

## **NOTAT - DEPARTEMENTET**

**Høringsnotat vedrørende udkast til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om værdipapirhandel m.v., straffeloven, retsplejeloven, lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. og forskellige andre love** (Indførelse af regler, der giver pensionskunder ret til at få den samlede økonomiske værdi af deres pensionsordning overført i forbindelse med visse tilfælde af omvalg, direktørers og andre ledende medarbejderes mulighed for at deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed, krav til sammensætningen af bestyrelsen i en fond eller forening, der ejer et realkreditaktieselskab, ændring af reglerne om straf for overtrædelse af CO<sub>2</sub>-auktionsforordningen, regulering af CO<sub>2</sub>-kvote-bydere, ændringer af reglerne om forvaltere af alternative investeringsfondes muligheder for at markedsføre alternative investeringsfonde, herunder undtagelse af markedsføring af andele i fondene til medarbejdere og visse detailinvestorer fra kravet om særlig markedsføringstilladelse og indførelse af mulighed for, at forvaltere fra tredjelande kan markedsføre fonde til detailinvestorer, ændring af grænsen for tilbudspligten i værdipapirhandelsloven, samt bedre sikring af mindre aktionærers rettigheder, forbud mod brug af variabel løn, der er afhængig af opnåelse af et bestemt salgsmål til detailkunder, ændring af reglerne om tilsyn med fælles datacentraler, tilsyn med depositarer for alternative investeringsfonde m.v.) (Januar II)

### **1. Indledning**

Lovforslaget er en del af et større samlelovforslag, der består af 3 dele. Første del af lovforslaget var en del af det lovforslag, der blev sendt i høring den 28. juni 2013. Anden del af lovforslaget blev sendt i høring d. 23. oktober 2013. Tredje del af samlelovforslaget blev sendt i høring 5. december 2013 og høringsfristen udløb 2. januar 2014. Der er i alt modtaget 124 høringssvar, heraf 68 med bemærkninger.

Det overordnede formål med lovforslaget er at gennemføre ændringer af den finansielle lovgivning, herunder at sikre, at pensionskunder, der tilbydes omvalg af pensionsprodukter, får overført den økonomiske værdi af deres nuværende produkt til det nye produkt, samt at den økonomiske værdi opgøres efter en individuel beregningsmetode. Derudover vil der med lovforslaget blive skabt klarere og enklere regler på området for til-

#### **ERHVERVS- OG VÆKSTMINISTERIET**

Slotsholmsgade 10-12  
1216 København K

Tlf. 33 92 33 50  
Fax. 33 12 37 78  
CVR-nr. 10092485  
EAN nr. 5798000026001  
evm@evm.dk  
www.evm.dk

budspligt, ligesom de øvrige aktionærer vil blive givet bedre vilkår i forbindelse med, at en storaktionær erhverver bestemmende indflydelse.

De væsentligste bemærkninger fra de hørte parter til de enkelte emner i lovforslaget gennemgås og kommenteres nedenfor.

Visse høringssvar har givet anledning til redaktionelle og tekniske ændringer og præciseringer i lovteksten og bemærkningerne. Disse ændrer ikke ved substansen i de pågældende forslag til lovbestemmelser og omtales derfor ikke nærmere i dette notat. Derudover indeholder enkelte høringssvar bemærkninger og opfordringer til lovinitiativer, som ikke vedrører nærværende lovforslag. Disse omtales heller ikke nærmere i dette notat.

## **2. Generelle bemærkninger**

Høringen tegner overordnet et billede af, at de hørte parter generelt er positive over for lovforslaget. Der er dog, som det vil fremgå nedenfor, også modtaget en række forslag til ændringer og præcisering.

## **3. Bemærkninger til konkrete emner**

Kommenteringen af høringssvarene vil ske med udgangspunkt i følgende overordnede opdeling:

3.1. Krav til sammensætningen af bestyrelsen i en fond eller forening, der ejer et realkreditaktieselskab m.v.

3.1.1 Sædvanlig formuepleje og lempeligere krav til uafhængighed i visse tilfælde

3.2. Ajourføring og revision af reglerne om direktørers og andre ledende medarbejders mulighed for at deltage i ledelsen eller driften af en anden erhvervsvirksomhed end den finansielle virksomhed, de er ansat i

3.3. Justering af reglerne om fit & proper

3.4. Udvidelse af anvendelsesområdet for Finanstilsynets mulighed for at reagere overfor offentliggørelse af misvisende oplysninger

3.5. Begrænsning af udenlandske filialers rådighed

3.6. Indførelse af regler, der giver pensionskunder, der tilbydes omvalg krav på kompensation og fastsætter krav til beregningen af denne

3.7. Ændring af regler i lov om værdipapirhandel m.v. om overtagelses-tilbud

3.7.1 Ændring af grænsen for tilbudspligt

3.7.2 Ny regel om tilbudspligt for personer der handler i forståelse og opnår bestemmende indflydelse, uden at der erhverves aktier

3.7.3 Ændring af fritagelse fra tilbudspligt efter fremsættelse af et frivilligt tilbud

3.7.4 Hjemmel til regler om ligebehandling efter tilbudsperioden

3.8 Risikoafdækning i betalingssystemer

- 3.9 Ændring af lov om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder
- 3.10. Ændringsforslag vedrørende forvaltere af alternative investeringsfonde
- 3.10.1 Forvaltere fra 3. landes muligheder for at markedsføre alternative investeringsfonde fra 3. lande til detailinvestorer i Danmark
- 3.10.2 Anvendelsen af betegnelsen ”semiprofessionelle investorer” i bemærkningerne til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.
- 3.10.3 Præcisering af markedsføringsbegrebet i forhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.
- 3.10.4 Registrerede forvalteres mulighed for at markedsføre andele i alternative investeringsfonde
- 3.10.5 Finanstilsynets mulighed for at få adgang til depositarer uden retskendelse
- 3.10.6 Aktieklubber i relation til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.
- 3.10.6 Kapitalforeninger i relation til bilag 5, nr. 3, til lov om finansiel virksomhed
- 3.11 Forbud mod brug af variabel løn, der er afhængig af opnåelse af et bestemt salgsmål til detailkunder.

### **3.1. Krav til sammensætningen af bestyrelsen i en fond eller forening, der ejer et realkreditaktieselskab m.v.**

Realkreditrådet finder ikke, at de nye krav til uafhængighed hos en fond eller forening, der har været et realkreditinstitut, og en fond, der er oprettet i forbindelse med omdannelse af et realkreditinstitut til et aktieselskab (realkreditfonde og -foreninger), er hensigtsmæssige eller nødvendige, og Realkreditrådet ser gerne, at forslaget bortfalder.

Realkreditrådet anfører, at sparekassefonde og realkreditfonde og -foreninger, er forskellige. Realkreditfondenes og -foreningernes væsentligste aktivitet er at eje aktier. De har ingen almennyttige formål. Der er således ingen midler i realkreditfondene og -foreningerne, og der er ingen interessekonflikter. Der kan ikke drages paralleller til sparekassefonde, hvor der har været eksempler på, at personsammenfald i høj grad havde medvirket til, at sparekassefonde havde anvendt midler i strid med formålet.

Realkreditrådet anfører endvidere, at sparekassefonde er selvejende og ofte ledes af en selvsupplerende bestyrelse. I realkreditforeninger vælges bestyrelsen derimod via et repræsentantskab. Realkreditfondene er omfattet af reglerne til ledelsen i lov om erhvervsdrivende fonde.

Realkreditrådet fremhæver, at flertallet af bestyrelsen i sparekassefonde før 2012 skulle udpeges af sparekasseaktieselskabet, hvorimod flertallet

af bestyrelsen i fonde og foreninger, som ejer et realkreditinstitut, er valgt af medlemmer/låntagerne og indehavere af realkreditobligationer.

Realkreditrådet fremhæver endeligt, at personsammenfald i bestyrelsen i en realkreditfond eller -forening og andre selskaber i koncernen fremmer det aktive ejerskab, og det er udtryk for en almindelig koncernstruktur med kontrol og tilsyn fra en modervirksomhed over for en dattervirksomhed.

I relation til § 216, stk. 3, nr. 1 og 2, i lov om finansiel virksomhed, antager Realkreditrådet, at bestemmelsen ikke omfatter medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.

Den Europæiske Centralbank bemærker, at forslaget vil gøre proceduren for udpegelse af medlemmerne til bestyrelsen i fondene eller foreningerne mere gennemsigtig.

