fejlagtig oversættelse, og at der retteligt burde have stået "investeringsinstitutter".

Adgangen til at etablere afdelinger i enheder, der svarer til en værdipapirfond, er udbredt i andre EU-medlemsstater og muliggør, at den samme fond henvender sig til investorer med forskellige profiler og investeringsønsker. Jeg lægger i det følgende til grund, at der vil blive givet adgang til at etablere flere afdelinger i værdipapirfonde.

Mens en adgang til at etablere flere afdelinger i værdipapirfonde vil muliggøre, at en fond kan tilbyde investorer, at de kan investere i forskellige porteføljetyper, vil en adgang til at etablere andelsklasser muliggøre, at der i forbindelse med den samme portefølje kan udstedes andele med forskellige økonomiske rettigheder, herunder ret til udbytte. Den fleksibilitet, som dette rummer, betyder at også en adgang til at etablere andelsklasser bør overvejes.

#### **4.4. Andele og andelsbeviser**

Deltagerne i en værdipapirfond modtager en andel i fonden for hvilken der udstedes et bevis, jf. de tilsvarende regler om investeringsforeninger i LIF-forslaget § 60. Der oprettes et register over deltagerne og disses andele. Hvis andelene udstedes gennem en værdipapircentral, hvilket må antages at blive det almindelige, kan principper svarende til de, der findes i LIF-forslagets § 61, med fordel finde anvendelse.

Deltagerne vil kunne disponere, over andele ligesom det er tilfældet med investeringsbeviser. Andele vil således f.eks. kunne afhændes eller stilles til sikkerhed. Det er derfor naturligt at behandle andele efter tilsvarende regler som gælder for investeringsbeviser med hensyn til negotiabilitet mv., jf. LIF-forslaget § 62.

Mortifikation af andelsbeviser bør kunne ske efter de samme regler, som gælder for investeringsbeviser, jf. LIF-forslaget § 62.

Alle andele i en værdipapirfond er ligestillet, og hver andel giver således den samme ret i fonden, jf. herved direktiv 2010/43/EU, art. 22, stk. 1. Det må dog overvejes at åbne mulighed for, at der etableres flere afdelinger og flere andelsklasser, som drøftet ovenfor.

#### **4.5. Udbud og salg af andele**

UCITS IV stiller krav om, at et IFS offentliggør et prospekt for hver værdipapirfond, som det administrerer. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der er nødvendige for at investorerne kan danne sig et pålideligt skøn over den investering, der tilbydes dem, og de dermed forbundne risici, jf. art. 68 og 69.

Direktivets art. 70 ff. regulerer nærmere kravene til prospekter og disses offentliggørelse mv.

LIF-forslaget § 83 gennemfører disse regler og lægger op til, at Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om prospekter. En tilsvarende tilgang vil være nærliggende for så vidt angår prospekter udstedt i forbindelse med værdipapirfondes udstedelse og salg af andele. De investorbeskyttelsesregler, som vil finde anvendelse med hensyn til investeringsforeninger, bør finde tilsvarende anvendelse på udbud og salg af andele i værdipapirfonde.

#### **4.6. Opbevaring af fondens aktiver - depotselskab**

Værdipapirfondens aktiver skal opbevares af et depotselskab, som skal opfylde en række krav med hensyn til bl.a. opgaver og ansvar, jf. UCITS IV, art. 22 ff. samt direktiv 2010/43/EU, art. 30 ff. Se tillige LIF-forslagets § 8 og forslaget til ændret FIL § 106, som regulerer forholdene vedrørende danske depotselskaber.

Virksomhed som IFS og som depotselskab må ikke udøves af samme selskab, og de to selskaber handler i øvrigt under udøvelsen af deres respektive virksomheder uafhængigt og udelukkende i deltagerens interesse, jf. UCITS IV, art. 25. Direktivet stiller sig imidlertid ikke i vejen for, at et IFS og et depotselskab indgår i samme koncern.

Depotselskabet kan kun udskiftes med Finanstilsynets godkendelse, jf. UCITS IV, art. 5, stk. 6. Se tillige direktivets art. 26.

#### **4.7. Investeringsforvaltningsselskabets rolle**

Værdipapirfonde oprettes af IFS'er og kan ikke oprettes af andre, jf. UCITS IV, art. 1, stk. 3.

Det påhviler den pågældende IFS at fastlægge fondsbestemmelserne for værdipapirfonden og sørge for at tilrettelægge og organisere fonden i overensstemmelse med reglerne herom, alt på en sådan måde, at Finanstilsynet kan godkende vilkårene og etableringen, jf. UCITS IV, art. 5. Efterfølgende ændringer i fondsbestemmelserne foretages ligeledes af IFS'et og forudsætter Finanstilsynets godkendelse, jf. under 4.13.

IFS'et disponerer (gennem sin ledelse) på fondens vegne og handler således med bindende virkning for fonden. Dette gælder bl.a. i forbindelse med investering i værdipapirer, herunder køb og salg af disse, samt med hensyn til udøvelse af de til værdipapirerne knyttede rettigheder. Om dette sidste betyder reglerne i direktiv 2010/43/EU, art. 21, at lovgivningen skal pålægge IFS'er at udarbejde passende og effektive strategier til at fastlægge, hvornår og hvordan stemmerettigheder knyttet til værdipapirer i de forvaltede porteføljer skal udøves, idet dette udelukkende skal ske til fordel for fonden. Artiklen indeholder nærmere krav til strategien.

Det er væsentligt, at det i lovgivningen gøres klart, at IFS'et skal handle i deltagerens interesse, jf. art. 22 i direktiv 2010/43/EU og nedenfor.

Ledelsen for IFS'et er ansvarlig for de økonomiske tab, som deltagerne i en værdipapirfond måtte lide, efter dansk rets almindelige regler om ledelsesansvar, jf. selskabslovens § 361.

#### **4.8. Krav til investeringsforvaltningsselskaber**

IFS'er skal godkendes af Finanstilsynet, som ligeledes fører tilsyn med IFS'er, jf. UCITS IV, art. 6, 10 og 97. Der gælder begrænsninger i den type aktiviteter, som et IFS kan beskæftige sig med.

Et IFS kan kun opnå tilsynets godkendelse, såfremt betingelserne og kravene i UCITS IV, art. 5, 7 og 8 er opfyldt. Disse bestemmelser indeholder bl.a. minimumskrav til IFS'ers kapital, "fit and proper" – krav til medlemmerne af selskabets ledelse samt krav om oplysning om kapitalejere med større kapitalbesiddelser. Allerede i dag gælder der i vidt omfang lignende regler på dette område, jf. FIL.

Direktivets art. 12 indeholder en række yderligere krav til IFS'ers indretning, struktur og drift, herunder krav om en sund regnskabsmæssig og administrativ praksis, en række kontrolforanstaltninger og -procedurer, regler for ansattes personlige transaktioner samt regler, der skal sikre, at aktiver, der administreres af IFS'et, investeres i overensstemmelse med fondsbestemmelserne og gældende ret. IFS'et skal herudover bl.a. være struktureret og organiseret med henblik på at minimere risikoen for, at værdipapirfondens eller deltagerens interesser skades på grund af en interessekonflikt mellem selskabet og deltagerne, mellem to af deltagerne, mellem en af deltagerne og fonden, eller mellem to fonde. Disse spørgsmål behandles nærmere senere.

