



## GRUNDNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

12. december 2012

**Forslag til ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), KOM (2012) 350**

### 1. Resumé

Kommissionen fremsatte den 3. juli 2012 forslag til ændring af direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter<sup>1</sup>) (herefter UCITS-direktivet<sup>2</sup>). Formålet med ændringsforslaget er at øge investorbekyttelsen i investeringsinstitutter<sup>3</sup> omfattet af UCITS -direktivet, herunder styrke tilliden til, at disse investeringsinstitutter tilbyder en høj investorbekyttelse. Kommissionens forslag fokuserer på tre hovedområder: For det første udvidelse, præcisering og justering af regler om depositarer, for det andet introduktion af regler om aflønning af ledelsen og andre medarbejdere, der kan tage risiko, og medarbejdere med kontrolfunktioner i administrationsselskaber for investeringsinstitutter samt for det tredje harmonisering af administrative sanktioner for overtrædelse af de regler, der udstedes i medfør af UCITS -direktivet.

Kommissionens ændringsforslag skal behandles af Rådet og Europa-Parlamentet. Der er endnu ikke foreslået en ikrafttrædelsesdato.

Forslaget vil medføre ændringer af lov om investeringsforeninger mv. og lov om finansiel virksomhed. Forslaget skønnes ikke at medføre statsfinansielle konsekvenser.

### 2. Baggrund

Kommissionen fremsatte 3. juli 2012 forslag til ændring af UCITS-direktivet. Direktivforslaget har hjemmel i Traktatens artikel 47, stk. 2. Direktivet fremsættes som en del af en samlet forbrugerbeskyttelsepakke, der også indeholder forslag til forordning om central investorinforma-

<sup>1</sup> Danske investeringsinstitutter omfattet af UCITS-direktivet er investeringsforeninger, selskaber for investering af kapital, der er variabel (SIKAV'er) og værdipapirfonde. Den fælles betegnelse er »danske UCITS«.

<sup>2</sup> UCITS står for "Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities".

<sup>3</sup> I notatet benyttes betegnelsen »investeringsinstitut« for enheder, fx investeringsforeninger, der er omfattet af UCITS-direktivet – enheder, der i øvrigt ofte betegnes som »UCITS«.

tion (PRIIPS (KOM (2012) 352)) og forslag til ændring af forsikringsformidlingsdirektivet (IMD (KOM (2012) 360)). Nærværende notat behandler alene forslag til ændring af UCITS-direktivet.

Det oprindelige UCITS-direktiv (85/611/EØF) blev vedtaget i 1985, og havde til formål at forbedre forretnings- og investeringsmulighederne for såvel erhvervslivet som for investorer gennem en samordning af reglerne på EU-markedet for investeringsinstitutter. Med ændringer af direktivet i 2001 fik investeringsinstitutterne udvidet deres mulighed for at investere i andre finansielle instrumenter end værdipapirer, som for eksempel bankindsud, pengemarkedsinstrumenter, afledte finansielle instrumenter og andele i investeringsforeninger mv. Med yderligere ændringer i 2009 indførtes en række regler, der skulle forbedre investeringsinstitutternes muligheder for grænseoverskridende aktiviteter.

UCITS-direktivet har dannet baggrund for udviklingen af investeringsinstitutter i Europa, idet investeringsinstitutter er en form for standardiseret investering, der tilbydes offentligheden (detailinvestorer), der altid kan afhænde deres andele til den indre værdi. Disse investeringsinstitutter skal have risikospredning, det vil sige, at der altid er et maksimum på den enkelte investering. Alle finansielle aktiver skal opbevares hos en depositar<sup>4</sup>. De harmoniserede regler har givet muligheder for salg over grænserne.