### **Kommentar**

*Forslaget skal sikre, at der ikke er fuldstændigt personsammenfald mellem bestyrelsesmedlemmerne i henholdsvis et realkreditaktieselskab og bestyrelsesmedlemmerne i en realkreditfond eller -forening. Med forslaget søges det at reducere risikoen for interessekonflikter mellem realkreditfonden eller -foreningen og det underliggende aktieselskab, således at bestyrelsen i fonden/foreningen alene varetager dennes interesse og ikke realkreditaktieselskabet, og man dermed ikke risikerer, at fonden eller foreningen bruges til at placere eller skjule realkreditaktieselskabets dårlige aktiver eller passiver i.*

*Denne form for potentiel interessekonflikt så man tidligere i forhold til sparekassefonde, hvor der også var mulighed for personsammenfald i bestyrelser i sparekassefonde og sparekasseaktieselskabet. Dette kan have været årsagen til, at der i flere tilfælde har manglet fokus på fondsbestyrelsens pligt til at varetage fondens interesser uafhængig af sparekasseaktieselskabets interesser. Derfor er det vigtigt, at der sikres uafhængighed i bestyrelserne i realkreditfonde/foreninger for at undgå potentielle interessekonflikter.*

*At realkreditfonde og -foreninger ikke har noget udlodningsformål har ikke nogen betydning i denne sammenhæng, da det er risikoen for, at fonden eller foreningen bruges til at placere eller skjule realkreditaktieselskabets dårlige aktiver eller passiver i, der ønskes reduceret.*

*Realkreditrådet fremfører en række synspunkter om, at valg af bestyrelsen i realkreditfonde og foreninger adskiller sig fra valg af bestyrelsen i sparekassefonde. Dette ændrer dog ikke ved, at selv med stemmereglerne i*

*realkreditfondene og -foreninger kan opstå personsammenfald mellem bestyrelsen i foreningen eller fonden og andre selskaber i koncernen, som kan medføre interessekonflikter, og det er netop denne situation lovforslagets regler skal værne imod.*

*Realkreditrådet argumenterer for, at realkreditfondenes og -foreningernes væsentligste aktivitet er at eje aktier i realkreditaktieselskabet. Det er korrekt, at for de fonde og foreninger, der ikke har andre aktiviteter end direkte eller indirekte at eje realkreditselskabet, er risikoen for interessekonflikter alt andet lige mindre, såfremt realkreditselskabet har en økonomisk forsvarlig forretningsmodel, men de kan dog forekomme. Derfor er der indsat en undtagelsesbestemmelse i bestemmelsens stk. 5 for de fonde og foreninger, der ikke har erhvervet andre aktiver end aktier i realkreditaktieselskabet, realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer og lignende værdipapirer udstedt af realkreditaktieselskabet. For disse fonde og foreninger vil der alene blive indført et krav om, at mindst et medlem af bestyrelsen i fonden eller foreningen ikke samtidig må være medlem af bestyrelsen i realkreditaktieselskabet.*

*Med henvisning til hovedreglen i selskabsretten, hvorefter der som udgangspunkt gælder ens regler for generalforsamlingsvalgte og medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer, vil medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer også være omfattet af bestemmelsen. For at undgå tvivl herom, vurderes det dog hensigtsmæssigt, at det præciseres i bemærkningerne, at bestemmelsen gælder, uanset om der er tale om generalforsamlingsvalgte eller medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.*

### **3.1.1 Sædvanlig formuepleje og lempeligere krav til uafhængighed i visse tilfælde**

Realkreditrådet fremfører, at det i § 216, stk. 5, i lov om finansiel virksomhed bør fremgå af lovteksten, at aktiver erhvervet som led i sædvanlig formuepleje ikke påvirker muligheden for at være omfattet af den lempelige regel i stk. 5.

Realkreditrådet finder endvidere, at sidste sætning i det foreslåede stk. 5 er unødigt restriktiv formuleret, da bestemmelsens formål efter bemærkningerne er at værne mod interessekonflikter, der kan medføre, at den enkelte bestyrelse ikke loyalt varetager selskabets/foreningens interesser. I de tilfælde, hvor stk. 5 finder anvendelse, vil der ikke forekomme en sådan risiko. Hvis der til trods herfor vurderes behov for øget uafhængighed, synes dette hensyn at kunne varetages ved at stille krav om, at der ikke må være fuldstændigt personsammenfald mellem bestyrelserne i foreningen eller fonden og koncernens finansielle virksomheder. Et sådan krav ville give fondens eller foreningens øverste ledelsesorgan fleksibili-

tet til at vælge, om det uafhængige medlem skal sidde i foreningens bestyrelse eller i koncernens øvrige bestyrelser. Alternativt kunne der stilles krav om, at der ikke må være personsammenfald på formandsposten.

### **Kommentar**

*Såfremt fonden eller foreningen erhverver andre aktiver end realkreditobligationer og lignende eller kapitalinstrumenter fra finansielle virksomheder i koncernen, der indgår i det pågældende selskabs egenkapital eller basiskapital, kan det give anledning til interessekonflikter, også selv om det sker som led i sædvanlig formuepleje. Det er netop risikoen for, at dårlige investeringer flyttes til fonden eller foreningen, til fordel for realkreditaktieselskabet, som lovændringen skal modvirke. Det vil derfor i denne situation være relevant at forebygge interessekonflikter ved at reglerne i stk. 3 og 4 finder anvendelse og stiller krav til uafhængighed hos bestyrelsen i fonden eller foreningen.*

*Reglen i stk. 5 er indsat for at sikre fonde eller foreninger nogen grad af uafhængighed i en situation, hvor de almindelige krav til bestyrelsens uafhængig ikke finder anvendelse. Årsagen til, at kravene lempes, når fonden eller foreningen ikke besidder andre aktiver end de i bestemmelsen nævnte, er, at risikoen for interessekonflikter vurderes at være mindre, men de kan dog forekomme. Hvis fonden eller foreningen ikke besidder andre aktiver end aktier mv. udstedt af realkreditaktieselskabet, er risikoen for, at dårlige investeringer flyttes til fonden eller foreningen til fordel for realkreditaktieselskabet, væsentlig mindre.*

*Det er væsentligt, at det er fonden eller foreningens uafhængighed, som beskyttes i bestemmelsen, hvorfor kravet stilles til fonden eller foreningens bestyrelse. Der er andre krav i den finansielle lovgivning, som beskytter finansielle virksomheders uafhængighed, når de er datterselskaber, f.eks. § 182 i lov om finansiell virksomhed hvor Finanstilsynet skal give tilladelse til finansielle virksomheders koncerninterne engagementer med andre virksomheder inden for samme koncern bortset fra dattervirksomheder.*

### **3.2. Ajourføring og revision af reglerne om direktørers og andre ledende medarbejders mulighed for at deltage i ledelsen eller driften af en anden erhvervsvirksomhed end den finansielle virksomhed, de er ansat i**

DLR Kredit A/S og Realkreditrådet beder om, at DLR Kredit A/S omfattes af den i § 80, stk. 5, i lov om finansiell virksomhed, opregnede kreds af virksomheder, der undtages fra det i § 80, stk. 4, i lov om finansiell virksomhed, indeholdte engagementsforbud. Dette begrundes med, at DLR Kredit A/S er et sektor- og fællesejet realkreditaktieselskab, der primært yder lån til jordbrugs- og byerhvervsejendomme til kunder i lokale og

regionale pengeinstitutter. Ejerkredsen bag DLR Kredit A/S omfatter ca. 70 lokale og regionale pengeinstitutter samt Finansiell Stabilitet, PRAS, Nationalbanken og Nykredit.

DLR Kredit A/S bemærker, at selskabet har nær tilknytning til den finansielle sektor, samt at selskabet i øvrigt mener at leve op til betingelserne for at blive omfattet af § 80, stk. 5, i lov om finansiell virksomhed, som disse betingelser er gengivet i bemærkningerne til forslaget.

### **Kommentar**

*For at begrænse risikoen for interessekonflikter indeholder lov om finansiell virksomhed nogle begrænsninger for, hvornår direktører og andre ledende medarbejdere kan deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsaktivitet end den finansielle virksomhed, de er ansat i, mere konkret et engagementsforbud. Reglerne er begrundet i et hensyn til de finansielle virksomheders kunder og investorer.*

*I praksis kan der dog være behov for, at direktører m.v. i finansielle virksomheder blandt andet skal kunne deltage i bestyrelsesarbejdet i forskellige virksomheder, som har nær tilknytning til den finansielle sektor. Derfor indeholder § 80, stk. 5, i lov om finansiell virksomhed, en generel undtagelse til engagementsforbuddet.*

*Efter det oplyste om ejerkredsen bag DLR Kredit A/S findes det godtgjort, at realkreditaktieselskabet har nær tilknytning til den finansielle sektor og derfor skal omfattes af den kreds af virksomheder, der efter § 80, stk. 5, i lov om finansiell virksomhed automatisk er undtaget fra engagementsforbuddet. Lovforslaget vil derfor blive ændret, således at DLR Kredit medtages og dermed automatisk omfattes af den generelle undtagelsesbestemmelse i § 80, stk. 5.*

### **3.3. Justering af reglerne om fit & proper**

Finansrådet og Realkreditforeningen har anført, at det ikke er tilstrækkeligt beskrevet i forslaget, hvordan hensynet til tilliden til den finansielle stabilitet skal indgå i vurderingen af, om bestemmelsen er overtrådt og opfordrer til, at dette beskrives nærmere i bemærkningerne, herunder med eksempler på hvor dette hensyn vil have en afgørende betydning.

