

## Høringssvar

3. juni 2013

Høringssvar vedr. diverse forslag til bekendtgørelser udstedt i medfør af Lov om Alternative Investeringsfonde mv. (LAIF)

---

### 1. Indledning

DVCA har i maj måned 2013 modtaget diverse udkast til bekendtgørelser udstedt i medfør af Lov om Alternative Investeringsfonde mv., der blev vedtaget af Folketinget d. 16. maj 2013.

Finanstilsynet (FT) har indtil videre fremsendt følgende bekendtgørelser med udgangspunkt i LAIF:

1. Bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.
2. Bekendtgørelse om tilladelse til forvaltere af alternative investeringsfonde til markedsføring af alternative investeringsfonde fra et tredjeland.
3. Bekendtgørelse om lønpolitik samt oplysningsforpligtelser om aflønning for forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.
4. Bekendtgørelse om tilladelse til forvaltere af alternative investeringsfonde til markedsføring til detailinvestorer.
5. Bekendtgørelse om form og indhold af et dokument, der indeholder væsentlig investorinformation for alternative investeringsfonde.
6. Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.
7. Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.

### 2. Baggrund for DVCA's kommentar

Private equity fonde følger internationale standarder, således at fondenes investorer kan genkende investeringsmodellen over hele verden. Det skyldes, at fondenes dominerende investorer er institutionelle investorer (pensionskasser, forsikringselskaber, banker, endowments, sovereign wealth funds)

I forbindelse med bekendtgørelserne er der visse helt overordnede kommentarer (se nedenfor). Baggrunden herfor er den særlige struktur i private equity fonde, der er karakteriseret ved (blandt andet) disse karakteristika:

Investorerne tegner andele i fonden ved dens stiftelse.

Fonden er **kun** åben for tegning i en periode på 12 til 18 måneder fra første markedsføring. Herefter sker der ingen nytegninger i fondens levetid.

Der sker **kun** markedsføring af fonden i de første 12 til 18 måneder. Derefter fortsætter fonden i typisk 10 år uden køb eller salg af ejerandele.

Der sker **ikke** indbetaling af beløb til fonden, før den skal bruges i fonden til udgifter eller køb af aktiver (beløbene "kaldes"). Der er derfor ikke en større likvid kapital i en equity fond. Køb af

virksomheder sker i form af ejerandele eller aktiver. Disse ejerandele er typisk unoterede og derfor **meget illikvide**.

Køb sker med henblik på kontrol (alene eller fælles med andre investorer) for derigennem at udvikle og senere sælge virksomheden.

Ejerandele i fonden købes normalt med henblik på, at investor beholder dem fra stiftelsen og indtil fonden afvikles, hvilket typisk sker 10 til 12 år senere. I det omfang det sker, træder den nye investor ind med samtlige de rettigheder og forpligtelser, som den oprindelige investor havde. Salget af ejerandele sker ikke på FAIF'ens initiativ – men på investorens eget initiativ fx fordi investoren har uoptimal risikospredning. Der er typisk en klausul i aftalen mellem FAIF'en og investorerne om, at de øvrige investorer med kvalificeret flertal kan blokere salget af en investors ejerandele.

Markedet for køb og salg af ejerandele er i dag meget uformelt.

Uanset, at der findes et uformelt marked for køb og salg af ejerandele har den til enhver tid værende investor ikke en indløsningsret af sine ejerandele. Investor har således ikke ret til at komme ud af sin investering før udløb. Dette skyldes, at fonden investerer i relativt få aktiver og, at disse som nævnt ovenfor er illikvide.

Overordnet er det DVCA's vurdering, at det er hensigtsmæssigt, hvis der i bekendtgørelserne tages højde for strukturen i private equity, der - som nævnt ovenfor - er anderledes i forbindelse med ejerskab, drift og afhændelse af investeringerne end andre kollektive investeringsordninger.

### 3. Overordnede kommentarer

#### *Positiv afgrænsning af Private Equity er nødvendig*

For at kunne lette udformningen af bekendtgørelserne og sikre, at private equity behandles korrekt under de enkelte bekendtgørelser, foreslår DVCA, at der laves en positiv definition af private equity, som kan bruges i alle bekendtgørelserne. En mulig definition er denne:

*"En private equity fond er kendetegnet som en kollektiv investeringsordning, der investerer i aktier, anpartar, I/S andele, K/S andele eller andre ejerandele og aktiver (eller tilsvarende udenlandske andele eller aktiver) for alene eller sammen med andre at have (fælles) kontrol med virksomheden med henblik på at deltage i ledelsen og driften af disse for udvikling med henblik på videresalg"*

Dette kan så suppleres med en opsamlingsbestemmelse, hvor Finanstilsynet på konkret basis kan vurdere, om en Alternativ Investerings Fond (AIF) alligevel falder inden for området.