I juni 2012 forvaltede europæiske investeringsinstitutter omfattet UCITS-direktivet og institutter, der ikke er omfattet af direktivet, aktiver til en værdi af ca. 8.240 mia. euro (ca. 61.223 mia. DKK.), hvoraf investeringsinstitutter omfattet af direktivet udgjorde ca. 71 pct. af den samlede formue.<sup>5</sup>

I Danmark finder forslaget anvendelse for investeringsforeninger, SIKAV'er (Selskaber for investering med variabel kapital) og værdipapirfonde<sup>6</sup>. I slutningen af juni udgjorde formuen i foreninger, der er omfattet af UCITS-direktivet og foreninger, der ikke er omfattet UCITS-direktivet i alt 1331 mia. DKK. Heraf udgjorde formuen i investeringsforeninger ca. 538 mia. DKK eller ca. 40 pct. af den samlede formue under administration i investeringsforvaltningsselskaberne.

Specialforeninger og hedgeforeninger omfattes ikke af forslaget. De bliver som kapitalforeninger omfattet af det lovforslag, der skal gennemføre Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltning af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (FAIF-direktivet).

<sup>4</sup> I dansk lovgivning betegnes depositaren »depositselskab«. Danske pengeinstitutter og filialer af udenlandske kreditinstitutter kan være depositselskaber. Depositaren skal opbevare alle finansielle aktiver og udføre en række pligter for investeringsinstituttet.

<sup>5</sup> Oplysningerne om den administrerede formue i Danmark og Europa (EU og enkelte andre lande, der har investeringsinstitutter, der svarer til UCITS) er indhentet fra InvesteringsForeningsRådet.

<sup>6</sup> SIKAV'er og værdipapirfonde er omfattet af lov om investeringsforeninger m.v. Der eksisterer dog ingen fonde af denne type endnu i Danmark. Alle UCITS i Danmark er investeringsforeninger.

### **3. Formål og indhold**

Formålet med forslaget er først og fremmest at harmonisere og øge investorbekyttelsen ved at udvide, præcisere og justere reglerne for depositarer, som opbevarer et investeringsinstituts finansielle aktiver og udfører visse kontrolfunktioner. Initiativet hertil kom som reaktion på den såkaldte "Madoff-sag" i USA, hvor et luxembourgsk institut - dog ikke et investeringsinstitut, der er omfattet af UCITS-direktivet - led et betydeligt tab. Sammenbruddet i Madoffs investeringselskab viste, at niveauet for investorbekyttelse er varierende på tværs af medlemsstaterne. Kommissionen finder derfor, at det er vigtigt, at depositarreglerne bliver harmoniseret.

Det foreslås derudover at fastsætte regler for aflønning af de personer, der leder administrationsselskaber og medarbejdere, der tager risici for investeringsinstitutter, samt medarbejdere med kontrolopgaver for at søge at mindske risikoen for interessekonflikt mellem investorerne og de personer, der administrerer et investeringsinstitut.

Endelig foreslås det at harmonisere reglerne om sanktioner ved overtrædelse af regler, der er udstedt i medfør af UCITS-direktivet.

#### **3.1 Pligter for depositarer**

I henhold til det gældende UCITS-direktiv skal et investeringsinstitut udpege en depositar, der bl.a. skal opbevare investeringsinstituttets finansielle instrumenter (værdipapirer mv.) særskilt. Kommissionen fremhæver imidlertid, at de gældende regler om depositarens pligter er blevet implementeret forskelligt i medlemslandene. Som følge heraf påpeger Kommissionen, at niveauet for investorbekyttelse er forskelligt på tværs af EU. Nærværende direktivforslag indeholder på den baggrund en præcisering af depositarens pligter med det formål i højere grad at harmonisere niveauet af investorbekyttelse i medlemsstaterne. Endvidere indeholder direktivforslaget en række udvidelser af depositarens pligter med henblik på generelt at højne investorbekyttelsesniveauet i EU.

#### *Skriftlig aftale*

I forslaget præciseres det således, at et investeringsinstitut kun må udpege én depositar. Det foreslås i den forbindelse, at et investeringsinstitut og investeringsinstituttets depositar skal indgå en skriftlig aftale, der skal sikre den informationsudveksling, der er nødvendig for, at depositaren kan udføre sine opgaver. Denne bestemmelse findes allerede i det eksisterende direktiv, for så vidt angår investeringsinstitutter, der administreres grænseoverskridende. Bestemmelsen foreslås i nærværende forslag udvidet til også at gælde investeringsinstitutter, der administreres nationalt.

