

9. december 2024

Ref. LIFA

J.nr. 23-015927

Høringssvar

Følgende myndigheder og organisationer har afgivet høringssvar uden bemærkninger.

5 høringssvar uden bemærkninger

- Beskæftigelsesministeriet
- Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen
- Forbrugerombudsmanden
- Rigsrevisionen
- Sikkerhedsstyrelsen

Følgende myndigheder og organisationer har afgivet høringssvar med bemærkninger.

- F&P
- ATP

Læs høringssvar med bemærkninger nedenfor.

FINANSTILSYNET
Strandgade 29
1401 København K

Tlf. 33 55 82 82
CVR-nr. 10 59 81 84
finansstilsynet@ftnet.dk
www.finanstilsynet.dk

ERHVERVSMINISTERIET

Finanstilsynet
att: Trine Ransby Christensen
trc@ftnet.dk



Høringssvar - vejledning om alternativer investeringer

F&P vil gerne takke for muligheden for at komme med input til revidering af vejledningen om alternative investeringer og gode investeringsprocesser i lyset af prudent person-princippet (vejledningen).

Vi vil gerne kvittere for, at med de foreslåede ændringer er der efter F&P's opfattelse bredt set tale om væsentlige forbedringer af vejledningen.

Vores input omfatter dels en række bemærkninger af forholdsvis generel karakter og dels en række mere specifikke forslag til justeringer af konkrete sætninger. Nogle af de specifikke forslag har sammenhæng til de generelle bemærkninger. I gennemgangen af specifikke forslag til justeringer af sætninger har vi forsøgt at være præcise med hensyn til de pågældende sætningers placering i udkastet til ny vejledning. Skulle der alligevel være uklarheder om, hvilke sætninger vi refererer til, eller skulle der i øvrigt være forhold i vores input, der kan give anledning til det, er vi naturligvis til rådighed og forklarer/uddyber gerne vores forslag.

Generelle bemærkninger

Det er positivt, at vejledningen indledningsvist anerkender tilstedeværelsen af og muligheden for at anvende proportionalitetsprincippet i forbindelse med selskabets vurdering af investeringer og overholdelse af prudent person-princippet. Det er selvsagt væsentligt for F&P's medlemmer, at vejledningen i tråd med EIOPA Guidelines om ledelsessystem afspejler, at vurderingen af investeringers risiko forventes at have fokus på investeringens eller investeringsaktivitetens indvirkning på hele porteføljens kvalitet, sikkerhed, likviditet, rentabilitet og tilgængelighed. Selskaberne har ganske omfattende porteføljer. Derfor er denne tilgang, som Finanstilsynet udtrykte det på møde 12. juni med branchen, vigtig for at sikre fokus på det væsentlige frem for på alt.

Det kunne efter F&P's opfattelse med fordel præciseres i vejledningens indledning, at proportionalitetsprincippet også er relevant ved nyinvesteringer,

29.08.2024

F&P
Philip Heymans Allé 1
2900 Hellerup
Tlf.: 41 91 91 91
fp@fogn.dk
www.fogn.dk
CVR 11 62 81 84

Henrik Munck
Chefkonsulent
Dir. 41919073
hmu@fogn.dk

Sagsnr. GES-2023-00173
DokID 493504

Brancheorganisation
for forsikringselskaber
og pensionskasser

idet risiko og afkastforventninger ved såvel eksisterende som nye investeringer skal ses i forhold til den samlede porteføljes kvalitet, sikkerhed mv. Endvidere at dette både gælder, 1) når risiciene vurderes i first line hos den enkelte porteføljeforvalter, og 2) når de vurderes af risikostyringsfunktionen i second line. En sådan præcisering vil efter vores opfattelse være i overensstemmelse med GL29 i EIOPAs Guidelines on System of Governance, ligesom forholdet er behandlet i rapporten "Peer Review on supervision of Prudent Person Principle under Solvency II under afsnit 2.2.2. EIOPA skriver eksempelvis, at "...undertakings are expected to select (and NCAs to supervise) the optimal portfolio that allows for the desired levels of security, quality, liquidity and profitability..." (rapportens side 24). Den formulering, EIOPA her har valgt, viser efter vores opfattelse – i lighed med formuleringerne i den nævnte GL29, – at selskaberne i alle led forventes at proportionalitetsvurdere med henblik på at have fokus på den samlede porteføljes karakteristika.