Begge organisationer har endvidere anført, at det bør beskrives klarere i bemærkningerne, hvad der skal indsendes til Finanstilsynet for at opfylde kravene til oplysninger til vurdering af om bestemmelsen i stk. 1 er opfyldt.

### **Kommentar**

*Med lovforslaget foreslås det, at Finanstilsynet kan lægge vægt på hensynet til tilliden til den finansielle stabilitet i sager, hvor Finanstilsynet skal foretage en vurdering af, om et ledelsesmedlem kan varetage sit hverv, hvis den pågældende er dømt for et strafbart forhold og situationer, hvor et ledelsesmedlem via sine egne forhold eller via selskaber, som vedkommende er involveret i, forårsager et tab for den finansielle virksomhed, hvor den pågældende er ledelsesmedlem.*

*Begge bestemmelser indeholder en subjektiv vurdering af den pågældendes adfærd, der ikke må give grund til at antage, at den pågældende ikke vil varetage sin post på forsvarlig vis fremadrettet. I disse tilfælde vil der udover den objektive konstatering af, at der er pålagt et strafansvar, skulle foretages en subjektiv vurdering af, om den overtrædelse, der ligger til grund for strafansvaret indebærer en risiko for, at den pågældende ikke kan varetage sit hverv som ledelsesmedlem i en finansiell virksomhed på betryggende vis. I den forbindelse vil hensynet til at sikre tilliden til den finansielle stabilitet, skulle inddrages, når et konkret indgreb overfor et ledelsesmedlem skal vurderes.*

*For så vidt angår spørgsmålet om, hvilke oplysninger, der skal indsendes til Finanstilsynet med henblik på vurderingen af, om kravet om fyldestgørende erfaring er opfyldt, er ændringen alene udtryk for en kodificering af den gældende praksis, hvorefter et ledelsesmedlem skal indsende oplysninger om både teoretisk og praktisk erfaring med henblik på at dokumentere, at den pågældende har fyldestgørende erfaring til at udøve sit hverv eller varetage sin stilling i den pågældende virksomhed.*

*Det vurderes hensigtsmæssigt at præcisere disse forhold i bemærkninger.*

### **3.4. Udvidelse af anvendelsesområdet for Finanstilsynets mulighed for at reagere overfor offentliggørelse af misvisende oplysninger**

Realkreditrådet og Finansrådet henviser til, at forslaget indebærer, at en aktuel hjemmel, der blev indsat i lov om finansiell virksomhed med virkning fra 1. januar 2013, udbredes til at gælde også for andre virksomheder på det finansielle område. Realkreditrådet tilkendegiver, at såvel den eksisterende hjemmel som den foreslåede udvidelse anses problematisk, da forslaget efter Realkreditrådets opfattelse indebærer et principielt brud på Finanstilsynets skærpede tavshedspligt. Realkreditrådet opfordrer derfor til, at der sker en revurdering af den allerede gennemførte regel om offentliggørelse af berigtigende information i forhold til virksomheder omfattet af lov om finansiell virksomhed, inden der sker en udvidelse af hjemlen til andre virksomheder på det finansielle område.

Finansrådet henviser til rådets kommentarer afgivet i forbindelse med indsættelse af hjemlen i lov om finansiell virksomhed og bemærker, at



bestemmelsen efter Finansrådets opfattelse alene bør omfatte væsentlige oplysninger, der kan opfattes misvisende.

ATP noterer sig vedrørende den foreslåede ændring af ATP-loven, at der er tale om en harmonisering med den næsten tilsvarende bestemmelse i lov om finansiel virksomhed, men bemærker samtidig, at bestemmelsen ikke findes relevant for ATP. Dette begrundes med, at ATP ikke er underlagt samme pligter til at offentliggøre information, som gælder for andre finansielle virksomheder, ligesom ATP ikke er et kommercielt selskab, som kunder kan fravælge, eller som investorer kan forlade. ATP anfører yderligere, at det er Beskæftigelsesministeriet, og ikke Finanstilsynet, der er egentlig tilsynsmyndighed for ATP, hvorfor ATP ikke mener, at Finanstilsynet har adgang til at udstede påbud direkte til ATP, men må gå igennem Beskæftigelsesministeriet.

Den Europæiske Centralbank er generelt positive overfor forslaget, men bemærker samtidig, at i forbindelse med foranstaltninger, der skal øge offentligheden og udvekslingen af oplysninger, bør der også tages højde for, at fortrolige oplysninger er sikret tilstrækkeligt.

### **Kommentar**

*Forslaget indebærer en harmonisering af retsstillingen som den er i dag for virksomheder omfattet af lov om finansiel virksomhed til også at gælde for andre virksomheder på det finansielle område, som omfattes af anden finansiel regulering end lov om finansiel virksomhed. Det er vurderet hensigtsmæssigt, at der gælder ensartede regler for de finansielle virksomheder på dette område. Forslaget har til hensigt at sikre, at kunder, indskydere m.v. har et korrekt grundlag for at vurdere en finansiel virksomheds tilstand.*

*Derudover giver det mulighed for, at offentligheden i højere grad kan få indsigt i, om spillereglerne på de finansielle markeder bliver overholdt.*

*Finanstilsynets offentliggørelse af tavshedsbelagte oplysninger forudsætter, at virksomheden ikke selv har berigtiget de misvisende oplysninger inden for den af Finanstilsynet fastsatte frist. Heraf følger også, at Finanstilsynets offentliggørelse af påbud sigter mod tilfælde, hvor en dialog mellem virksomheden og Finanstilsynet ikke har ført til, at virksomheden selv berigtiger de misvisende forhold. Det må være i sektorens interesse, at sådanne misvisende oplysninger tilbagevises, så kunder, indskydere m.v. har et korrekt oplyst grundlag til at vurdere den givne finansielle virksomhed på.*

*For så vidt angår offentligheden omkring ATPs forhold, så gælder det allerede i dag, at der skal ske offentliggørelse af visse tilsynsreaktioner,*

*som måtte være tildelt ATP. Den foreslåede udvidelse af anvendelsesområdet for Finanstilsynets mulighed for at reagere overfor offentliggørelse af misvisende oplysninger til bl.a. at omfatte ATP vurderes at ligge i naturlig forlængelse heraf. Det bemærkes herudover, at forslaget om at udvide bestemmelsen til også at omfatte ATP er sket efter aftale med Beskæftigelsesministeriet.*

*Der gælder en vidtrækkende tavshedspligt for Finanstilsynet og dets ansatte, der har til hensigt at modvirke deling eller offentliggørelse af fortrolige oplysninger. Forslaget indebærer, som det også var tilfældet ved indførslen af den gældende bestemmelse i lov om finansiel virksomhed, at der åbnes op for Finanstilsynets mulighed for offentliggørelse af tavshedsbelagte oplysninger. Det er dog vurderet, at hensynet til markederne og offentligheden i de særlige tilfælde, som bestemmelsen retter sig mod, vejer tungest.*

*På den baggrund vurderes der ikke anledning til ændring af forslaget.*

### **3.5. Begrænsning af udenlandske filialers rådighed**

Advokatrådet foreslår at indsætte en bemærkning i lovbemærkningerne om, hvordan bestemmelsen forholder sig til reglerne om ekspropriation i Grundlovens § 73.

#### **Kommentar**

*Forslaget vedrører Finanstilsynets adgang til, efter anmodning fra tilsynsmyndigheden i hjemlandet, at forbyde et udenlandsk forsikringselskab at råde over dets aktiver her i landet eller begrænse dets rådighed herover.*

*I forhold til Advokatrådets bekymring kan det oplyses, at reglerne ikke giver hjemmel til at inddrage filialernes aktiver men blot giver mulighed for, at Finanstilsynet kan begrænse rådigheden over aktiver ved i en periode at påbyde filialen ikke at afhænde eller erhverve aktiver.*

*Grundlovens bestemmelser har forrang for lov om finansiel virksomhed, uanset om de er nærmere beskrevet i lovbemærkningerne eller ej. Det synes derfor unødvendigt at skrive, at Grundlovens bestemmelser om ekspropriation skal overholdes.*

### **3.6. Indførelse af regler, der giver pensionskunder, der tilbydes omvalg, krav på kompensation og fastsætter krav til beregningen af denne**

Landsorganisationen LO udtrykker bekymring for, om der er taget tilstrækkelig højde for de forskelle, der kan være mellem de enkelte pensionsordninger, mens Ældresagen peger på behovet for også at tage hensyn

til de pensionskunder, der ønsker at bibeholde deres garantier eller som ikke tilbydes et omvalg.