### *Præcisering af depositarens pligter*

Endvidere foreslås det, at depositaren skal sikre, at investeringsinstituttets cash-flows (pengestrømme) overvåges tilstrækkeligt, herunder bl.a. at tegningsbeløb modtages ved tegning af andele i investeringsinstituttet og bogføres på kontantkonti, der opfylder visse betingelser. Det foreslås desuden, at depositaren skal opbevare et investeringsinstituts finansielle instrumenter på segregerede konti, der er åbnet i investeringsinstituttets navn, således at det klart fremgår, hvem instrumenterne tilhører. Endelig foreslås det, at depositaren skal verificere et investeringsinstituts ejerskab til investeringsinstituttets afledte finansielle instrumenter og opretholde ajourførte registreringer heraf.

### *Depositarens delegation af opbevaring til en underdeponar*

Direktivforslaget indeholder regler om en depositars delegation af pligter til en underdeponar<sup>7</sup>. De gældende regler indeholder ikke betingelser for en depositars delegation til en underdeponar, hvis fx et investeringsinstitut investerer i udenlandske aktier. Dog er depositaren i henhold til de gældende regler ansvarlig, selvom depositaren overlader fx værdipapirer mv. til en anden depotfører. I nærværende forslag opstilles der således betingelser under hvilke, en deponar kan delegere sine pligter til en underdeponar. Reglerne indebærer krav om, at depositaren foretager en "due diligence" før valget af underdeponar og krav om løbende monitoring, der skal sikre, at underdeponaren varetager de delegerede pligter på tilfredsstillende vis. I forhold til danske depotselskaber er der tale om at videreføre praksis ved danske depotselskabers delegation til underdeponarer, hvor fx værdipapirer kan overlades til opbevaring.

### *Kreditinstitutter og investeringselskaber (fondsmæglerselskaber) kan udpeges som deponar*

Direktivforslaget indeholder endvidere regler om, hvem der kan udpeges som deponar for et investeringsinstitut. I forhold til de gældende direktivregler fastsætter direktivet nye bestemmelser for, hvem der må være deponar. I henhold til forslaget kan deponarer være kreditinstitutter og investeringselskaber (fondsmæglerselskaber). I forhold til de gældende danske regler, hvor det kun er pengeinstitutter og filialer af EU-kreditinstitutter, der kan være deponarer, er der tale om en udvidelse af anvendelsesområdet, således at også fondsmæglerselskaber nu kan varetage opgaven.

### *Skærpet ansvar for deponarer*

Endelig indeholder direktivforslaget regler om deponarens ansvar. Kommissionen vurderer, at reglerne om ansvar for deponarer er blevet gennemført ved implementering i medlemslandene, der har varieret i for høj grad, hvilket medfører varierende niveauer af investorbekyttelse. Dette kom iflg. Kommissionen særligt til udtryk i Madoff-sagen, jf. ovenfor. Kommissionen fremhæver, at de gældende regler ikke forbyder, at et

<sup>7</sup> I henhold til de gældende regler kan en deponar lade investeringsinstituttets finansielle aktiver opbevare i en depotbank, der så bliver underdepot. Deponaren er stadig ansvarlig herfor.

selskab både er underdepot og udfører porteføljepleje for et investeringsinstitut. Madoff-sagen afdækkede en generel usikkerhed om depositarens ansvar, når værdipapirer mv. er overladt til opbevaring i et underdepot.