#### *Visse investorer bør uanset MIFID ikke karakteriseres som private investorer*

Det er uhyre vigtigt at sikre, at udbud til private, der er tætte på fonden, herunder partnere, deltagere i advisory board og medarbejdere ikke bliver anset som et udbud til offentligheden. Det skyldes, at et afgørende karakteristika ved private equity fonde er, at disse personer medinvesterer i fonden. Sker denne medinvestering ikke, er der ingen fond. Investeringen sker typisk direkte i selve fonden eller gennem en selskabsstruktur, der fungerer som feederfond.

Disse personer, der er tæt knyttet til fonden og dens etablering og drift har ikke samme beskyttelseshensyn, som andre private investorer.

Det er DVCA's forslag, at der etableres en model, hvor dette er muligt, evt. via en model som den svenske anført nedenfor. Er det ikke muligt indenfor den nuværende lov, foreslår DVCA, at der snarest muligt indføres mulighed herfor i loven.

#### *Definition af professionelle investorer*

I bekendtgørelsen om markedsføring af AIF'er fra tredjelande henvises der til reglerne i bilag II til MIFID, hvor en investor under visse omstændigheder kan kvalificeres som en professionel investor. Equity fonde er kendetegnet ved, at man tegner en ejerandel og holder den i 10-12 år uden anden handel. Derfor vil der være mange investorer - også sådanne man normalt ville opfatte som professionelle – der ikke vil kunne omkvalificeres til professionelle investorer.

DVCA foreslår derfor, at der indføres en regel svarende til de forslag, der er fremsat i Sverige. Her kan udbud ske til privat investorer, der tegner minimum 100,000 EUR og underskriver en erklæring, hvor de anerkender at have forstået risiciene ved investering i private equity.

#### *Afgrænsning af "finansielle aktiver" og "øvrige aktiver"*

DVCA foreslår, at det positivt anføres, at ejerandele i private equity, som defineret ovenfor, er omfattet af "øvrige aktiver" og **ikke** "finansielle aktiver", som beskrevet i bilagene til MIFID og FIL.

Det virker umiddelbart som om, at FT har ønsket at tage hensyn til branchen ved at lave mere tilgængelige regler for øvrige aktiver med det formål at andele i equity fonde skal være omfattet. Men anvendelsen af definitionen for finansielle aktiver fra MIFID og FIL kan medføre, at andele i equity fonde falder ind under de skrappe krav for finansielle aktiver.

#### *Indløsning*

I mange af bekendtgørelser er det anført, at fonden skal give investor mulighed for indløsningsret.

Som anført er der ikke normalt indløsningsmulighed i equity fonde. Investeringerne er illikvide og holdes til udløb. Hvis der skal indføres en mulighed for indløsning med faste intervaller vil det være en ændring af den måde, som equity fonde i Danmark og udlandet historisk har fungeret.

Konkurrencemæssigt vil det være til skade for danske equity fonde, da vilkårene og mulighederne for at tiltrække udenlandske investeringer bliver påvirket.

Det vil **også** være til skade for investorerne. Fondene ligger ikke inde med midler til at indløse investorer. Midler anvendes kun til køb af investeringer og betaling af udgifter i driften af FAIF'en. Hvis der skal skaffes midler til, at fonden skal kunne indløse en investor, kan dette kun ske ved et salg af investeringer.

Da der typisk er tale om unoterede selskaber, hvor man ejer majoriteten med henblik på udvikling af selskabet, vil et salg ske på et tidspunkt, hvor prisen **ikke** er optimal, og det er tvivlsomt, om man overhovedet kan finde en køber. Alternativet er at trække yderligere penge fra de andre investorer for at købe en anden investors andele. Det er heller ikke en hensigtsmæssig anvendelse af fondens midler. Og direkte imod disse investorers ønsker. Fx at denne investor ikke er likvid eller ikke ønsker en større ejerandel i fonden.

Det er ikke usandsynligt, at fx en pensionskasse/bank i yderste konsekvens, såfremt de nuværende regler i bekendtgørelserne opretholdes, kan komme i karambolage med reglerne i Solvency II/Basel IV om sikkerhedskapital, hvis FT opretholder den nuværende bestemmelse.

#### *Geografisk afgrænsning af markedsføringsrettigheder*

Nedenfor er angivet de bekendtgørelser, der finder anvendelse ved de forskellige kombinationer af markedsføring.

	<b>Privat Investor</b>	<b>Professionel investor</b>
DK FAIF og DK AIF	Bekg 1.4 ovenfor	Loven, § 5, stk. 3 og 6
DK FAIF og EU AIF	Bekg 1.4 ovenfor	Loven, § 5, stk. 3 og 6
DK FAIF og ikke EU AIF	Bekg 1.4 ovenfor	Bekg 1.2 ovenfor
EU FAIF og DK AIF	Bekg 1.4 ovenfor	Pas regel i loven
EU FAIF og EU AIF	Bekg 1.4 ovenfor	Pas regel i loven
EU FAIF og ikke EU AIF	Bekg 1.4 ovenfor	Bekg 1.2 ovenfor
Ikke EU FAIF og DK AIF		
Ikke EU FAIF og EU AIF		
Ikke EU FAIF og ikke EU AIF		Bekg 1.2 ovenfor

Som angivet er ikke alle områder og muligheder for markedsføring (endnu) dækket af relevante bekendtgørelser.