De nævnte bestemmelser i UCITS IV suppleres af mere detaljerede krav i direktiv 2010/43/EU, art. 4 (generelle krav til procedurer og organisation), art. 5 (ressourcer og fagkundskab), art. 7 (it-systemer) og art. 8 (regnskabsprocedurer). Herudover stiller dette direktiv krav om, at bestyrelsen i et IFS løbende gennemfører og følger op på bl.a. tilsynet og kontrollen med investeringsstrategierne og – beslutningerne, jf. art. 9. Til disse ganske detaljerede regler lægger sig krav om en permanent compliancefunktion og en permanent risikostyringsfunktion, jf. art. 10 og 12 samt art. 38 ff. En værdipapirfonds samlede eksponering skal beregnes efter reglerne i art. 41 og 42.

Der skal herudover fastlægges regler for god forretningsskik for IFS'er, jf. UCITS IV, art. 14 og direktiv 2010/43/EU, art. 22 ff. samt LIF-forslagets § 22, som – udover at fastslå, at foreninger (det samme må gælde værdipapirfonde) skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis – lægger op til, at Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler herom.

Med hensyn til IFS'ers bestyrelse og direktion gælder FIL's almindelige fit and proper- krav ligesom lovens almindelige krav til indretning af virksomhed gælder, jf. FIL kapitel 8.

Disse regler er suppleret af bestemmelser i direktiv 2010/43/EU, som stiller krav om, at der indføres lovgivning der bl.a. sikrer, at IFS'er har passende kendskab til og forståelse for de aktiver, som de investerer i, jf. art. 23.

#### **4.9. Varetagelsen af deltagerens interesser**

IFS'er skal bl.a. optræde ærligt og retfærdigt, og varetage deres opgaver på en redelig måde og med omhu, jf. nærmere UCITS IV art 14 og direktiv 2010/43/EU, art. 22 og 23.

Direktiv 2010/43/EU, art. 27 og 28 indeholder bl.a. bestemmelser, der skal sikre, at IFS'et øjeblikkeligt, redeligt og hurtigt udfører porteføljetransaktioner på værdipapirfondens vegne.



Ønsket om at sikre, at deltagerne i en værdipapirfond ikke påføres en urimelig risiko for tab som følge af IFS'ets investeringer i værdipapirer på fondens og dermed deltagerens vegne er forsøgt imødekommet ved UCITS IV's bestemmelser vedrørende investeringspolitik, jf. art. 50 ff.

For investeringsforeningers vedkommende er disse regler foreslået gennemført i danske ret ved §§ 120 ff. i LIF-forslaget. Det forekommer nærliggende at lade tilsvarende regler gælde for værdipapirfonde.

Det er væsentligt, at omkostningerne ved forvaltningen af fondens midler ikke overstiger, hvad der må anses for rimeligt omstændighederne taget i betragtning. Af direktiv 2010/43/EU følger, at fondene og deres deltagere ikke må pålægges unødige omkostninger, jf. art. 22, stk. 4. I tillæg hertil fastlægger art. 29, hvornår det vil være ærligt, redeligt og professionelt, at en værdipapirfond betaler eller modtager gebyrer, provisioner eller naturalieydelse.

Det er et krav, at medlemsstaterne sikrer, at IFS'erne etablerer og til enhver tid har effektive og gennemsigtige procedurer for en rimelig og omgående behandling af klager fra deltagere i en værdipapirfond, jf. direktiv 2010/43/EU, art. 6.

På grund af deres separatiststilling eller separatistlignende stilling vil deltagerne i værdipapirfonden ikke risikere at miste de aktiver, der er i fonden, selv i tilfælde af IFS'ets konkurs.

#### **4.10. Særligt om interessekonflikter**

##### **4.10.1. Generelle krav**

UCITS IV og direktiv 2010/43/EU indeholder en række bestemmelser, som tjener til at sikre, at situationer, hvor der kan opstå interessekonflikter så vidt muligt undgås og, i tilfælde, hvor de alligevel måtte opstå, løses på rimelig måde.

Som allerede berørt indeholder UCITS IV krav om, at IFS'et er struktureret og organiseret med henblik på at minimere risikoen for, at værdipapirfondens eller deltagerens interesser skades på grund af en interessekonflikt mellem selskabet og deltagerne, mellem to af deltagerne, mellem en af deltagerne og fonden eller mellem to fonde, jf. art. 12, stk. 1.

Interessekonflikter kan, som det fremgår, optræde i flere forskellige sammenhænge.

##### **4.10.2. Beskyttelsen af deltagerne som gruppe**

Vigtigheden af, at IFS'et varetager værdipapirfondens interesser, og dermed den samlede gruppe af deltageres interesser, fremgår af UCITS IV, art. 14. Danmark skal, i lighed med de øvrige medlemsstater, vedtage regler for god forretningssskik. Der skal i medfør af denne bestemmelse fastsættes regler som bl.a. sikrer, at IFS'er (i) handler ærligt og retfærdigt ved at udøve deres virksomhed således, at de bedst muligt varetager værdipapirfondens interesser, (ii) forsøger at undgå interessekonflikter og, hvis de ikke kan undgås, sikrer, at de fonde, som selskabet administrerer, behandles retfærdigt.

Disse krav til IFS'er udbygges i direktiv 2010/43/EU, som i art. 22 ff. stiller nærmere krav til IFS'ers varetagelse af fondenes og deltagernes interesser.

#### **4.10.3. Krav om ligebehandling af deltagere**

Hensynet til at sikre en ligebehandling af deltagerne er bl.a. udtrykt i art 22, stk. 1 i direktiv 2010/43/EU, hvorefter IFS'er ikke må prioritere nogle deltagergruppers interesser højere end andres.

#### **4.10.4. Identificering af interessekonflikter**

Direktiv 2010/43/EU indeholder regler for identificering af interessekonflikter i forholdet mellem IFS'et eller personer knyttet til selskabet på den ene side og fonden og dens deltagere på den anden side, jf. art. 17. Bestemmelsen pålægger medlemsstaterne at tage hensyn til, og dermed sikre, at IFS'erne tager højde for situationer, hvor

- (i) IFS'et eller den pågældende person vil kunne opnå en gevinst eller et tab på bekostning af fonden
- (ii) IFS'et eller den pågældende person har en anden interesse end fonden i resultatet af en tjenesteydelse, der leveres til, eller en aktivitet, der udføres for fonden, eller en anden kunde eller af en transaktion, der gennemføres på fondens eller en anden kundes vegne
- (iii) IFS'et eller den pågældende person har et finansielt eller andet incitament til at sætte en anden kundes eller kundegruppens interesser over fondens interesser
- (iv) IFS'et eller den pågældende person udfører samme type aktiviteter for fonden og for en anden kunde eller kunder, som ikke er fonden
- (v) IFS'et eller den pågældende person modtager eller vil af en anden person end fonden modtage et incitament i forbindelse med kollektiv porteføljevaltning for fonden ud over standardprovisionen eller -vederlaget for den pågældende tjenesteydelse.

IFS'erne skal, når de vurderer de forskellige typer interessekonflikter, bl.a. være opmærksom på, om de indgår i en koncern, jf. art 17, stk. 2, i direktiv 2010/43/EU. Direktivet er ikke til hinder for, at et IFS indgår i en finansiell koncern.