De nye regler præciserer, at en depositar har et skærpet ansvar for de opbevarede finansielle instrumenter. Dette betyder, at en depositar kun helt undtagelsesvist vil være fri for ansvar, og at der ikke er mulighed for at fraskrive sig dette ansvar. De nye regler præciserer i øvrigt, at en depositar vil være ansvarlig for tab, som et investeringsinstitut (og dets investorer) oplever som følge af opbevaring hos en underdepositor. Det præciseres ligeledes i denne forbindelse, at en depositar ikke kan fraskrive sig sit ansvar. Direktivforslaget vurderes på dette punkt ikke at medføre nye krav til depositarer udpeget i henhold til den danske lovgivning, da der i den danske lovgivning allerede i dag er indført regler om skærpet ansvar for depositarer og om, at depositarer ikke kan fraskrive sig deres ansvar. Det præciseres desuden i forslaget, at depositaren skal erstatte finansielle instrumenter, der er bortkommet, også når det er sket hos en underdepositor. Hvis depositaren delegerer opbevaring af finansielle instrumenter til en underdepositor, skal depositaren i henhold til forslaget på forhånd vurdere, om underdepositaren har de fornødne kompetencer mv. og løbende overvåge underdepositaren.

### 3.2 Aflønning

#### *Personkredsen*

Forslaget indeholder krav om, at administrationsselskaber for investeringsinstitutter omfattet af UCITS-direktivet skal have en aflønningspolitik og – praksis, som er i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring. Lønpolitikken skal gælde for ledelsen og andre medarbejdere, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på administrationsselskabets risikoprofil eller på risikoprofilen for de forvaltede investeringsinstitutter, såkaldte ”væsentlige risikotagere”, herunder medarbejdere i kontrolfunktioner. Lønpolitikken skal godkendes af administrationsselskabets bestyrelse og skal gennemgås mindst en gang årligt.

#### *Variabel løn*

Direktivet indeholder endvidere krav til tildeling og udbetaling af variabel løn. Der opstilles således krav om, at forholdet mellem fast og variabel løn til bestyrelse, direktion og andre væsentlige risikotagere skal være ”passende”. Direktivet indeholder endvidere krav om, at mindst 50 pct. af den variable løn skal tildeles i instrumenter, fx aktier, aktiebaserede instrumenter eller andre instrumenter, der afspejler selskabets risikoprofil. Det er således muligt for medlemsstaterne at forbyde visse instrumenter, hvis det ønskes. Instrumenterne skal i henhold til forslaget desuden fastholdes i en ”passende” periode. Det er op til medlemsstaterne at fortolke, hvad en ”passende” periode er. Derudover skal mindst 40-60 pct. af den variable løn udskydes over en årrække på mindst tre til fem år. Det opstilles som betingelse, at kravene for optjening af den variable løndel stadig

skal være opfyldt ved udløb af udskydelsesperioden, og at administrationsselskabets økonomiske situation ikke må være væsentligt forringet i udskydelsesperioden, for at den udskudte variable løndel kan udbetales.

Ovenstående krav til tildeling og udbetaling af variabel løn skal sikre, at variabel løn ikke skaber incitament for de omfattede medarbejdere og ledelsesmedlemmer i administrationsselskaber til at handle risikobetonet. Baggrunden herfor er, at udbetaling i instrumenter, udskydelse mv. vurderes at sikre en mere langsigtet interesse på linje med investorer/aktionærens langsigtede interesser.

#### *Aflønningsudvalg*

Begrænsningerne i forhold til brug af variabel aflønning suppleres i forslaget med et krav om, at større administrationsselskaber skal nedsætte et aflønningsudvalg. Udvalget skal forberede bestyrelsens beslutninger vedrørende aflønning ved fx regelmæssigt at foretage en gennemgang af lønpolitikken.

#### *ESMA skal udarbejde retningslinjer*

Det foreslås, at ESMA (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) skal udarbejde retningslinjer om aflønning, der skal uddybe direktivets krav.

### **3.3 Administrative sanktioner**

Direktivforslaget indeholder regler om anvendelsen af administrativt udstedte sanktioner. Baggrunden for forslag til disse regler er, at Kommissionen finder, at der i medlemslandene er forskelle i karakteren og størrelserne af administrative sanktioner, som pålægges for overtrædelse af de samme investorbeskyttelsesregler forankret i UCITS-direktivet. Derudover finder Kommissionen, at der er forskelle i kriterierne, der bestemmer udmålingen af de administrative sanktioner.