Samtidig ønsker både LO og Ældresagen, at de kommende beregningsregler kommer til at gælde for alle skift fra ordninger med garantier, fx også i de tilfælde hvor en kunde som følge af jobskifte flytter sin ordning til et andet selskab.

Den Danske Aktuarforening stiller spørgsmålstejn ved, om der ved lovforslaget er taget tilstrækkelig stilling til, at dette ikke strider mod andre tilsynsretlige regler særligt reglerne om god skik og reglerne om kontribution.

Den Danske Aktuarforening og Forsikring & Pension fremfører en række bemærkninger af teknisk karakter vedrørende mulige problematikker, der kan gøre det vanskeligt at indføre én beregningsmetode og håndtere andelen af det kollektive bonuspotentiale.

Endelig har Den Danske Aktuarforening og Forsikring & Pension peget på behovet for nærmere at få præciseret, hvornår et selskab ”tilbyder” omvalg.

### **Kommentar**

*Lovforslaget regulerer forholdene for de kunder, der tilbydes omvalg af deres pensionsselskab. Forslaget har til formål at opstille klare regler for, hvordan de kunder, der fragår deres garantier, får en kompensation, der svarer til den økonomiske værdi af den garanti, som de giver afkald på.*

*Forslaget indebærer ikke, at de kunder, der forbliver i deres nuværende ordning, stilles ringere, da de eksisterende kontributionsregler fortsat sikrer, at de kunder, der ikke tilbydes omvalg af deres pensionsselskab, eller som vælger at beholde deres nuværende ordninger, behandles efter principper, der er rimelige og betryggende for disse grupper. Forslaget strider derfor ikke imod gældende regler om god skik eller kontribution.*

*Bestemmelsen finder alene anvendelse på de situationer, hvor et selskab vælger at tilbyde alle eller grupper af deres kunder at vælge om til et andet produkt i selskabet. Årsagen til, at lovforslaget ikke finder anvendelse på de situationer, hvor det er kunden, der selv vælger at forlade et produkt med garantier eller når kunden skifter pensionsselskab, er, at en sådan bestemmelse ville være et indgreb i forhold til de eksisterende pensionsaftaler. Pensionsaftalerne indeholder typisk regler for genkøb, hvorefter kunden alene har ret til de midler, der er tilskrevet kundens depot.*

*Lovforslaget regulerer således de vilkår, som et selskabs tilbud om en ny aftale skal indeholde, men griber ikke ind i eksisterende aftaler mellem selskabet og dets kunder.*

*Det er hensigten, at bestemmelsen gælder i alle situationer, hvor det er selskabet, der tager initiativ til og aktivt tilbyder pensionstagerne et omvalg, hvor man giver afkald på sin nuværende garanti til fordel for et andet produkt uden eller med lavere garanti i selskabet. Dette indebærer, at selskaber, der løbende tilbyder omvalg - fx en gang om måneden - vil være forpligtet til at følge bestemmelsen. Det samme vil gælde selskaber, der på deres hjemmeside oplyser om muligheden for omvalg uden at give et specifikt tilbud, men som tilbyder omvalg til alle de pensionstagere, der måtte henvende sig.*

*Bestemmelsen vil også finde anvendelse, hvis et selskab fremadrettet indgår aftaler om garanterede produkter, som rummer mulighed for efterfølgende at vælge om til et produkt uden garantier.*

*Bestemmelsen finder tillige anvendelse, hvis et selskab som led i en modernisering af deres produktsortiment, tilbyder eksisterende kunder at flytte til et nyt produkt med andre dækninger og uden en garanti.*

*Det afgørende kriterium er, at tilbuddet om omvalget er foranlediget af en aktiv handling fra selskabets side med udgangspunkt i afgivne garantier og ordningens fremtidige afkast.*

*Det indebærer samtidig at tilfælde, hvor det er pensionstageren og/eller dennes arbejdsgiver som af egen drift henvender sig til selskabet med ønske om at skifte produkt, falder uden for bestemmelsens anvendelsesområde.*

*Det samme er tilfældet, hvis kundens nuværende aftale rummer mulighed for at kunne skifte fra eksempelvis gennemsnitsrente med garantier til markedsrente, og kunden udnytter denne mulighed. Eller i situationer, hvor en kunde i forbindelse med en konkret rådgivning af andre grunde vælger at skifte til et andet produkt uden garantier, fx hvis en enlig ønsker at gå fra et garanteret produkt med børne- og ægtefællepension til et produkt uden disse dækninger.*

*Det vurderes hensigtsmæssigt at udbygge lovforslagets bemærkninger med en mere detaljeret beskrivelse af bestemmelsens anvendelsesområde.*

*Finanstilsynet har noteret sig Den Danske Aktuarforening og Forsikring & Pensions tekniske bemærkninger og vil så vidt muligt tage højde for disse under udviklingen af de nærmere regler for opgørelsen af den øko-*

*nomiske værdi. Det samme gælder Forsikring & Pensions bemærkninger om forsikringstagerens andel af det kollektive bonuspotentiale.*

### **3.7. Ændring af regler i lov om værdipapirhandel m.v. om overtagelsestilbud**

#### **3.7.1 Ændring af grænsen for tilbudspligt**

Professor Jesper Lau Hansen foreslår, at det i forarbejderne præciseres, at ved opgørelse af stemmerettigheder skal alle udstedte aktier tælles med, herunder egne aktier, og uanset eksistensen af eventuelle begrænsninger af stemmeretten i henhold til vedtægter eller ejeraftaler.

Det bemærkes samtidig at det i forhold til undtagelsen i § 31, stk. 2, sidste led bør præciseres, at der, ved vurderingen af om undtagelsen finder anvendelse, tages hensyn til ejerskab af egne aktier.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen og Danske Advokater bemærker, at det er hensigtsmæssigt, at undtagelsen til tilbudspligten i § 31, stk. 2, sidste led, bevares. Danske Advokater foreslår, at indholdet af § 31, stk. 2, sidste led, præciseres i forarbejderne, da undtagelsen ikke er tilfredsstillende behandlet i eksisterende forarbejder. Det anføres, at der i lovbetragtningerne bør redegøres nærmere for, hvad der skal forstås ved ”klart kan påvises”.

Danmarks Rederiforening støtter som udgangspunkt en klar formulering af kriteriet for, hvornår der indtræder tilbudspligt. Danmarks Rederiforening bemærker endvidere, at undtagelsen i § 31, stk. 2, sidste led, bør anvendes smidigt, og foreningen mener, at en ændring af grænsen er acceptabel, hvis der påvises et reelt behov for ændringen. Hvis der ikke påvises et reelt behov, bør den ønskede klarhed kunne skabes inden for de nuværende grænser.

DI finder, at det er vigtigt med en klar og operationel tærskelværdi. DI finder dog, at den nuværende tærskel skal bevares, så der er en sammenhæng med selskabslovens regler. Det anføres videre, at der kan opstå uhensigtsmæssigheder i visse situationer, der eksempelvis omfatter, at der er en anden aktionær, der besidder flere stemmerettigheder i det pågældende selskab, eller hvis en tredjedel af stemmerettighederne erfaringsmæssigt ikke er nok til at kunne udøve kontrol.