#### **4.10.5. Krav om politik vedrørende interessekonflikter**

Der skal endvidere i de enkelte medlemsstater gælde krav om, at IFS'er indfører og til enhver tid har en politik vedrørende interessekonflikter, jf. direktiv 2010/43/EU, art. 18, stk. 1. Denne politik skal identificere forhold, der udgør eller kan føre til interessekonflikter, og angive, hvilke procedurer, der skal følges, og hvilke foranstaltninger, der skal træffes for at håndtere sådanne konflikter. Der skal i den forbindelse ligeledes tage højde for de særlige omstændigheder, som er knyttet til medlemskab af en koncern.

#### 4.10.6. Særligt om uafhængighed

De personer, der udfører, de forskellige forretningsaktiviteter, skal udføre disse med den grad af uafhængighed, der er passende for størrelsen af aktiviteterne i IFS'et eller den koncern, det tilhører, og størrelsen af risikoen for at skade deltageres interesse, jf. 2010/43/EU, art. 19.

I den forbindelse foreskriver direktivet, at de procedurer, der skal følges, og de foranstaltninger, der skal træffes, for så vidt det er nødvendigt og passende for at opnå den krævede grad af uafhængighed, omfatter følgende:

- (i) effektive procedurer til at forhindre eller kontrollere udveksling af oplysninger mellem medlemmer af ledelsen eller ansatte, hvor der er risiko for interessekonflikt
- (ii) særskilt tilsyn med medlemmer af ledelsen eller ansatte i tilfælde, hvor de pågældendes hovedfunktioner kan føre til interessekonflikter
- (iii) uafhængig vederlæggelse af personer, der udfører forskellige aktiviteter i IFS'et, hvor samspillet mellem dem ellers kunne medføre en interessekonflikt
- (iv) foranstaltninger, som skal forhindre eller begrænse bl.a. ledelsesmedlemmer og ansatte personer i at udøve utilbørlig indflydelse
- (v) foranstaltninger, der skal forhindre og kontrollere et ledelsesmedlems eller en ansats involvering, nu eller senere, i en porteføljeforvaltning, hvis involveringen kan hæmme en passende håndtering af interessekonflikten.

Med hensyn til bl.a. medlemmer af IFS'ets ledelse og ansatte gælder der særlige krav om etablering af passende ordninger, jf. art. 13 i direktiv 2010/43/EU.

#### 4.10.7. Fortegnelser over interessekonflikter

Det er et krav, at IFS'erne fører fortegnelser over interessekonflikter. Der skal ligeledes føres en fortegnelse over forhold i forbindelse med løbende porteføljeforvaltning, hvor der kan opstå en interessekonflikt, jf. direktiv 2010/43/EU, art. 20, stk. 1. Disse krav er suppleret af visse rapporteringskrav, jf. bestemmelsens stk. 2 og 3.

#### 4.10.8. FIL §§ 98 og 99

De regler, der kort er omtalt under 4.10.1 – 4.10.7, er udtryk for en meget detaljeret og ganske omfattende regulering af interessekonflikter. Det er nærliggende at antage, at reglerne vil være egnet til at undgå og, om nødvendigt, håndtere interessekonflikter. Det er kendetegnende for den i direktiverne anvendte tilgang, at problemerne knyttet til interessekonflikter søges løst gennem regler, der på den ene side beskriver kravene til den ønskelige og krævede adfærd, og på den anden side stiller krav om, at der dels etableres systemer, som tjener til at identificere sådanne konflikter, dels indføres regler, der skal sikre, at eventuelle interessekonflikter håndteres efter i forvejen fastsatte procedurer og løses ved, at der træffes passende foranstaltninger.

I lyset heraf kan det overvejes, om den tilgang til løsning af interessekonflikter, der finder udtryk i FIL §§ 98 og 99 er hensigtsmæssig. De nævnte bestemmelser (kendt som

"værnsregler") indebærer, at der gælder begrænsninger med hensyn til den ret kapitalejerne i et IFS har til at sammensætte bestyrelsen og direktionen.

Efter FIL § 98 må flertallet af bestyrelsens medlemmer i et IFS hverken være medlemmer af bestyrelsen for et depotselskab eller et andet selskab, som en forening eller andre investeringsordninger, som administreres af det pågældende IFS, har indgået væsentlige aftaler med, eller være ansat i depotselskabet eller i et andet selskab, som en forening eller andre investeringsordninger, som administreres af det pågældende investeringsforvaltningsselskab, har indgået væsentlige aftaler med, eller være medlem af bestyrelsen for eller ansat i andre selskaber, som er koncernforbundne med disse selskaber.

Det følger af FIL § 99, at et IFS' bestyrelse eller direktion kun kan give tilladelse i henhold til § 80, stk. 1 og 2, til, at en person kan være bestyrelsesmedlem i eller deltage i ledelsen eller driften af en investeringsforening, en specialforening, en professionel forening eller en fåmandsforening, såfremt den pågældende forening ikke administreres af IFS'et, og såfremt der ikke er personsammenfald for flertallet af medlemmerne i bestyrelsen for den pågældende forening og IFS'ets bestyrelse. Den pågældende må ikke varetage hvervet som bestyrelsesformand. Endvidere gælder, at et IFS' bestyrelse eller direktion ikke kan give tilladelse i henhold til § 80, stk. 1 og 2, til, at direktører og andre ledende medarbejdere kan være bestyrelsesmedlemmer i eller deltage i ledelsen eller driften af depotselskabet eller et andet selskab, som en af de foreninger eller investeringsordninger, som IFS'et administrerer, har indgået væsentlige aftaler med, eller i et selskab, der er koncernforbundet med disse selskaber.

Der er flere grunde til, at bestemmelser svarende til FIL §§ 98 og 99 ikke forekommer hensigtsmæssige. For det første erhverver den, der investerer i en værdipapirfond (deltageren), et finansielt produkt, som IFS'et kontraktuelt påtager sig at levere. Derimod bliver deltageren ikke ejer af IFS'et (som jo ejes af sine aktionærer). For det andet må det antages, at den beskyttelse, som deltagerne har behov for, er sikret gennem de ovenfor omtalte bestemmelser i UCITS IV og de dertil knyttede gennemførelsesretsakter. Det forekommer derfor vidtgående at gribe ind i den ret ejerne af et selskab (her: IFS'et) har til at sammensætte bestyrelsen og direktionen, som de foretrækker.

UCITS IV og de dertil knyttede gennemførelsesretsakter indeholder ikke et forbud, som det der kendes i FIL §§ 98 og 99, men stiller i stedet en række krav til bl.a. identificering og håndtering af interessekonflikter.

#### **4.10.9. LIF-forslaget**

I tilknytning til investeringsforeninger lægger LIF-forslagets udspil til ændret FIL § 101 op til, at bestyrelsen af IFS'et skal (i) fastlægge en politik vedrørende interessekonflikter, (ii) kunne påvise interessekonflikter, (iii) begrænse interessekonflikter mest muligt, og (iv) informere den pågældende om interessekonflikten. Herudover lægges der op til, at Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om, hvordan IFS'er skal påvise og begrænse interessekonflikter. En tilsvarende tilgang til dette tema vil være nærliggende i forbindelse med værdipapirfonde.