#### *Minimumsharmonisering*

Direktivforslagets mål er at opnå en minimumsharmonisering af sanktioner i medlemslandene ved at fastsætte hvilke forseelser, der skal pålægges administrative sanktioner, ved at fastsætte forskellige typer af anvendelige administrative sanktioner samt ved at opstille kriterier for udmåling af de administrative sanktioner. Eksempelvis foreslås det, at juridiske personer skal kunne straffes med bøde på op til 10 pct. af deres årlige omsætning. Som en del af disse nye regler foreslås endvidere etablering af en *whistle-blower*-ordning. Endelig foreslås det, at ESMA skal have mulighed for at fastsætte nærmere bestemt bødeniveau for overtrædelser af UCITS-direktivets investorbeskyttelsesregler.

## **4. Europa-Parlamentets holdning**

Parlamentets formelle holdning foreligger endnu ikke.

## **5. Nærhedsprincippet**

Kommissionen fremhæver, at målene for de påtænkte direktivændringer ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemslandene, hvis de handler uafhængigt af hinanden. Kommissionen finder således, at det er nødvendigt med regler på fællesskabsplan for at adressere de identificerede problemer. Forslaget er således efter Kommissionens vurdering i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

Det er den danske regerings foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da det vurderes, at forbrugerbeskyttelse på tværs af landene i EU fordrer fælles regler.

## **6. Gældende dansk ret**

Lov om investeringsforeninger mv. bestemmer, at opgaven som depositar skal varetages af et pengeinstitut eller en filial af et EU- eller EØS-kreditinstitut. Lov om investeringsforeninger mv. og lov om finansiel virksomhed indeholder regler om depositarens pligter, herunder regler om, at depositarer har et skærpet ansvar ved opbevaring af finansielle instrumenter. Depositaren kan ikke fraskrive sig dette ansvar.

Lov om finansiel virksomhed indeholder regler om aflønning af ledende medarbejdere i investeringsforvaltningsselskaber, der administrerer danske investeringsinstitutter. De gældende aflønningsregler i lov om finansiel virksomhed er indført som følge af den danske politiske aftale om aflønning i den finansielle sektor fra 31. august 2010, hvorefter aflønningsregler svarende til de direktivbaserede regler for kreditinstitutter suppleret med særlige danske krav kom til at gælde for alle finansielle virksomheder i Danmark, herunder for investeringsforvaltningsselskaber (administrationsselskaber) omfattet af UCITS-direktivet.

Lov om investeringsforeninger mv. fastsætter straf i form af bøde og fængsel i indtil fire måneder for overtrædelse af lovens investorbekyttelsesregler. Loven indeholder endvidere administrative sanktioner i form af Finanstilsynets mulighed for at udstede påbud om adfærdsændringer samt mulighed for at tilbagekalde tilladelser til at drive virksomhed som investeringsinstitut. Loven indeholder ikke mulighed for administrativt at udstede økonomiske sanktioner.

## **7. Høring**

Kommissionens forslag har været i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor med høringsfrist den 4. september 2012. Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af høringssvarene.

### InvesteringsForeningsRådet

InvesteringsForeningsRådet foreslår, at depositaren for et investeringsinstitut skal kunne fraskrive sig sit ansvar for opbevaring af investeringsinstituttets finansielle instrumenter, hvis denne opgave delegeres til en underdepositar. InvesteringsForeningsRådet anfører, at et investeringsinsti-

tut i givet fald kan spare den risikopræmie, som depositaren ellers opkræver.

InvesteringsForeningsRådet er endvidere bekymret for, at der kan pålægges juridiske personer (investeringsforvaltningsselskaber) bøder på op til 10 pct. af deres årlige omsætning for overtrædelser af lovgivningen, idet InvesteringsForeningsRådet gør gældende, at der i givet fald kan opstå et behov for, at et investeringsforvaltningsselskab må rejse ny kapital alene for at betale sådanne bøder, hvilket ikke nødvendigvis er i investorenes interesse.