#### **Kommentar**

*Forslaget fandt bred støtte i den arbejdsgruppe bestående af bl.a. DI, Danske Advokater, Finansrådet og Børsmæglerforeningen, som var nedsat i forbindelse med arbejdet omkring en revision af reglerne. Der har også fra andre interessenter været udtrykt behov for en fast grænse, hvilket høringssvarene også afspejler.*

*Tærsklen på en tredjedel af stemmerettighederne er foreslået, da den stemmer overens med selskabslovens bestemmelse om, at vigtigere beslutninger i et kapital selskab kun kan træffes af generalforsamlingen med to tredjedele af de afgivne stemmer. Besidder en aktionær mindst en tredjedel af stemmerettighederne, opnår denne derved vetoret.*

*Ved at fastsætte en fast grænse, frem for den nuværende grænse mellem en tredjedel og halvdelen af stemmerettighederne, skabes der klarere regler. Traditionelt har grænsen for tilbudspligten i nogen grad fulgt selskabslovens regler om koncerner. Der har imidlertid været forskelligheder mellem de to regelsæt. Det vurderes ikke at medføre uhensigtsmæssigheder, at grænsen for bestemmende indflydelse ikke følger reglerne i selskabsloven for koncerner.*

*Ved at bevare den nuværende undtagelse til tilbudspligten i § 31, stk. 2, sidste led, skabes der den nødvendige fleksibilitet, der vil sikre, at der ikke opstår tilbudspligt for en eller flere aktionærer, der ikke reelt har bestemmende indflydelse. Det gælder eksempelvis, hvor der er en anden aktionær, der besidder flere stemmerettigheder i selskabet, end den aktionær, som besidder mindst en tredjedel af stemmerettighederne.*

*Det ses imidlertid at være hensigtsmæssigt at præcisere i bemærkningerne, hvordan besiddelsen af stemmerettigheder beregnes, og betydningen af § 31, stk. 2, sidste led.*

*3.7.2 Ny regel om tilbudspligt for personer der handler i forståelse og opnår bestemmende indflydelse, uden at der samtidig erhverves aktier*

Professor Jesper Lau Hansen, professor Steen Thomsen, Dansk Erhverv, Danmarks Rederiforening, DI, Danske Advokater og Advokatrådet og Advokatsamfundet udtrykker sig kritisk over for den foreslåede udvidelse af tilbudspligten. De finder, at kriteriet om en overdragelse skal bevares, førend der udløses tilbudspligt, og dermed at forslaget skal bortfalde.

Det anføres af flere, at den foreslåede regel vil hæmme aktivt ejerskab i noterede selskaber, da aktionærerne vil være bange for at kontakte hinanden forud for en generalforsamling af frygt for at ifalde tilbudspligt. Det begrundes med, at begrebet at handle i forståelse ikke er særlig klart. Det anføres videre, at reglen kan modvirke aktionærernes mulighed for at udøve kontrol over ledelsen i de noterede selskaber.

DI og Jesper Lau Hansen finder, at det er væsentligt at fastholde det objektive kriterium om, at tilbudspligt kun udløses i forbindelse med en overdragelse, så aktionærerne har en garanti/"safe harbour", så de kan samarbejde uden at ifalde tilbudspligt, hvis de ikke overdrager aktier.

DI og Jesper Lau Hansen anfører desuden, at forslaget ikke har været drøftet i arbejdsgruppen, der har været nedsat i forbindelse med arbejdet med at revidere overtagelsestilbudsreglerne. DI anfører videre, at det fremgår af forarbejderne til forslaget, at det har været drøftet i arbejdsgruppen, hvilket DI ikke finder er retvisende, da Finanstilsynet har fravalgt at drøfte emnet i arbejdsgruppen.

LD, Nasdaq OMX, Finansrådet og Børsmæglerforeningen udtrykker bekymring for, om forslaget vil medføre mindre klarhed omkring reglerne og dermed risikerer at hæmme aktivt ejerskab. Det anføres videre, at hvis forslaget gennemføres, er der behov for yderligere vejledning om, hvornår aktionærer handler i forståelse.

### **Kommentar**

*Intentionen med forslaget var at ligestille de situationer, hvor der handles aktier, med de situationer, hvor der ikke handles aktier, hvis flere aktionærer reelt tilsammen besidder – og udover - den bestemmende indflydelse over et selskab.*

*De hørte parter udtrykker dog stor bekymring for konsekvenserne af forslaget. Mange bekymringer knytter sig til forståelsen af begrebet ”at handle i forståelse med andre”. ESMA har den 12. november 2013 offentliggjort en udtalelse om begrebet, der er et fortolkningsbidrag hertil. Udtalelsen besvarer imidlertid ikke alle spørgsmål i relation til begrebet.*

*Det vurderes på baggrund af den store bekymring rejst i høringssvarene, at det på nuværende tidspunkt ikke er hensigtsmæssigt at opretholde forslaget. Det bemærkes hertil, at det ikke på nogen måde har været intentionen med forslaget, at forslaget skal begrænse det aktive ejerskab.*

*Det anføres, at det fremgår af lovforslaget, at forslaget har været drøftet i den arbejdsgruppe, der har været nedsat i forbindelse med revision af reglerne. Forslaget har ikke været drøftet i arbejdsgruppen. Det skyldes ikke et fravalg fra Finanstilsynets side. Forslaget kom ind efter arbejdsgruppen havde afsluttet sit arbejde, hvorfor det ikke var muligt at drøfte forslaget i det forum.*

*Det vurderes at være mest hensigtsmæssigt, at forslaget udgår af lovforslaget.*

### **3.7.3 Ændring af fritagelse fra tilbudspligt efter fremsættelse af et frivilligt tilbud**

ATP, Danske Advokater og Dansk Aktionærforening er positive stemt over for forslaget. Danske Advokater anfører, at det skal præciseres,

hvornår det efterfølgende pligtmæssige tilbud skal fremsættes. Det anføres, at tilbudspligten først bør udløses ved en efterfølgende erhvervelse af yderligere aktier i det pågældende selskab. Hvis tilbuddet udløses i forlængelse af det frivillige tilbud, hvor der sandsynligvis vil være tilbudt en meget lav kurs, så vil det pligtmæssige tilbud have en tilsvarende lav kurs, hvilket ikke vil øge investorbeskyttelsen.

### **Kommentar**

*Forslaget har været drøftet i den arbejdsgruppe, der har været nedsat i forbindelse med den foreslåede revision af reglerne. Holdningen i arbejdsgruppen var positiv. Det blev drøftet, hvordan reglerne bedst sikrede, at en aktionær ikke opnåede bestemmende indflydelse i et selskab uden at have tilbudt de øvrige aktionærer en rimelig pris. Den i forslaget foreslåede model blev vurderet mest hensigtsmæssig.*

*Det er væsentligt, at der ikke er tvivl om, hvornår tilbudspligten indtræder i forlængelse af et frivilligt tilbud, hvor der ikke opnås mere end 50 pct. af stemmerettighederne. Intentionen med forslaget er, at der ikke skal være mulighed for at opnå bestemmende indflydelse i et noteret selskab via et tilbud, der ikke sikrer rimelige vilkår til de øvrige aktionærer. Hvis der ikke opnås mere end 50 pct. af stemmerettighederne i selskabet, skal der derfor fremsættes et pligtmæssigt tilbud. Tilbudspligten indtræder i forbindelse med opnåelsen af bestemmende indflydelse, der normalt vil ske i forbindelse med afregningen af det frivillige tilbud.*

*Det bemærkes hertil, at Finanstilsynet ved pligtmæssige tilbud har mulighed for – under visse forudsætninger – at regulere den tilbudte kurs, hvis eksempelvis tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen.*

*Ved at pålægge tilbudspligt som følge af et frivilligt tilbud, der ikke medfører, at tilbudsgiver opnår mere end halvdelen af stemmerettighederne i målselskabet, sikres det, at aktionærerne, ved det efterfølgende pligtmæssige tilbud, tilbydes en kurs, som opfylder reglerne herom.*

*Det skal bemærkes, at Finanstilsynets mulighed for at dispensere fra tilbudspligten i særlige tilfælde, opretholdes. Det sikrer, at selv hvis tilbudsgiver fremsætter et frivilligt tilbud på rimelige vilkår, men hvor der ikke opnås mere end halvdelen af stemmerettighederne, kan der dispenseres fra den efterfølgende tilbudspligt efter den foreslåede bestemmelse.*

*På den baggrund fastholdes lovforslaget, dog vurderes det hensigtsmæssigt, at det præciseres i bemærkningerne, hvornår tilbudspligten indtræder, hvis undtagelsen betingelserne for at blive omfattet af undtagelsen i § 31, stk. 6, ikke er opfyldt.*



### 3.7.4 Hjemmel til regler om ligebehandling efter tilbudsperioden

Professor Jesper Lau Hansen anfører, at ligebehandlingsreglen ikke skal omfatte aftaler indgået på markedsvilkår. Det anføres endvidere, at ligebehandlingsprincippet med fordel kan lovfæstes for både pligtmæssige tilbud og frivillige tilbud, så det ikke kun fremgår af bekendtgørelse om overtagelsestilbud. Nasdaq OMX anfører, at det bør være muligt for tilbudsgiver at købe aktier til markedskursen uden at skulle kompensere de aktionærer, der accepterede tilbuddet.