#### **4.10.10. Supplerende principper for en dansk gennemførelseslovgivning**

Et af de i praksis væsentligste temaer angår spørgsmålet om, med hvilket vederlag og med hvilke omkostninger IFS'et kan belaste fonden. Her må der typisk antages at være modsatrettede interesser mellem IFS'et og deltagerne i fonden. Dette kan hensigtsmæssigt håndteres ved, at det gøres til et krav i lovgivningen vedrørende værdipapirfonde, at de fondsbestemmelser, som fastsættes for den enkelte fond, indeholder klare og forståelige principper for fastsættelse af vederlag og omkostninger. Fondsbestemmelserne skal godkendes af Finanstilsynet som led i etableringen af fonden. Ved at gøre det til et krav, at også ændringer i fondsbestemmelserne skal godkendes af tilsynet, kan det sikres, at bestemmelserne om vederlag og omkostninger ikke ændres til deltagerens ugunst. Dette vil antagelig, set i sammenhæng med de øvrige krav, som UCITS IV og gennemførelsesdirektiverne stiller til lovgivningen, medføre en rimelig løsning af dette problem.

Der kan naturligvis opstå interessekonflikter i mange andre situationer. En hensigtsmæssig - og direktivmæssig korrekt - måde at gribe disse an på er at kræve, at IFS'et gør opmærksom på situationer, hvor der opstår, eller med rimelighed kan tænkes at opstå, en interessekonflikt. Dette kunne tænkes kædet sammen med en pligt for IFS'et til at godtgøre, at deltagerens interesser er varetaget og orientere deltagerne herom på passende vis, herunder med oplysning om, hvilke foranstaltninger IFS'et har truffet i anledning af interessekonflikten for at sikre deltagerens interesser.

Det nævnte forslag vil i givet fald skulle gennemføres som supplement til de principper, der fremgår af LIF-forslaget og de yderligere krav, der stilles i UCITS IV og de tilhørende retsakter.

#### **4.11. Løbende og-supplerende oplysningsforpligtelser**

Det er kendetegnende for UCITS IV, at der gælder en række oplysningsforpligtelser ikke blot ved markedsføringen af en værdipapirfond, men også løbende og i forbindelse med bestemte begivenheder.

Udover prospektet skal IFS'er offentliggøre årsberetning og halvårsberetning, jf. UCITS IV, art. 68. De nærmere krav til disse to beretningstyper er fastlagt i skema B i bilag 1 til UCITS IV. LIF-forslagets §§ 63 ff. tilsigter at gennemføre disse regler i danske ret, og kan med fordel danne forlæg for tilsvarende (men dog i sagens natur tilpassede) regler vedrørende værdipapirfonde.

Der skal tillige ske offentliggørelse af emissionsprisen eller salgsprisen, prisen ved tilbagekøb eller ved indløsning, jf. UCITS IV, art. 76. LIF-forslagets § 86 lægger op til, at prisen ved emission og indløsning skal offentliggøres to gange om måneden, hvilket formentlig også ville være rimeligt i forbindelse med værdipapirfonde.

Det vil være et krav i EU-medlemslandene, at et IFS for hver værdipapirfond, det administrerer, udarbejder og offentliggør et kort dokument om central information for investorer, jf. UCITS IV, art. 78 ff. Sigtet med den centrale investorinformation er at tjene til underretning forud for aftaleindgåelse, jf. direktivets art. 79. Dokumentet skal være fair og

tydeligt og må ikke være vildledende og skal i øvrigt være i overensstemmelse med de relevante dele af prospektet.

Forordning nr. 583/2010 indeholder en lang række relativt detaljerede krav til den centrale investorinformation både med hensyn til indhold, form og præsentation.

LIF-forslaget § 84 tilsigter at gennemføre disse regler i dansk ret for så vidt angår investeringsforeninger. I den forbindelse er det bl.a. et krav, at dokumentet med central investorinformation løbende ajourføres og offentliggøres på foreningens hjemmeside. Disse regler kan passende tjene som forlæg til tilsvarende regler vedrørende værdipapirfonde.

#### **4.12. Revision**

UCITS IV, art. 73 foreskriver, at de regnskabsmæssige oplysninger i årsberetningen (jf. herom ovenfor) skal revideres.

LIF-forslagets § 73, jf. § 79, vil gennemføre disse regler for så vidt angår investeringsforeninger. Tilsvarende regler kan tænkes anvendt med hensyn til værdipapirfonde.

#### **4.13. Ændring af fondsbestemmelser**

Der kan være mange og gode grunde til at ændre de fondsbestemmelser, som en værdipapirfond "fødes" med. Et ønske hos IFS om at ændre de nævnte bestemmelser bør imødekommes, medmindre ændringen strider mod lovgivningen eller deltagerne i fonden har en rimelig interesse i, at ændringen ikke gennemføres. Hensynet til at lovgivningen overholdes, og at der ikke gennemføres ændringer til ugunst for deltagerne i fonden imødekommes formentlig bedst ved at gøre det til et krav, at vilkårene kun kan ændres med Finanstilsynets godkendelse. Dette resultat følger da også af UCITS IV, art. 5, stk. 6.

På denne måde opnår man den nødvendige beskyttelse samtidig med, at almindelige forvaltningsretlige principper, herunder krav om saglighed, indebærer, at ændringer af vilkår kun vil blive nægtet, såfremt der foreligger rimelige grunde hertil.

I forbindelse med Finanstilsynets administration af en regel, som den her drøftede, vil det formentlig være en fordel at tillade tilsynet at knytte eventuelle betingelser til en godkendelse. Det kunne eksempelvis tænkes, at tilsynet i forbindelse med væsentlige ændringer ville finde det mest rimeligt, at give den enkelte deltager en ret til at kræve sig indløst.

#### **4.14. Indløsning af andele**

Det følger af UCITS IV, art. 84, at en IFS skal tilbagekøbe eller indløse en deltager på forlangende. Der er dog mulighed for at udsætte tilbagekøbet eller indløsningen, hvis visse betingelser er opfyldt.

LIF-forslagets § 55 bestemmer, at der løbende skal ske indløsning således, at et medlem kan kræves sig indløst på forlangende. Indløsning kan imidlertid udsættes, når den indre værdi af en andel ikke kan fastsættes på grund af markedsforhold, eller når der af hensyn til en lige behandling af medlemmerne først kan ske fastsættelse af den indre værdi, når der er sket realisering af de til indløsningen af andelene nødvendige aktiver, jf. §§ 55 og 90.

#### **4.15. Afvikling af værdipapirfonde**

Afvikling af en værdipapirfond bør være reguleret i lovgivningen og formentlig også i fondsbestemmelserne. Da der typisk er tale om et for deltagerne væsentligt indgreb må en afvikling forudsætte Finanstilsynets godkendelse, jf. herved UCITS IV, art. 5, stk. 6.

En konsekvens af det anførte er, at også beslutning om, at IFS'et træder i likvidation forudsætter Finanstilsynets godkendelse.

#### **4.16. Udskiftning af investeringsforvaltningsselskabet**

UCITS IV, art. 5, stk. 6, og art. 26 forudsætter, at der kan ske udskiftning af IFS'et. Den sidstnævnte bestemmelse foreskriver, at det ved lov eller i fondsbestemmelserne fastsættes på hvilke betingelser en sådan udskiftning kan ske.

Eftersom en værdipapirfond ikke er en selvstændig juridisk enhed synes det umiddelbart at savne mening at tale om, at der kan ske en udskiftning af IFS'et. Man kan dog forestille sig, at den afgrænsede virksomhed eller aktivitet, som fonden er udtryk for, kan overdrages ligesom det f.eks. er tilfældet med et forsikrings-selskabs forsikringsbestand, jf. FIL § 204.