F&P

Sagsnr. GES-2023-00173
DokID 493504

F&P mener også, det bør præciseres og udfoldes i indledningen, at risici ved investeringer og ved nyinvesteringer skal vurderes i forhold til investeringernes effekt på den samlede risiko i porteføljen af aktiver. Overordnet set er dette relevant, idet der kan være investeringer, hvis risiko ikke påvirker den samlede portefølje af aktiver eller ligefrem kan reducere den samlede risiko (det er fx tilfældet med investeringer, der har til hensigt af mitigere risikoen ved andre investeringer eller ved porteføljen som helhed). Derfor er det væsentligt, at selskaberne ikke vurderer enkeltinvesteringers risiko isoleret fra den samlede porteføljes risiko.

Ved investeringer i fonde bør selskaberne ikke alene forlade sig på de oplysninger om risici, der modtages fra forvalteren af fonden. Dette fremgår allerede af vejledningen. Men hvis selskabet har foretaget en selvstændig - og dokumenteret - vurdering af, at fondsforvalteren initialt og løbende identificerer fondens risici korrekt, så bør der ikke være noget i vejen for at basere sig på sådanne oplysninger. Dette mener vi bør komme tydeligere til udtryk i vejledningen. Disse risicis væsentlighed skal i så fald vurderes i forhold til selskabets samlede portefølje, jf. ovenfor.

F&P's medlemmer oplever, at Finanstilsynet i forskellige sammenhænge ofte henviser til eller citerer fra enkeltafsnit af vejledningen. Når dette sker, vil det være fordelagtigt, hvis sådanne enkeltafsnit i videst muligt omfang kan stå alene, hvilket de efter vores opfattelse bedst kan, hvis de væsentlige nuancer og forbehold, som fremhæves og diskuteres i indledningen, også fremgår af de specifikke afsnit. Det er forhold som eksempelvis

- proportionalitetsbetragtninger,
- at vejledningen ikke skal forstås prækriptivt/normativt,
- at en investering først og fremmest skal vurderes på baggrund af investeringens bidrag til porteføljens samlede egenskaber
- mv.

F&P foreslår derfor, at vejledningen konsekvensrettes mhp. at sikre, at væsentlige nuancer og forbehold – jf. indledningen – tilføjes i de mere specifikke enkeltafsnit.

F&P

Sagsnr. GES-2023-00173

DokID 493504

Under vejledningens afsnit 4.3.2.1 anfører Finanstilsynet, at selskabernes tærskelværdier som udgangspunkt skal fastsættes på et niveau svarende til en standardafvigelse af det relevante markedsindeks. Vi anerkender, at der udtrykkeligt er tale om ”bør” og, at Finanstilsynet i vejledningsteksten anerkender, at der ”kan være andre fremgangsmåder i forhold til fastsættelse af tærskelværdier, såfremt der er velunderbyggede argumenter for dette”.

F&P er enige i, at det skal sikres, at selskaberne anvender passende tærskelværdier for at sikre retvisende værdiansættelse af unoterede aktiver. Vi deler også vurderingen af, at pt. synes modellen med en tærskelværdi baseret på standardafvigelse for et passende referenceindeks at være den mest brugte og egnede model.

Men vi mener alligevel, Finanstilsynet bør overveje, om det er hensigtsmæssigt i en vejledning at lægge sig så fast på såvel metode som maksimal udsvingsværdi, som man her gør. Hvis der identificeres mere egnede metoder til at udløse revurderinger, kan vejledningens knæsættelse af en bestemt metode og udsvingsværdi gøre det vanskeligere for selskaberne at tage sådanne mere egnede metoder i brug. Vi foreslår derfor, at det i afsnittet om tærskelværdier forklares tydeligere, at modellen med standardafvigelse for et referenceindeks er velegnet ud fra aktuel viden, men at det er op til selskaberne at træffe beslutning om, hvordan de sikrer, at værdisætningen løbende tager højde for underliggende markedsrisici mv., så målsætningen realiseres.

Specifikke kommentarer

Ud over de ovenstående bemærkninger og forslag af mere overordnet karakter ønsker F&P med de nedslag, som følger neden for, at pege på en række forslag til præciseringer i den nye vejledning. Baggrunden for en række af disse forslag er det ovenfor nævnte behov for at sikre, at henvisninger til eller citater fra enkeltdele af vejledningen i videst muligt omfang kan stå alene.

Vejledningens side 2, 2. afsnit: Efter ”...f.eks. ved investering i iværksætter” foreslås det at tilføje ”eller hvis investeringen isoleret set er lille set i forhold til selskabets samlede AuM.” Forslaget begrundes vi med, at proportionalitetsprincippet efter vores opfattelse må være gældende for alle typer investeringer, ikke alene ved investering i små, ikke-komplekse virksomheder.