Advokatrådet og Advokatsamfundet finder, at forslaget vil ligestille aktionærer, der ikke er i samme situation, hvilket strider mod selskabs- og børsretten. Det anføres, at en aktionær, der, efter et overtagelsestilbud er afsluttet, ejer den aktiepost, der hindrer erhververen i at opnå 2/3 eller 9/10 af stemmerettighederne, har en større kontrol end de aktionærer, der accepterede tilbuddet. Derfor skal denne aktionær ikke ligestilles med de aktionærer, der accepterede tilbuddet. Det anføres videre, at reglen vil forlænge tilbudsprocessen samt sende et negativt signal omkring investering i danske aktier sammenlignet med vores nabolande.

### Kommentar

*Forslaget har været drøftet i den arbejdsgruppe, der har været nedsat i forbindelse med revision af reglerne. Holdningen i arbejdsgruppen var efter Finanstilsynets opfattelse positiv. Flere fandt, at reglen ville sikre en større accept af tilbud, fordi der ville komme efterregulering, hvis tilbudsgiver efterfølgende opkøbte til en bedre kurs. Periodens længde blev også drøftet og seks måneder blev fundet hensigtsmæssig.*

*Det vurderes, at reglen vil miste sin beskyttende karakter over for de aktionærer, der har accepteret tilbuddet, hvis tilbudsgiver gives mulighed for at kunne handle til markedskursen uden at kompensere de aktionærer, der accepterede tilbuddet. Endvidere vil reglen ikke have den samme effekt i forhold til tilskyndelse af tilbudsgiveren til at tilbyde en rimelig pris for aktierne i tilbuddet, hvis tilbudsgiver efterfølgende har mulighed for at købe aktier til en højere kurs.*

*Derudover vil reglen i den foreslåede form være med til at modvirke spekulation i målselskabets aktier. Det vil eksempelvis kunne ske, hvis en aktionær under tilbudsperioden spekulerer i at opkøbe en portion aktier i målselskabet, der vil være afgørende for, om der kan ske en efterfølgende tvangsindløsning, med det formål at sælge aktieposten efter tilbuddet er afsluttet til tilbudsgiver til en højere pris end i tilbuddet. Den foreslåede regel vil i det tilfælde medføre, at alle aktionærer, der har accepteret, skal have samme kurs. Reglen mindsker dermed incitamentet til at foretage den type opkøb.*

*Den konkrete regel vil blive fastsat i en bekendtgørelse. Bekendtgørelsen vil blive sendt i høring, hvor der kan gives bemærkninger til den endelige udformning. Endvidere vil der blive givet mulighed for dispensation, hvis der måtte opstå særlige omstændigheder, hvor ligebehandlingsprincippet ikke bør gælde.*

*Baggrunden for forslaget er at sikre, at de mindre aktionærer, hvis forhandlingsstyrke er begrænset, skal tilbydes samme vilkår som en større aktionær, der eksempelvis besidder den aktiepost, som tilbudsgiver har brug for, for at kunne gennemføre tilbuddet. Den større aktionær kan eksempelvis være en institutionel investor eller i nogle sager hedgefonde, der har købt sig ind i det pågældende selskab under tilbudsperioden, for netop at opnå en kortsigtet profit. Hensynet med reglen er, at den forhandlingsstyrke også skal komme de mindre aktionærer til gode.*

*I Tyskland er der regler om ligebehandling i ét år efter, tilbudsperioden er afsluttet. I Storbritannien er der et forbud mod, at tilbudsgiver erhverver aktier i målselskabet i seks måneder efter tilbuddet er afsluttet. I Sverige er der regler om ligebehandling i en periode på seks måneder efter, tilbuddet er afsluttet. Den foreslåede regel vurderes derfor ikke at stille Danmark dårligere i forhold til vores nabolande.*

*På baggrund af bemærkninger i høringssvarene til, hvor hjemlen for det gældende ligebehandlingsprincip findes, vurderes det hensigtsmæssigt at præcisere dette i bemærkningerne.*

### **3.8. Risikoafdækning i betalingssystemer**

Finansrådet er positivt stemt overfor den foreslåede ændring af værdipapirhandelslovens § 55, stk. 3, men foreslår dog, at bestemmelsen udvides til også at omfatte den sikkerhedsstillelse, som en indirekte clearingdeltager stiller over for en direkte clearingdeltager. En indirekte clearingdeltager kan være et mindre pengeinstitut, som har en aftale med et andet pengeinstitut – en direkte clearingdeltager – om at cleare transaktioner.

Ligeledes anbefaler VP Securities A/S, at forslaget udvides, så ændringen også omfatter sikkerhedsstillelse over for en deltager i værdipapirclearingvirksomheden eller betalingssystemet.

### **Kommentar**

*Det bemærkes, at den foreslåede lovændring af § 55, stk. 3, alene tilsigter sikkerhedsretten anvendt til sikkerhed for (al) intradag-kredit fra Danmarks Nationalbank. Ændringen foretages for at sikre, at sikkerhedsretten som hidtil kan anvendes i forhold til Danmarks Nationalbank efter moderniseringen af den danske infrastruktur og den forestående tilslut-*

ning til den fælleseuropæiske platform for værdipapirafvikling, Target2Securities.

### **3.10. Ændringsforslag vedrørende forvaltere af alternative investeringsfonde**

*3.10.1. Forvaltere fra 3. landes muligheder for at markedsføre alternative investeringsfonde fra 3. lande til detailinvestorer i Danmark*

Finansrådet påpeger, at der med de foreslåede ændringer af reglerne om markedsføring fortsat ikke gives mulighed for, at forvaltere fra tredjelande kan markedsføre alternative investeringsfonde fra tredjelande til detailinvestorer i Danmark. Finansrådet anser dette for problematisk, idet danske banker i dag markedsfører en række fonde fra tredjelande. Dette vil ikke længere være muligt efter den 22. juli 2014, hvor overgangsperioden i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. udløber, såfremt der ikke med lovforslaget åbnes op herfor.

#### **Kommentar**

*Finansrådet har uddybet høringssvaret med konkrete oplysninger om omfanget af alternative investeringsfonde fra tredjelande, der distribueres til danske detailkunder via danske banker i dag.*

*Markedsføring til detailkunder af alternative investeringsfonde fra tredjelande, der forvaltes af forvaltere, der ligeledes er fra tredjelande, er ikke omfattet af FAIF-direktivet. Det er forudsat i FAIF-direktivet, at regulering af markedsføring til detailkunder sker i de enkelte medlemslandes nationale lovgivning.*

*Markedsføring til detailkunder af alternative investeringsfonde fra tredjelande kan i dag tillades efter bekendtgørelse om udenlandske institutters markedsføring i Danmark. Der er dog en række betingelser, der skal være opfyldt, herunder skal det pågældende investeringsinstitut være under tilsyn i sit hjemland, og Finanstilsynet skal have hjemmel til at samarbejde med investeringsinstitutets hjemlands tilsynsmyndighed i henhold til en samarbejdsaftale på det finansielle område m.v.*

*Såfremt en tilladelse fremadrettet på samme måde som i dag betinges af, at den alternative investeringsfond er under tilsyn af myndighederne i hjemlandet, at der foreligger en samarbejdsaftale med hjemlandets myndigheder og at den alternative investeringsfond har tilladelse til markedsføring til detailinvestorer i hjemlandet, vurderes det at være forsvarligt at ændre lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., således at der åbnes op for, at sådan markedsføring kan tillades her i landet, også efter den 22. juli 2014.*

3.10.2. *Anvendelsen af betegnelsen "semiprofessionelle investorer" i bemærkningerne til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.* Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet kritiserer, at der i bemærkningerne til den foreslåede bestemmelse i § 5, stk. 5, nr. 2, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. anvendes betegnelsen "semiprofessionelle investorer", idet dette begreb ikke anvendes i MiFID. Organisationerne finder, at der herved introduceres en ny investorkategori, men at det er uklart, hvad der gælder for denne kategori.

#### **Kommentar**

*Betegnelsen "semiprofessionelle investorer" anvendes i bemærkningerne til forslaget til § 5, stk. 5, nr. 2, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. til at beskrive investorer, der forpligter sig til at investere mindst 100.000 euro og samtidig erklærer skriftligt, at de er bekendt med de risici, der er forbundet med investeringen. Med forslaget undtages sådanne investorer fra kravet om særlig tilladelse til markedsføring til detailinvestorer og de pågældende investorer vil derfor blive behandlet efter reglerne for professionelle investorer i relation til reglerne om markedsføring af alternative investeringsfonde. Forslaget har ingen betydning for definitionen af professionelle investorer under MiFID.*

*Det er ikke med betegnelsen "semiprofessionelle investorer" påtænkt at introducere en ny kategori af investorer. Betegnelsen er alene anvendt som en forklarende beskrivelse af disse investorer. Da betegnelsen at dømme efter høringssvarene skaber tvivl i branchen, er det imidlertid ikke hensigtsmæssigt at anvende denne i bemærkningerne, hvorfor det udgår af lovforslaget.*

3.10.3. *Præcisering af markedsføringsbegrebet i forhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.*

Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet anbefaler, at det skrives ind i bemærkningerne til forslaget til § 5, stk. 5, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., at der ikke er tale om markedsføring efter loven, såfremt en investor på eget initiativ henvender sig til en forvalter eller en alternativ investeringsfond. Sådanne situationer kræver således ikke særlig tilladelse til markedsføring til detailinvestorer.