Afgørende for, om der i det enkelte tilfælde skal kunne ske en overdragelse af virksomheden (fonden) må være, om dette er i deltageres interesse, hvilket bør være et anliggende, som Finanstilsynet i påkommende tilfælde vurderer og tager stilling til. De regler, som i givet fald gennemføres vedrørende værdipapirfonde, bør regulere dette forhold nærmere.

#### **4.17. Fusioner af værdipapirfonde**

UCITS IV, art. 37 ff. og direktiv 2010/44/EU indeholder regler om fusioner af bl.a. værdipapirfonde. En sådan fond er ikke et selvstændigt retssubjekt, hvorfor det vil være nødvendigt at udforme reglerne om fusioner under hensyntagen hertil. Der vil i disse tilfælde være tale om en sammenlægning af to eller flere fonde uden at pågældende fondes forvaltere (IFS'erne) nødvendigvis undergives ændringer selskabsretligt. Det ene IFS kan således tænkes at overtage og sammenlægge et andet IFS' fond med en fond, som det første IFS har etableret og driver. For deltageres vedkommende vil sammenlægningen betyde en ændring i den formuemasse, som de har investeret i og dermed har en andel i. Reglerne bør afspejle disse særlige forhold. Ved fastlæggelse af fusionsregler bør det i alle tilfælde overvejes, om ikke der er behov for at give de deltagere, som måtte ønske dette, en adgang til at kræve sig indløst.

Temaer af den ovenfor omhandlede karakter er imidlertid ikke ukendte for lovgiver, jf. reglerne om "overflytning af en afdeling" fra en forening til en anden i LIF-forslaget § 111 ff.

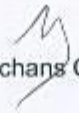
#### **4.18. Øvrige forhold**

Udover det ovenstående indeholder UCITS IV og de dertil knyttede retsakter andre bestemmelser, som må have sig for øje i forbindelse med indførelse af en adgang til at etablere værdipapirfonde. Dette gælder bl.a. master-feeder strukturer i UCITS IV, art. 58 ff. samt LIF-forslaget §§ 4 og 5 og delegation af IFS'ets opgaver til tredjemand, jf. UCITS IV, art. 13.

Disse og en række øvrige forhold må der naturligvis tages højde for i forbindelse med en eventuel indførelse af den nye form.

o0o-

Med venlig hilsen

  
Jan Schang Christensen



## Bilag 2

JAN SCHANS CHRISTENSEN  
PROFESSOR, DR.JUR.

A. N. HANSENS ALLE 30  
2900 HELLERUP

MOBIL 40758471  
E-MAIL jan.schans.christensen@mail.dk

Hellerup, 7. januar 2010

InvesteringsForeningsRådet  
Amaliegade 31  
1256 København K  
Att.: Direktør Jens Jørgen Holm Møller

### Uddybende spørgsmål i anledning af redegørelse af 17. december 2010

InvesteringsForeningsRådet har bedt mig uddybe visse del af min redegørelse af 17. december 2010, og jeg henviser i den forbindelse til vores mailkorrespondance samt vores telefoniske drøftelser.

De spørgsmål, som der er tale om, gengives nedenfor, idet mine svar følger umiddelbart efter hvert spørgsmål.

*1. Flere steder i redegørelsen er det anført, at fonden har separatiststilling eller separatistlignende stilling. Videre fremgår det, at der ikke kan gøres udlæg i fondens rettigheder (p. 4 – pkt. 4.2.), ligesom det fremgår p. 4 pkt. 4.2. " ... i tilfælde af IFS'ets konkurs. Af praktiske grunde må det overvejes at indføre bestemmelser, der sikrer at samtlige de aktiver, som befinder sig i fonden, i en sådan situation med FT's godkendelse kan overføres til forvaltning i et andet IFS.". Findes der allerede hjemmel der medfører fondens separatiststilling m.v. – eller skal hjemlen skabes i særlovgivningen?*

Svar: Der findes ikke i dag regler, der regulerer den retsstilling, som fondens deltagere (investorer) indtager i forhold til IFS'ets øvrige kreditorer i tilfælde af IFS'ets konkurs. Jeg har i min redegørelse af 17. december 2010 lagt op til, at reguleringen heraf indgår i den lovgivning, som i givet fald gennemføres vedrørende værdipapirfonde. Udtrykkene "separatiststilling" eller "separatistlignende stilling" har jeg anvendt, fordi deltagerne i fonden kollektivt ejer fondens aktiver. Aktiverne tilhører således ikke IFS'et, hvilket er baggrunden for, at IFS'ets kreditorer ikke kan gøre udlæg i aktiverne. I den "rene" situation, dvs. hvis man vælger at give deltagerne i fonden en egentlig separatiststilling, vil konsekvensen være, at deltagerne kan kræve de omhandlede aktiver udleveret fra konkursboet, jf. konkursloven § 82. Dette kan eventuelt tænkes at ske gennem en fælles repræsentant eller administrator (jf. nedenfor). En lidt anden tilgang er blevet anvendt i forbindelse med lovgivningen vedrørende særligt dækkede obligationer (SDO'er), hvor der

er etableret det, som i forarbejderne til FIL § 247d benævnes en "separatistlignende stilling." Denne model betyder, at de pågældende aktiver (med fradrag af udgifter) først medgår til dækning af deltagernes krav, hvorefter eventuelle overskydende beløb indgår i konkursboet til dækning af de øvrige krav.

Den foreslåede model indebærer, at deltagerne kollektivt ejer fondens aktiver. Det vil efter min opfattelse harmonere bedst hermed at lade fondens deltagere være egentlige separatister i IFS'ets konkursbo.

Netop det kollektive ejerskab til aktiverne giver anledning til, at det må overvejes, hvorledes det er mest formålstjenligt at regulere den situation, hvor IFS'et erklæres konkurs (eller mister tilladelsen til at drive virksomhed som sådan). Med inspiration fra de principper, der findes i FIL § 247a, er en nærliggende mulighed at etablere en model, hvorefter Finanstilsynet i denne situation kan udpege en administrator, som er undergivet Finanstilsynets tilsyn. Administratoren skal varetage fondsdeltagernes interesser og sørge for forvaltningen af fondens aktiver indtil fonden og dens aktiver overføres til et andet IFS, hvilket bør ske uden ugrundet ophold. Som det fremgår, adskiller administrators opgaver sig fra de opgaver der påhviler administratorer efter reglerne vedrørende SDO'er. Det vil være naturligt, at kurator i konkursboet gives adgang til at afgive indstilling med hensyn til det IFS, som fonden ønskes overført til, og at overførsel skal godkendes af Finanstilsynet.

Administratoren skal som nævnt varetage deltagernes interesser, og den enkelte deltager vil derfor ikke kunne disponere over sin forholdsmæssige del af fondens aktiver, jf. det tilsvarende princip i FIL § 247d, stk. 2.