Vejledningens side 3: F&P ønsker at pege på, at sætningen ”Finanstilsynet gør i denne forbindelse opmærksom på, at alle selskaber uanset investeringens størrelse skal opfylde prudent person-princippet...”, som også findes i forarbejderne til Lov om forsikringsvirksomhed, kan tolkes som om alle in-

vesteringer skal vurderes individuelt, uanset hvilken sammenhæng den enkelte investering indgår i. Lovforarbejderne, som der henvises til, tager også udgangspunkt i, at hver enkelt investering uanset formål og størrelse skal granskes på samme måde. Vi mener, det er væsentligt, at selskaberne kan tilpasse deres vurdering af konkrete investeringer, så investeringer, der fx har til formål at hedge eller på anden måde begrænse porteføljens risiko (fx som følge af diversificering), ikke gøres til genstand for en omfattende vurdering baseret på deres egenskaber i en anden sammenhæng, end den de er tiltænkt. Dette vil bidrage til at reducere den indsats og de omkostninger, der medgår til vurdering af investeringen, og som i nogle tilfælde ikke er berettiget af investeringens størrelse og dens risiko. Vi foreslår derfor, at den nævnte sætning tilpasses, så det fremstår tydeligere, at det er den enkelte investerings rolle i den samlede portefølje, der skal tages afsæt i ved vurderingen af porteføljen. En sådan justering kan bidrage til, at der ikke fremadrettet skabes usikkerhed om, hvad der er formålet med at vurdere konkrete (ny)investeringer.

F&P

Sagsnr. GES-2023-00173
DokID 493504

Vejledningens side 4, nederste afsnit: I afsnittet anvendes formuleringen "...definerede politikker og procedurer (forretningsgange) for værdiansættelsesprocessen". For at undgå, at formuleringen utilsigtet kommer til at karakterisere eksempelvis metode- og procesbeskrivelser, modeldokumentationer med mere som noget, der alt sammen har karakter af forretningsgange, foreslår vi at benytte en vending i stil med: "definerede politikker, procedurer og andre dokumentationer *samt forretningsgange* for værdiansættelsesprocessen...."

Vejledningens side 5, nederst: Vi mener, det med fordel kunne tilføjes til bemærkningerne om børsretlig regulering og fravær af prospektkrav, at informationer om porteføljeseelskaber kan være underlagt en non-disclosure agreement eller på anden være umulig for fundmanager at videregive for ikke at overtræde regler om videregivelse af intern viden.

Vejledningens side 6, 1. afsnit: Sætningen "Investeringer i iværksætterier..." kunne med fordel indsættes ifm. de tre bullets forneden på side 5.

Vejledningens side 6, 4. afsnit: Det er efter vores opfattelse rigtigt, at alternative investeringer kan være mere komplekse end traditionelle investeringer. Omvendt kan fx en investering i en dansk boligejendom være betydeligt mindre kompleks end fx investering i en stor, international børsnoteret virksomhed. På den baggrund foreslår vi – for at undgå, at alternative aktiver som udgangspunkt karakteriseres som mere komplekse – at ordet "typisk" udelades eller eventuelt skiftes ud med ordet "ofte".

Vejledningens side 6, 5. afsnit: For at understøtte budskabet om, at prudent person-princippet tager sigte på porteføljeniveau, vil vi foreslå, at der i sætningen "...således at selskaberne kan identificere, mål..." indføres: "...således

at selskaberne i forhold til den samlede portefølje af aktiver kan identificere, måle”

F&P

Sagsnr. GES-2023-00173

DokID 493504

Vejledningens side 6, 7. afsnit: Det kan overvejes, om begrebet ”pensionsopspareren” er hensigtsmæssigt. Prudent person-princippet gælder (også) for investeringsaktiver, der retter sig mod andet end pensionsopsparing. Der refereres da også nederst side 6 til ”..det, *kunderne* er blevet stillet i udsigt”.

Vejledningens side 7, 3. afsnit: Der refereres til, at alternative investeringer er mindre homogene end traditionelle (noterede) investeringer og kan struktureres med meget forskellige risikoprofiler. Vi mener, det bør fremgå, at der her er tale om en vurdering af alternative investeringer som samlet klasse samt, at der kan være meget forskellige risikoprofiler tilknyttet de *enkelte* alternative investeringer, ikke klassen som helhed. Vi foreslår derfor at skrive: ”Da alternative investeringer som *samlet aktivklasse* er mindre homogene end traditionelle investeringer og *de enkelte alternative investeringer* kan struktureres med meget forskellige risikoprofiler, vil det som udgangspunkt....”