#### **4. Kommentarer til enkelte bekendtgørelser**

##### Bekendtgørelsen om markedsføring til detailinvestorer

1.

Efter bekendtgørelsen om markedsføring til detailinvestorer er det FAIF'ens ansvar, at AIF'en lever op til de stillede krav. Visse af disse kan ikke opfyldes, som equity fonde i Danmark og Europa og USA fungerer på nuværende tidspunkt. Herunder følgende:

- Til hver en tid en formue på mindst 10 mio. kr. pr. afdeling (§ 4). Immaterielle aktiver og låneprovenu medregnes ikke. Formue skal være tegnet på stiftende generalforsamling og indsat på spærret konto hos depositaren eller foreligge som ubetinget garanti afgivet af et pengeinstitut eller forsikringsselskab om tegning af andele i foreningen. Det passer ikke godt med den sædvanlige struktur i en equity fond, hvor pengene kaldes og kanaliseres til investeringerne – medmindre værdien af investeringerne tælles med. At samle "død" kapital i fonden er ikke effektivt – og den skal ikke anvendes, da der ikke sker indløsning.
- Blandt andet § 5, § 6, § 9, § 14 og § 16 nævner oplysningskrav og andre krav vedrørende indløsning af andele. Som nævnt passer indløsning ikke med strukturen i en equity fond.

##### Bekendtgørelse om form og indhold af et dokument, der indeholder væsentlig investorinformation for alternative investeringsfonde

1.

Hvis der i dokumentet er indeholdt en oversigt over fondens resultater i tidligere år, skal sådanne resultater være indarbejdet i dokumentet senest 35 arbejdsdage efter 31. december hvert år. I den forbindelse bemærkes, at der nok skulle have stået 35 arbejdsdage efter endt regnskabsår.

35 dage er en meget kort frist til færdiggørelse af regnskaber og opdatering af investorinformation og hurtigere end de sædvanlige frister for rapportering til investorerne i en LPA, hvor der minimum er 3 måneder og ofte længere for rapportering, der baserer sig på årsrapporterne.

2.

Efter § 35 er løbende opdatering af dokumentet som anført i bekendtgørelsens §§ 32-34 alene et krav i perioden, hvor der aktivt udbydes andele i den alternative investeringsfond. Det må forstås sådan, at når tegningsperioden er udløbet, skal der ikke længere ske opdatering.

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.

1.

Det er alene en del af bestemmelserne i bekendtgørelsen, som finder anvendelse på FAIF'er, jf. bekendtgørelsens § 1, stk. 8 og 9. Bekendtgørelsen finder også alene anvendelse, hvis FAIF'en har tilladelse til at markedsføre andele i AIF'er til detailinvestorer

Iflg. § 7 må en FAIF ikke modtage præmiering medmindre

- (i) den ydes af kunden eller
- (ii) af tredjemand, og så kun hvis den er udformet med henblik på at øge kvaliteten af den tjeneste, der ydes kunden, kunden er blevet oplyst om præmierings eksistens, størrelse og karakter etc.

Det er uklart, hvordan denne bestemmelse skal anvendes på private equity branchen. Hvem er kunden? Er det investoren i fonden, eller selve fonden? Investoren betaler sædvanligvis ikke noget i forbindelse med en tegning af andele, men accepterer, at FAIF'en får carried interest. Er det eventuelle vederlag, som FAIF'en i forbindelse med en co-investment en præmie?

2.

FAIF'en skal desuden, når det er relevant, give investor en generel beskrivelse af investeringernes art eller den foreslåede investeringsstrategi og de dermed forbundne risici. Beskrivelsen skal sætte kunden i stand til at træffe investeringsbeslutningen på et informeret grundlag.

Dette er uddybet i § 12, der dog nok mest er møntet på en anden type investeringer – umiddelbart vil det meste af informationen kunne afdækkes via det normale informationsmateriale, der gives ved tegningen.

3.

§ 21 regulerer kravet om afregningsnota samt dennes indhold, når der er udført en ordre på vegne af en investor. Det er svært at se, hvorledes dette spiller sammen med drawdowns ("kaldning af kapital"), som anvendes i private equity, da de anførte krav til indhold ikke har den store relevans for drawdowns-modellen.

4.

§§ 25 – 29 regulerer forhold som opdatering af forretningsgange, efterlevelse af ordredøftelsespolitik, procedurer for behandling af kundeordrer, aggregering af kundeordrer samt allokering af handler, hvis der også handles for egen regning. Disse finder dårligt anvendelse på private equity. DVCA mener ikke, at disse skal finde anvendelse på FAIF'er af private equity-typen. og såfremt de skal, udbeder DVCA sig information herom.