*2. Deltagernes rettigheder i fonden forankres i et sæt fondsbestemmelser, som fastlægges af IFS'et og godkendes af FT – Hvad skal fondsbestemmelserne indeholde mere specifikt?*

Svar: Som forklaret i min redegørelse af 17. december 2010 giver UCITS IV i vidt omfang den enkelte medlemsstat valgmuligheden mellem at regulere et anliggende ved at stille krav til indholdet af fondsbestemmelserne eller stille krav om, at forholdet skal medtages i prospektet. Det er som nævnt min opfattelse, at det er mest hensigtsmæssigt at stille krav om, at fondsbestemmelserne skal indeholde samtlige de i redegørelsen omhandlede oplysninger bortset fra sådanne, der løbende eller ofte forandres. Fondsbestemmelserne vil i så fald skulle omfatte oplysninger om bl.a.:

- IFS'et, herunder dets navn og hjemsted mv. samt størrelsen af kapitalen mv.
- Værdipapirfondens navn, oprettelsesdato og varighed (hvis tidsbegrænset)
- Regnskabsafslutning (regnskabsår) og udbyttefrekvens for værdipapirfonden
- Andelene og deres væsentligste karakteristika
- Eventuel angivelse af børser eller markeder, hvor andelene noteres eller omsættes
- Fremgangsmåden ved og vilkårene for udstedelse af andele
- Fremgangsmåden ved og vilkårene for tilbagekøb eller indløsning af andele
- Bestemmelser om fastsættelse og anvendelse af fondens indtægter
- Investeringsmål, herunder finansielle mål, investeringspolitik og begrænsninger i denne, finansiell teknik og finansielle midler eller låneevne
- Regler for værdiansættelse af aktiver

- Regler for værdiansættelse af andele
- Fastsættelse af priser ved salg eller emission samt ved indløsning eller tilbagekøb af andele
- Størrelse af og metode for beregning af det vederlag, som værdipapirfonden skal betale til IFS'et, depotselskabet eller andre, og de omkostninger, som fonden skal betale til IFS'et, depotselskabet eller andre
- Depotselskabets navn, hjemsted mv.
- Rådgivere, hvis vederlag betales over fondens aktiver
- Faciliteter med henblik på udbetaling til deltagere, tilbagekøb eller indløsning af andele samt formidling af oplysninger om fonden
- Udskiftning af IFS'et eller depotselskabet (dette bør antagelig tillige reguleres i lovgivningen).

De yderligere oplysninger, som i givet fald skal fremgå af prospektet, omfatter bl.a.:

- Andre værdipapirfonde, som IFS'et måtte administrere
- Navnene på medlemmerne af IFS'ets bestyrelse og direktion og disses funktion samt, hvis relevant, oplysninger om de pågældendes hovedvirksomhed
- Kortfattet beskrivelse af relevante skatteregler
- Navn mv. på selskabets revisor
- Værdipapirfondens hidtidige indtjening, hvor dette er relevant
- Profil på den typiske investor, som fonden henvender sig til
- Eventuelle udgifter eller gebyrer udover de ovenfor nævnte.

De specifikke krav, som UCITS IV stiller med hensyn til, hvad der skal reguleres i henholdsvis lovgivning, fondsbestemmelser og prospekt, er der redegjort for i det norske finanstilsyns Arbejdsgrupperapport af 15. juni om "Forslag til ny verdipapirfondlov", p. 61 ff., som jeg henviser til.

*3. Hvornår skal investor orienteres om ændring af fondsbestemmelser, og hvornår skal investor have mulighed for at træde ud af fonden uden omkostninger? Hvad ligger der i "uden omkostninger"? Er det en ordning der svarer til UCITS IV art. 45(1) eller er det helt uden omkostninger?*

Svar: Spørgsmålet om, hvornår deltagerne (investorerne) skal orienteres om ændring af fondsbestemmelser må bero på, hvorledes sådanne ændringer i øvrigt reguleres. Mit forslag er (jf. redegørelsen af 17. december 2010, p. 14), at bestemmelserne skal kunne ændres med Finanstilsynets godkendelse, og at der ikke herudover kræves samtykke fra andre. Det vil i givet fald være nærliggende, at deltagerne orienteres, når Finanstilsynets godkendelse foreligger. Som nævnt tidligere, vil det formentlig være en fordel at tillade tilsynet at knytte betingelser til en godkendelse, f.eks. om at den enkelte deltager i forbindelse med væsentlige ændringer har ret til at kræve sig indløst. Denne mulighed er foreslået indført i svensk ret, jf. Investeringsfondsudredningens betænkning "Fondsverksamhet över gränserna – genomförande av UCITS IV-direktivet (SOU 2010:78), p. 49-50. I det svenske forslag (samme sted) lægges der op til, at indløsning i givet fald sker således, at der i det beløb, der tilkommer deltageren, sker fradrag for omkostninger knyttet til afviklingen af investeringen. Dette er i harmoni med UCITS IV art.

45, stk. 1, og en tilsvarende regel vil efter min opfattelse også være hensigtsmæssig i forbindelse med indførelsen af værdipapirfonde i dansk ret.

Det nævnte svenske forslag (ligeledes betænkningens p. 49-50) lægger endvidere op til, at det svenske finanstilsyn (Finansinspektionen) kan pålægge IFS'et at underrette deltagerne om ændringerne i fondsbestemmelserne og i den forbindelse bestemme, at ændringerne ikke får virkning før end der er hengået en vis tid efter tilsynets godkendelse. Det bør efter min opfattelse overvejes at indføre en tilsvarende hjemmel for Finanstilsynet således, at tilsynet i de tilfælde, hvor dette skønnes rimeligt, kan give deltagerne i fonden en vis tid til at indrette sig på ændringerne af fondsbestemmelserne.

*4. Afvikling af en værdipapirfond (p. 15) bør være reguleret i lovgivningen og formentlig også i fondsbestemmelserne. Dette skal uddybes og forklares nærmere.*

Svar: Min tanke med denne bemærkning udsprang af det enkle forhold, at fondsbestemmelserne er umiddelbart tilgængelige for deltagerne, som ikke nødvendigvis undersøger lovgrundlaget. Eftersom reglerne om afvikling af fonden er af central betydning burde det derfor overvejes også at lade dem indgå i fondsbestemmelserne. Man kunne forestille sig, at der i lovgrundlaget blev stillet krav om, at der i fondsbestemmelserne træffes bestemmelser vedrørende afvikling af fonden, og at de nærmere regler herom fastsættes i fondsbestemmelserne.

*5. Reglerne om fusioner (p. 15) skal udformes under hensyntagen til, at fondene ikke er selvstændige retssubjekter. Dette skal uddybes og forklares nærmere.*

Svar: Den almindelige selskabslovgivning (selskabsloven) tager i sine fusionsregler hensyn til, at selskaber er særskilte juridiske enheder, som ejes af kapitalejere og hvor der typisk tillige vil være kreditorer. En værdipapirfond er ikke en juridisk enhed, men en aktiv- eller formuemasse, som deltagerne ejer kollektivt, og som pr. definition ikke har kreditorer.

Fusionsreglerne vedrørende værdipapirfonde vil derfor skulle indrettes på en sådan måde, at der tages højde for de nævnte omstændigheder. Dette kan ske ved at de almindelige selskabsretlige regler anvendes som udgangspunkt og tilpasses i lyset af de nævnte forhold samt under hensyntagen til bestemmelserne i UCITS IV. Man kan således forestille sig fusion ved, at en værdipapirfond "overtager" en anden fonds aktiver (absorption), eller ved at to (eller flere) fonde lægges sammen og danner en ny fond (kombination). I hovedtræk kan dette tænkes gennemført efter følgende principper:

Deltagerne i den eller de ophørende fonde vil få ombyttet deres andele i de oprindelige fonde med andele i den fortsættende eller nye fond. Beslutning om fusion træffes i alle tilfælde af de respektive IFS'er på grundlag af en fusionsplan, der indeholder de centrale oplysninger af relevans for fusionen, herunder identificerer de involverede værdipapirfonde og deres aktiver, redegør for typen af fusion (jf. lige ovenfor) og bevæggrundene for fusionen, oplyser datoen fra hvilken fusionen får virkning samt andelenes ombytningsforhold (og metoden til beregning heraf), og redegør for fusionens konsekvenser for de respektive deltagere. Der bliver ikke tale om, at der skal indhentes erklæringer fra revisor (eller anden sagkyndig) med hensyn til kreditorenes stilling, men der bør gælde krav om en sådan erklæring for så vidt angår rimeligheden af det vederlag,

som deltagerne modtager, dvs. bl.a. med hensyn til andelenes ombytningsforhold, jf. art. 42 i UCITS IV. Fusionsplan og revisorerklæring vil sammen med de øvrige oplysninger nævnt i art. 39 i UCITS IV indgå i det materiale, som danner grundlaget for Finanstilsynets godkendelse af fusionen. Herudover vil det nævnte materiale danne grundlaget for deltageres vurdering af fusionens konsekvenser for deres investering, jf. art. 43 i UCITS IV.