Vejledningens side 8, afsnittet efter eksempel 2: Referencen til selskabets indhentning af ekstern bistand kan give indtryk af, at enhver indhentning af ekstern bistand per definition er outsourcing, hvilket efter F&P’s opfattelse næppe er intentionen. Derfor foreslår vi, at afsnittet formuleres på en måde, så det ikke kan opfattes som om enhver indhentning af ekstern bistand (fx juridisk eller skattemæssig rådgivning ifm. en konkret investering) vil være outsourcing. Vi er selvfølgelig enig i, at det under alle omstændigheder er selskabets ansvar at sikre, at løsninger, der leveres af eksterne, (også) lever op til de kvalitetskrav, selskabet stiller.

Vejledningens side 9, midt: Vi foreslår en mindre præcisering af følgende sætning: ”Selskabernes risikostyringsfunktion bør i forbindelse med vurderingen af risikostyringssystemets effektivitet årligt gennemgå materialet for et antal af årets investeringer med henblik på at *vurdere, om relevante risici generelt identificeres...*” Vi mener, den kursiverede del af sætningen med fordel kunne erstattes af ”...vurdere om risici, *der er relevante for porteføljen af aktiver som helhed*, generelt identificeres....” En sådan justering vil bidrage til at rette risikostyringsfunktionen mod risici, der kan have betydning for den samlede portefølje jf. ovenfor.

Endvidere vil vi gerne pege på, at nogle selskaber konsekvent inddrager risikostyringsfunktionen i risikovurderingen for alle nye investeringer. I disse tilfælde forekommer det mindre relevant, at de pågældende selskabers risikostyringsfunktion - udover løbende at være inde over alle nye investeringer - også årligt skal gennemgå materiale for et antal af årets investeringer. Vi foreslår derfor at præcisere, at Finanstilsynets forventning til risikostyringsfunktionen kan være opfyldt, i tilfælde hvor risikostyringsfunktionen konsekvent inddrages i investeringsbeslutninger.

F&P

Sagsnr. GES-2023-00173
DokID 493504

Vejledningens side 9, næstsidste afsnit: Det er vores forståelse, at målsætningen ikke er at pålægge risikostyringsfunktionen at sikre, at alle risici identificeres. Derfor mener vi, at afsnittet, der indledes med: "Som minimum forventer Finanstilsynet, at risikostyringsfunktionen vurderer...." bør justeres, så det afspejler, at det centrale er at identificere alle *relevante (eller væsentlige)* risici, *herunder særligt risici, som kan være af betydning for porteføljen af aktiver som helhed*. En sådan justering vil efter vores opfattelse matche formuleringerne i ledelsesbekendtgørelsens bilag 6, nr. 12.

Vejledningens side 13, andet afsnit: Afsnittet, der indledes med "Det er selskabernes ansvar at sikre, at alle relevante risici identificeres." Vi mener - jf. oven for, at afsnittet med fordel kunne foldes ud og udtrykke, at hvis selskabet har foretaget og dokumenteret, at forvalteren initialt og løbende vurderer investeringens risici korrekt og relevant, så kan selskabet basere sig på forvalterens risikovurdering. Denne tilgangsmåde kan fx være væsentlig, hvor der er tale om investeringer af beskedent omfang eller, hvor risikoen ved investeringen – set ift. den samlede portefølje - i øvrigt er begrænset.

Med venlig hilsen

Henrik Munck

Trine Ransby Christensen (FT)

Fra: Tomas Krüger Andersen - TKA <TKA@atp.dk>
Sendt: 29. august 2024 13:58
Til: Christian von Pein (FT)
Emne: Høring vedrørende vejledningen om alternative investeringer i lyset af prudent person-princippet

Kære Christian,

Vi takker for muligheden for at kommentere på det reviderede udkast til vejledning om alternative investeringer i både prehøring og høring. Generelt bifalder vi de foreslåede ændringer og har ikke yderligere væsentlige bemærkninger.

Venlig hilsen
Tomas Krüger Andersen - TKA (Han/ham/hans)

atp=

Head of Legal, P&I · P&I Legal
Direkte nummer 24257084
E-mail TKA@ATP.DK

ATP · Kongens Vænge 8 · 3400 Hillerød
Telefon 70 11 12 13 · www.atp.dk · CVR-nr. 43405810
Følg ATP på [Facebook](#) · [LinkedIn](#)

For information om, hvordan ATP Koncernen behandler dine personoplysninger, se atp.dk/behandling-af-personoplysninger

Oplysningerne i denne e-mail kan være fortrolige og er udelukkende beregnet til brug for de oven for angivne personer eller virksomheder. Vi gør opmærksom på, at udbredelse, omdeling eller kopiering af oplysningerne efter omstændighederne er forbudt. Hvis du har modtaget denne e-mail ved en fejltagelse, bedes du meddele det til afsenderen og derefter slette den. På forhånd tak.