#### **Kommentar**

*Den af Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet omtalte forståelse af markedsføringsbegrebet svarer til Finanstilsynets forståelse heraf, som er offentliggjort på Finanstilsynets hjemmeside.*

*En tilføjelse til bemærkningerne til lovforslaget kan være med til at skabe yderligere klarhed herom, hvorfor en sådan indsættes i bemærkningerne.*

#### *3.10.4. Registrerede forvalteres mulighed for at markedsføre andele i alternative investeringsfonde*

Danish Venture Capital and Private Equity Association (DVCA) foreslår, at det også skal være muligt for danske registrerede forvaltere at markedsføre alternative investeringsfonde etableret i andre EU-lande i Danmark eller i tredjelande. Endvidere foreslår DVCA, at det skal være muligt for registrerede forvaltere at markedsføre andele i alternative investeringsfonde til detailinvestorer i tredjelande, såfremt det pågældende lands nationale lovgivning tillader dette.

#### **Kommentar**

*Efter de gældende regler er det alene tilladt for registrerede forvaltere at markedsføre andele i alternative investeringsfonde etableret i Danmark eller tredjelande til professionelle investorer i enten Danmark eller tredjelande. Det foreslås med lovforslaget, at det skal være muligt for registrerede forvaltere at markedsføre andele i alternative investeringsfonde i andre EU-lande, såfremt det pågældende lands nationale lovgivning tillader dette.*

*Et af de afgørende hensyn bag FAIF-direktivet er at skabe et indre marked for forvaltning af alternative investeringsfonde. Forudsætningen for at være omfattet af dette regime og de fordele, dette giver, er, at der er tale om forvaltere med tilladelse. Registrerede forvaltere nyder derfor som udgangspunkt ikke godt af de fordele, der ligger i reguleringen på området. En af de væsentligste fordele er muligheden for grænseoverskridende markedsføring (markedsføringspas). Det er derfor forudsat i FAIF-direktivet, at registrerede forvaltere ikke kan lave grænseoverskridende markedsføring af alternative investeringsfonde i EU. Dog er det muligt for de enkelte medlemslande at tillade, at registrerede forvaltere markedsfører alternative investeringsfonde grænseoverskridende, såfremt det pågældende land tillader dette. Der skal således søges om tilladelse til markedsføring i hvert enkelt land.*

*Det er ikke muligt at udvide lovforslaget yderligere, så danske registrerede forvaltere kan markedsføre alternative investeringsfonde fra andre EU-lande i Danmark eller i tredjelande.*

*Reguleringen af danske registrerede forvalteres markedsføring i tredjelande af alternative investeringsfonde fra Danmark og tredjelande er national dansk lovgivning. Det er vurderingen, at det ikke er hensigtsmæssigt, at den danske lovgivning begrænser registrerede forvalteres mulighed for at markedsføre andele i alternative investeringsfonde til detailin-*

vestorer i tredjeland. Der foreslås en justering af lovforslaget, således, at registrerede forvaltere får mulighed for at markedsføre alternative investeringsfonde til både professionelle investorer og detailinvestorer, såfremt det pågældende lands nationale lovgivning tillader dette. Det vil således være op til det pågældende lands nationale lovgivning at varetage investorbeskyttelsen i det pågældende land. Henset til ovenstående vedrørende markedsføring af fonde fra andre EU-lande, gælder muligheden for at markedsføre til detailinvestorer i tredjelande kun for fonde fra Danmark eller tredjelande.

### 3.10.5. Aktieklubber i relation til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

Dansk Aktionærforening foreslår, at aktieklubber undtages fra pligten i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. til at søge om særlig tilladelse med henblik på markedsføring til detailinvestorer.

#### **Kommentar**

Aktieklubber er private investeringsfællesskaber, hvor detailinvestorer samles, drøfter investeringsmuligheder og i visse tilfælde investerer i fællesskab.

Som udgangspunkt vil sådanne aktieklubber ikke være at betragte som alternative investeringsfonde og de vil derfor falde helt uden for anvendelsesområdet for lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

Finanstilsynet vil indgå i dialog med Dansk Aktionærforening med henblik på en nærmere afklaring af, hvorvidt der kan være enkelte og specifikke situationer, hvor aktieklubber alligevel kan falde ind under lovens anvendelsesområde.

### 3.10.6. Finanstilsynets mulighed for at få adgang til depositarer uden retskendelse

Advokatrådet anfører, at det ud fra grundlæggende retssikkerhedsmæssige principper er betænkeligt, at Finanstilsynet med lovforslaget får adgang til depositarer uden retskendelse.

#### **Kommentar**

Bestemmelserne i lovforslaget om Finanstilsynets beføjelser i forbindelse med udførelsen af tilsynet med depositarer omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. svarer til bestemmelserne, der gælder for forvaltere af alternative investeringsfonde og i den øvrige gældende finansielle lovgivning.

Finanstilsynets mulighed for at få adgang uden retskendelse må kun anvendes i tilsynsmæssigt øjemed. Hvis der er en begrundet mistanke om en

*strafbar overtrædelse af den finansielle lovgivning, finder retsplejelovens regler anvendelse. Det er endvidere en forudsætning, at det ikke har været muligt at få adgang til de nødvendige oplysninger eller opnå formålet på anden vis med en mindre indgribende foranstaltning, f.eks. ved pålæg af tvangsbøder. Anvendelsen af adgangen hertil vil derfor ske i overensstemmelse med reglerne i tvangsindgrebsloven.*

*Adgang uden retskendelse er imidlertid en beføjelse, som er nødvendig for at sikre udførelsen af tilsynet også i de særlige tilfælde, hvor en depositar måtte nægte at give Finanstilsynet de nødvendige oplysninger, eller hvor en depositar modvirker et inspektionsbesøg, f.eks. ved at nægte Finanstilsynet adgang til forretningslokalerne. Der kan også være tale om situationer, hvor det er nødvendigt, at Finanstilsynet griber ind omgående, og hvor dette forudsætter adgang til depositaren.*

*3.10.7. Kapitalforeninger i relation til bilag 5, nr. 3, til lov om finansiel virksomhed*

InvesteringsForeningsRådet foreslår, at det direkte skal fremgå af bilag 5, nr. 3, til lov om finansiel virksomhed, at andele i kapitalforeninger skal anses for finansielle instrumenter.

### **Kommentar**

*Bilag 5 til lov om finansiel virksomhed definerer finansielle instrumenter og er en implementering af et bilag til MiFID. Det gældende nr. 3 omfatter andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger m.v. Med lovforslaget foreslås andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. også omfattet af definitionen. Denne ændring baserer sig på udtalelser fra EU-Kommissionen.*

*Kapitalforeninger er alternative investeringsfonde og er reguleret i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. Det er muligt at etablere kapitalforeninger med blot én investor. Sådanne kapitalforeninger med kun én investor vil ikke leve op til kravet i bilag 5 og dermed MiFID, om, at der skal være tale om en kollektiv investeringsordning. Andele i disse (få) kapitalforeninger vil derfor ikke være omfattet af bilag 5, nr. 3.*

*Dette svarer til retstilstanden for professionelle foreninger og godkendte fåmandsforeninger i dag. Disse to foreningstyper skal senest pr. 1. april 2014 meddele Finanstilsynet, hvorvidt de ønsker at ændre status til kapitalforeninger eller ophøre.*

**3.11 Forbud mod brug af variabel løn, der er afhængig af opnåelse af et bestemt salgsmål til detailkunder.**

### 3.11.1 Arbejdsmarkedets parter retigheder

Finanssektorens arbejdsgiverforening (FA) anfører, at det ikke fremgår klart, om forslaget om forbud mod variabel løn respekterer arbejdsmarkedets parter ret til at forhandle kollektive overenskomster om bl.a. løn. FA ønsker derfor, at forslaget udskydes til de igangværende overenskomstforhandlinger er afsluttede, og at der efterfølgende nedsættes et udvalg, der skal drøfte mulighederne for gennemførelse af Rangvid-udvalgets anbefaling om forbud mod variabel løn med respekt for arbejdsmarkedets parter retigheder.