Eftersom fusionen ikke skal godkendes af deltagerne, er det nærliggende at orientere deltagerne, når tilsynets godkendelse foreligger, hvilket også er den model, som art. 43, stk. 2, i UCITS IV anvender, jf. tillige den svenske betænkning SOU 2010:78, p. 80-81. Deltagerne i fonden kan kræve sig indløst (eller deres andele tilbagekøbt) i forbindelse med fusion, jf. art. 45, stk. 1, i UCITS IV. Beløb, der tilkommer deltageren, fratrækkes omkostninger knyttet til afviklingen af investeringen.

Reglerne vedrørende grænseoverskridende fusioner kan bygges op efter tilsvarende principper, men må naturligvis tage hensyn til de særlige forhold, der knytter sig til det grænseoverskridende element, jf. bestemmelserne herom i UCITS IV.

-o0o-

Med venlig hilsen

  
Jan Schans Christensen

## Appendix 3

# Different Types of Funds Existing in the EU Member States Based on the Categories Stated under UCITS IV

### Different types of funds existing in the EU Member States based on the categories stated under UCITS IV

Country	Type of funds		
	Corporate funds	Contractual funds	Unit trusts
Austria		✓	
Belgium	✓	✓	
Bulgaria	✓	✓	
Cyprus	✓	✓	✓
Czech Republic		✓	
Denmark	✓		
Estonia	✓	✓	
Finland		✓	
France	✓	✓	
Germany	✓	✓	
Greece	✓	✓	
Hungary	✓		
Ireland	✓	✓	✓
Italy	✓	✓	
Lithuania	✓	✓	✓
Luxembourg	✓	✓	
Malta	✓	✓	
the Netherlands	✓	✓	
Poland	✓		
Portugal	✓	✓	
Romania	✓	✓	
Slovakia		✓	
Slovenia	✓	✓	
Spain	✓	✓	
Sweden		✓	
UK	✓		✓

## Bilag 4

### **InvesteringsForeningsRådets og Finansrådets vurdering af synergier og potentiale ved ændrede rammevilkår**

Dette bilag 4 beskriver InvesteringsForeningsRådets og Finansrådets vurdering af synergier og potentiale ved ændrede rammevilkår, idet bemærkes, at der ikke ligger nogen kvalificerede analyser til grund for vurderingerne. Arbejdsgruppen har ikke selvstændigt drøftet eller vurderet synergier og potentiale ved ændrede rammevilkår.

Investeringsforvaltning er et område, som både herhjemme og internationalt får stadig større betydning. Samtidig er det et område, hvor konkurrencen om opgaverne både nationalt og internationalt er tiltaget, og denne udvikling må ventes at blive forstærket de kommende år. Såvel UCITS IV-direktivet, men også AIFM<sup>1</sup>-direktivet bidrager hertil.

InvesteringsForeningsRådet og Finansrådet (branchen) skønner, at en ændring af rammevilkårene for kollektive investeringsordninger vil kunne skabe positive effekter for investeringsforvaltning generelt i Danmark. Der vil være mulighed for en række afsmittende gevinster både i branchen og på andre områder og som følge deraf en samfundsøkonomisk gevinst.

#### **1. Mulige stordriftsfordele**

Hvis der bliver adgang til at etablere UCITS som investeringsselskaber med variabel kapital og investeringsfonde, vil der være basis for at betjene flere investorgrupper og derved øge den forvaltede formue. Det vil ifølge branchen føre til en mere effektiv administration af UCITS, end tilfældet er i dag.

Investeringsforvaltningsvirksomhed er forbundet med stordriftsfordele. En række basisfunktioner er således relativt uafhængige af størrelsen af den forvaltede formue, hvorved en række faste omkostninger kan fordeles over en større formue. Mulighederne for stordriftsfordele gælder både vedrørende egentlig porteføljepleje og ved en lang række mere administrative opgaver såsom beregning af indre værdi, værdiansættelse, kontrolfunktioner, almindelige back office-funktioner forbundet med værdipapirhandel samt regnskab og revision.

Porteføljepleje indeholder stordriftsfordele, idet omkostninger til analyse, strategisk ledelse, investeringsbeslutninger, it-udvikling og drift mv. kun i mindre grad afhænger af størrelsen af den forvaltede formue.

En række udenlandske undersøgelser har dokumenteret disse stordriftsfordele, herunder EU-Kommissionens rapport af september 2006: Potential cost saving in a fully integrated European investment fund market p. 26, dog således, at potentialet for yderligere gevinster aftager med formuens størrelse, og for meget store fonde opstår der ikke yderligere stordriftsfordele ved at øge formuen. EU-Kommissionens rapport er det direkte fundament for de ændringer, som UCITS IV-direktivet medfører.

---

<sup>1</sup> AIFM er en forkortelse af Alternative Investment Fund Management

Såfremt der opnås stordrifts- og effektivitetsgevinster, vil konkurrenceforholdene bestemme, om dette slår igennem i form af lavere omkostninger til investorerne, eller blot betyder større indtjening for udbyderne af UCITS. Det er derfor afgørende, at sikre lige konkurrencevilkår i EU-landene, jf. også UCITS IV-direktivets formål.

For at stordrifts- og effektivitetsgevinster kan komme investorerne til gode, er det derudover væsentligt, at sikre en tilstrækkelig prisgennemsigtighed og nem adgang for investorerne til relevante informationer, jf. kapitel 7.5.

## **2. Samling af koncernporteføljepleje**

Den netop vedtagne fremsatte lov om investeringsforeninger mv. giver mulighed for, at et investeringsforvaltningsselskab kan udføre skønsmæssig porteføljepleje for koncernforbundne selskaber. Det betyder, at disse selskaber får adgang til at pleje de værdipapirbeholdninger, der indgår i bankernes puljeordninger og i bankernes øvrige egenbeholdning.

Det er væsentligt for investorerne, at en samling af koncernporteføljeplejen sker under behørigt hensyn til, at der tages hånd om de interessekonflikter, der vil opstå ved at samle investeringsforvaltning for både investeringsforeningerne og andre interessenter. Dette belyses nærmere i kapitel 7.7.

Adgangen til at udføre skønsmæssig porteføljepleje for koncernforbundne selskaber forbedrer mulighederne for at realisere stordriftsfordele. Samling af porteføljeplejen i en finansiel koncern i koncernens investeringsforvaltningsselskab vil dog næppe ske i større omfang, hvis ikke ejerne af et investeringsforvaltningsselskab/koncernen får adgang til at besætte flertallet af bestyrelsesposterne i selskabet med personer, som er tilknyttet koncernen. Det kan eksempelvis være ansatte. Ud fra en forretningsmæssig vinkel finder branchen det naturligt, at et selskabs ejere (her moderselskabet) har indflydelse på sammensætningen af deres datterselskabers bestyrelse på lige fod med, hvad der gælder for selskaber generelt i henhold til selskabslovgivningen.