Endelig mener InvesteringsForeningsRådet, at oplysninger om en depositars delegation til en underdeponar ikke nødvendigvis skal gives i investeringsinstituttets prospekt, idet InvesteringsForeningsRådet gør gældende, at prospektet ikke er et dynamisk dokument.

#### Finansrådet (FR)

FR har ligesom InvesteringsForeningsRådet foreslået, at depositaren skal kunne fraskrive sig sit ansvar i forbindelse med depositarens delegation til en underdeponar, sådan at investeringsinstituttet kan spare en risikopræmie.

FR gør endvidere gældende, at udmåling af størrelsen af administrative bøder bør finde sted på nationalt niveau og udtrykker betænkelighed ved, at ESMA får mulighed for at fastsætte bødeniveauet for overtrædelser af direktivets bestemmelser.

Endelig mener FR, at bødeniveauer på op til 10 pct. den årlige omsætning for investeringsforvaltningsselskaber og 5 mio. euro for fysiske personer er uproportionelt i forhold til det traditionelle danske bødeniveau.

#### Dansk Aktionærforening

Dansk Aktionærforening støtter direktivforslaget.

### **8. Andre landes holdninger**

Den tekniske behandling på rådsarbejdsgruppeniveau er påbegyndt. Der vurderes overordnet at være støtte til forslaget blandt medlemsstaterne, som generelt finder, at forslaget vil øge investorbeskyttelsen.

### **9. Foreløbig dansk holdning**

Danmark kan generelt støtte Kommissionens forslag til ændringer af UCITS-direktivet.

For så vidt angår præcisering og udvidelse af pligter for depositarer hilses direktivforslaget fra dansk side velkomment, særligt da reglerne foreslås indført for at styrke tilliden til en høj investorbeskyttelse ved investering i investeringsinstitutter omfattet af UCITS-direktivet. Det kan fra dansk side støttes, at depositaren for et investeringsinstitut ikke skal kunne fraskrive



sig sit ansvar for opbevaring af investeringsinstituttets finansielle instrumenter, hvis denne opgave delegeres til en underdeponar ud fra en betragtning om, at investeringsinstitutter i høj grad henvender sig til detailinvestorer. Det vurderes, at detailinvestorer ikke skal tåle den risiko, der er forbundet med en ansvarsfraskrivelse.

For så vidt angår aflønning, kan Danmark ligeledes støtte forslaget, idet det er på linje med direktivbaserede aflønningsregler på andre områder inden for den finansielle sektor. Det vurderes, at forslaget derved støtter op om den danske politiske aftale om aflønning fra 2010.

Endelig kan Danmark, for så vidt angår administrative sanktioner, generelt støtte forslaget om højere grad af harmonisering.

#### **10. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser**

Implementering af direktivforslaget vil kræve lovgivning vedrørende en række forhold.

De foreslåede regler om præcisering og udvidelse af deponarers forpligtelser medfører et behov for tilføjelser til reglerne om pligter for deponarer i lov om finansiell virksomhed og lov om investeringsforeninger mv.

De foreslåede regler om aflønning i UCITS-direktivet er indeholdt i de eksisterende regler i dansk lovgivning for administratorer af investeringsinstitutter (investeringsforvaltningsselskaber) i medfør af lov om finansiell virksomhed. Direktivets aflønningsregler gælder dog ligeledes for selvforvaltende investeringsinstitutter, hvorved der kan blive behov for præcisering af dansk lovgivning.

De foreslåede regler om administrative sanktioner medfører et behov for at indføre yderligere regler i dansk lovgivning om sanktionsmuligheder og kriterier for udmåling af sanktioner.

Direktivforslaget har ingen statsfinansielle konsekvenser.

#### **9. Samfundsøkonomiske konsekvenser**

Direktivforslaget har ingen samfundsøkonomiske konsekvenser.

#### **10. Administrative konsekvenser for erhvervslivet**

Direktivændringerne forventes at medføre administrative byrder for dansk erhvervsliv af meget begrænset karakter henset til de relativt få yderligere pligter, der pålægges deponarer.

#### **11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.