#### **Kommentar**

*Det fremgår af forslaget, at forbuddet mod variabel løn ikke finder anvendelse på variable løndelev, der er fastsat ved kollektiv overenskomst. De gældende regler om begrænsninger på variable løndelev i lov om finansiel virksomhed indeholder allerede en tilsvarende bestemmelse. Den gældende bestemmelse er indsat netop for at sikre, at arbejdsmarkedets parter fortsat har retten til at forhandle kollektive overenskomster om løn, og bestemmelsen er derfor gentaget i det nye forslag om forbud mod variabel løn baseret på salgsmål til detailkunder. På denne baggrund er det vurderingen, at den foreslåede formulering af bestemmelsen sikrer, at arbejdsmarkedets parter retigheder respekteres. At dette er hensigten søges tydeliggjort i forslagets bemærkninger.*

### 3.11.2 Anvendelsesområde

Finansrådet, FA og Realkreditrådet anfører, at forslaget har et for bredt anvendelsesområde. I Rangvid-udvalgets anbefaling er det angivet, at forbuddet mod variabel løn alene skal gælde for salgsmål i forhold til ”privatkunder”. I lovforslaget lægges der op til, at forbuddet skal gælde for salgsmål i forhold til ”detailkunder”. Definitionen af detailkunder kendes fra bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel. Da detailkunde begrebet også omfatter mindre erhvervsdrivende er dette efter organisationernes opfattelse at udstrække forbuddet til at gælde over for kunder, hvor der ikke er samme beskyttelsesbehov.

#### **Kommentar**

*Bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, der implementerer forbrugerbeskyttelsesreglerne fra MiFID direktivet, indeholder en definition af detailkunder, som er kendt og anvendes i praksis af de omfattede virksomheder i forhold til de gældende forbrugerbeskyttelsesregler ved salg af finansielle instrumenter.*

*Det er hensigtsmæssigt, at der ved indførelse af yderligere forbrugerbeskyttende regler anvendes et kendt begreb, som virksomhederne allerede anvender i praksis. Det er korrekt, at detailkunde begrebet er bredere end formuleringen af anbefalingen i Rangvid udvalgets rapport, idet der dog*



*ikke i udvalgsrapporten er en nærmere definition af "privatkunde"-begrebet og "detailkunde"-begrebet også anvendes. Der ses imidlertid at være det samme beskyttelseshensyn i forhold til mindre erhvervsdrivende, som i forhold til private kunder, da de mindre erhvervsdrivende typisk heller ikke vil have den fornødne indsigt i de forskellige typer finansielle instrumenter, som de tilbydes, og derfor bør have samme beskyttelse.*

## **2. Oversigt over hørte organisationer, myndigheder m.v.**

Advokatrådet, Amnesty International, Andelskassen, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Arbejdsmarkedets Erhvervssygdomssikring (AES), Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP), Arbejdsskadestyrelsen, Børsmæglerforeningen, Danish Venture Capital and Private Equity Association, Danmarks Nationalbank, Danmarks Rederiforening, Danmarks Skibskredit A/S, Dansk Aktionærforening, Dansk Arbejdsgiverforening, Dansk Byggeri, Dansk Ejendomsmæglerforening, , Dansk Erhverv, Dansk Forening for International Motorkøretøjsforsikring (DFIM), Dansk Industri, Dansk Investor Relations Forening – DIRF, Dansk Metal, Dansk Pantebrevsforening, Dansk Kredit Råd, Danske Advokater, Danske Forsikringsfunktionærers Landsforening, Danske Maritime, Danske Regioner, Datatilsynet, Den Danske Aktuarforening, Den Danske Dommerforening, Den Danske Finansanalytikerforening, Den Danske Fondsmæglerforening, Det Kriminalpræventive Råd, Direktoratet for Kriminalforsorgen, Disciplinærnævnet for Statsautoriserede Revisorer, Dommerfuldmægtigforeningen, Ejendomsforeningen, FDIH – Foreningen for Distance- og Internethandel, FDFA – Foreningen af Danske Forsikringsmæglere og Forsikrings-Agenturer, Finans og Leasing, Finansforbundet, Finanshuset i Fredensborg A/S, Finansiell Stabilitet A/S, Finansrådet – Danske Pengeinstitutters Forening, Finanssektorens Arbejdsgiverforening, Forbrugerombudsmanden, Forbrugerrådet, Foreningen af Forretningsførere for Udenlandske Forsikringsselskaber, Foreningen af Interne Revisorer, Foreningen af J.A.K. Pengeinstitutter, Foreningen af offentlige anklagere, FOREX, Forsikring & Pension, Forsikringsmæglerforeningen, Frivilligrådet, FSR – danske revisorer, Funktionærernes og Tjenestemændenes Fællesråd (FTF), Garantifonden for indskydere og investorer, Garban-Intercapital Scandinavia, GXG Markets A/S, HK-Landsklubben Danmarks Domstole, HK-Landsklubben for Politiet, Horesta, Håndværksrådet, Indsamlingsorganisationernes Brancheorganisation (ISOBRO), Institut for Menneskerettigheder, InvesteringsForeningsRådet, ISACA Denmark Chapter, IT-branchen, KommuneKredit, Kommunernes Landsforening, Kriminalpolitisk Forening (KRIM), Kuratorforeningen, KøbmandStandens OplysningsBureau, Landbrug & Fødevarer, Landsforeningen for Bæredygtigt Landbrug, Landsforeningen af Forsvarsadvokater, Landsorganisationen i Danmark (LO), Lokale Pengeinstitutter, Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD), NASDAQ OMX Copenhagen A/S, Nets, Parcelhusejernes Landsforening, Politiforbundet i Danmark, PostDanmarks

Juridiske afdeling, Realkreditforeningen, Realkreditrådet, Rederiforeningen af 1895, Regionale Bankers Forening, Regnskabsrådet, Retspolitisk Forening, Retssikkerhedsfonden, Revisornævnet, Revisortilsynet, Rigsadvokaten, Rigspolitiet, Rigsrevisionen, Samtlige byretter, Skibs- og Bådebyggeriets Arbejdsgiverforening, Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet, Sø og Handelsretten, Telekommunikationsindustrien i Danmark, Vestre Landsret, VP Securities A/S, Western Union, Østre Landsret, Den Europæiske Centralbank, Beskæftigelsesministeriet, Erhvervsstyrelsen, Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet, Forsvarsministeriet, Færøernes Hjemmestyre via Rigsombudsmanden på Færøerne, Grønlands Selvstyre via Rigsombudsmanden i Grønland, Justitsministeriet, Klima, Energi- og Bygningsministeriet, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, Kulturministeriet, Miljøministeriet, Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter, Ministeriet for Forskning, Innovation og Videregående Uddannelser, Ministeriet for Fødevarer, Landbrug og Fiskeri, Ministeriet for Ligestilling og Kirke, Ministeriet for Sundhed og Forebyggelse, Moderniseringsstyrelsen, Patent- og Varemærkestyrelsen, Pensionsstyrelsen, Sikkerhedsstyrelsen, Skatteministeriet, Social- Børne- og Integrationsministeriet, Statsministeriet, Søfartsstyrelsen, Transportministeriet, Udenrigsministeriet, Undervisningsministeriet og Økonomi- og Indenrigsministeriet.

**Følgende organisationer, myndigheder mv. har haft bemærkninger med indhold:**

Advokatrådet, ATP, Beskæftigelsesministeriet, CorpNordic, Danish Venture Capital and Private Equity Association (DVCA), Danmarks Fiskeriforening, Danmarks Nationalbank, Danmarks Rederiforening, Dansk Aktionærforening, Danske Advokater, Dansk Byggeri, Dansk Erhverv, Dansk Industri, Datatilsynet, Den Danske Aktuarforening, Den Europæiske Centralbank, Direktoratet for Kriminalforsorgen, DLR Kredit, Professor fra Det Juridiske Fakultet, Københavns Universitet, Dr. Jesper Lau Hansen, Ejendomsforeningen Danmark, Finansrådet og Børsmæglerforeningen, Finanssektorens Arbejdsgiverforening, Forbrugerombudsmanden, Forbrugerrådet Tænk, Foreningen af Færøske Pengeinstitutter, Forsikring & Pension, FSR - Danske Revisorer, Færøernes Landsstyre, Garantifonden for indskydere og investorer, Horesta, Håndværksrådet, InvesteringsForeningsRådet, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, Landbrug og Fødevarer, LO - Landsorganisationen i Danmark, LD – Lønmodtagerne Dyrtdsfond, Nasdaq OMX Copenhagen A/S, Plesner Advokatfirma, Realkreditforeningen, Realkreditrådet, Statsadvokaten for særlig økonomisk og international kriminalitet, Steen Thomsen, Professor CBS, Team Effektiv Regulering (TER), VP Securities A/S, Ældre Sagen.