## **3. Afledte potentielle synergieffekter**

Hvis formuen i danske UCITS bliver større, må der ifølge branchen forventes en nettotilgang af arbejdspladser også i relation til udvikling af it-systemer. Forvaltning af kapital i UCITS kræver udvikling, vedligeholdelse og betjening af avancerede it-systemer til løbende overvågning af markedets bevægelser, afvikling af handler, beregninger af den indre værdi samt ikke mindst risikostyring og porteføljemanagement.

Såfremt den samlede kapital, der forvaltes via danske UCITS, bliver større, vil IT systemerne blive mere komplekse. Dette vil medføre yderligere aktiviteter på implementeringssiden af de nuværende systemer. Der vil herudover umiddelbart blive yderligere behov for bemanning indenfor IT support og de kundevendte områder. På sigt vil der ifølge branchen formentlig også blive basis for nyudvikling, særligt hvis der kommer nye investeringsforvaltningsselskaber til. Det er således branchens forventning, at der vil blive en øget beskæftigelse indenfor IT sektoren. Det er dog vanskeligt at give et konkret bud på, hvor mange nye stillinger, der kan skabes.

En styrkelse af det danske investeringsforvaltningsmiljø vil ifølge branchen også medføre øget behov for efter- og videreuddannelse af de relevante medarbejdere. Med en større inve-



steringsvolumen under forvaltning vil der ifølge branchen være potentiale for udbud af efter- og videreuddannelsesaktiviteter.

En styrkelse af investeringsforvaltningsmiljøet vil dermed ikke kun påvirke branchens egen størrelse, men vil ifølge branchen også kunne bidrage til vækst hos disse serviceleverandører mv., som branchen løbende benytter sig af.

#### **4. Samlet vurdering**

Danske investeringsforvaltningsselskaber har i alt ca. 1000 mia. kr. under forvaltning, hvoraf danske UCITS udgør 508 mia. kr. ved udgangen af 2010. En række danske investeringsforvaltningsselskaber er en del af finansielle koncerner med omfattende internationale aktiviteter. De administrerer UCITS i udlandet – eksempelvis i Luxembourg og de andre nordiske lande – for et samlet beløb på 518 mia. kr. ultimo 2010.

En ændring af rammevilkårene i overensstemmelse med denne rapport vil ifølge branchen skabe mulighed for, at forvaltningen af en del af denne kapital kan komme til Danmark. Dette vil ifølge branchen blandt andet skabe gode muligheder for at tiltrække og fastholde højtuddannede medarbejdere inden for både finans- og it-området. Uden konkurrencedygtige regler er der derimod risiko for, at administration af UCITS og dermed arbejdspladser flytter fra Danmark, når midler fra 1. juli 2011 kan forvaltes på tværs af landegrænser i EU.

Der foreligger ikke officielle statistikker for værditilvæksten eller beskæftigelsesomfanget ved investeringsforvaltningsevne i Danmark. De tilgængelige regnskabsoplysninger for investeringsforvaltningsselskaberne giver ikke et dækkende billede af sektorens omfang, idet en række funktioner i varierende omfang varetages i andre enheder i den finansielle koncern, som investeringsforvaltningsselskabet indgår i eller har samarbejdsaftaler med. Det gælder eksempelvis investeringsrådgivning, handel med værdipapirer, markedsføring og salg, market making, depotselskabfunktionen og juridiske ydelser. Desuden er der opgaver, der indkøbes eksternt herunder revision og it-leverancer.

På basis af oplysninger og skøn fra danske investeringsforvaltningsselskaber, som er en del af finansielle koncerner med internationale aktiviteter, har InvesteringsForeningsRådet udarbejdet følgende oversigt:

<b>Skønnet direkte og indirekte beskæftigelse, hvis produktion sker i Danmark</b>			
	Faktisk antal ansatte pr. 31/12 2010 (skøn)	Skøn over potentiale ved hjemtagning fra udlandet	I alt
Investeringsforvaltningsselskab	314	240	554
Depotselskab	78	34	112
Porteføljeforvaltning fra koncern	210	160	370
Juridiske serviceydelser fra koncern eller andre	16	11	27
Øvrige outsourcete opgaver til koncern	26	0	
Revisorer	26	16	42
IT leverandører	60	11	71
Insourcete aktiviteter for udl. UCITS	40	0	40
<b>Antal i alt</b>	<b>770</b>	<b>472</b>	<b>1216</b>
NB: Fuldtidsansatte			
Kilde: Danske investeringsforvaltningsselskaber, som er en del af finansielle koncerner med internationale aktiviteter			
Note: Børsmæglere til handel og market making og koncernansatte, der rådgiver investorer, er ikke medtaget.			

Som det fremgår, er der skønsmæssigt 770 fuldtidsansatte beskæftiget med investeringsforvaltningsvirksomhed (både UCITS- og non-UCITS). De fleste er ansatte i de involverede finansielle koncerner og i investeringsforvaltningsselskaberne, men der er også en del ansatte i servicefunktioner og i følgeindustrien. Det er ikke muligt at foretage en opdeling på administration af UCITS og non-UCITS, fordi opgaverne løses i en og samme organisation.

Hvis rammelovgivningen ændres i overensstemmelse med denne rapport, skønner branchen (Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet), at omkring 2/3 af de midler, der i dag forvaltes i udlandet af danske finansielle koncerner, hjemtages til produktion og/eller forvaltning i Danmark. En sådan hjemtagning af godt 300 mia. kr. skønner branchen vil forøge beskæftigelsen i sektoren med ca. 300 personer.

Det er forbundet med betydelig usikkerhed at skønne over værditilvæksten i branchen. Branchen skønner dog, at værditilvæksten pr. beskæftiget (løn + overskud) kan opgøres til 1½ mio. kr. Det betyder ifølge branchen, at en hjemtagning af 300 mia. kr. svarende til 300 beskæftigede vil løfte værditilvæksten i sektoren med 450 mio. kr., og hermed give et afledt positivt skatteprovenu.

I tabellen ovenfor er eksportmulighederne ikke medregnet i beskæftigelseseffekten. De europæiske administrationsselskaber forvalter kollektive investeringsordninger for 57.000 mia. kr., hvoraf den danske markedsandel udgør 900 mia. kr. eller 1,6 pct. Hvis det med rapportens initiativer lykkes at øge den danske markedsandel med 1 pct., vil der ifølge branchen komme ca. 570 mia. kr. yderligere under forvaltning svarende til en beskæftigelseseffekt på ca. 500 personer. Det vil give et afledt positivt skatteprovenu.

Effekterne forstærkes af, at investeringsforvaltning er et vækstområde med en underliggende vækst i overkanten af BNP-væksten i EU. Det skyldes, at behovet for pensionsopsparing bliver større i takt med relativt flere ældre i de europæiske samfund.

Afslutningsvis skal det bemærkes, at jobskabelsen i Danmark i forbindelse med salg og markedsføring over for udenlandske investorer ikke er medtaget i skønnet over beskæftigelseseffekten, ligesom der ikke taget højde for de eventuelle muligheder, der kan være for effektivisering ved sammenlægning af organisatoriske enheder.