

## Høringssvar

København, 9. januar 2013

### Høringssvar vedrørende forslag til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde (LAIF)

Finanstilsynet har den 12. december 2012 fremsendt ovennævnte forslag til lov til DVCA med anmodning om bemærkninger.

Idet DVCA takker for at være høringsberettiget, skal foreningen dog samtidig bemærke, at den danske advokat- og revisionssektor altid har travlt op til årsafslutningen – og det ved Finanstilsynet. Det har klart presset DVCAs mulighed for at afgive et høringssvar. Og da høringsperioden samtidig har gået henover en højtidsmå DVCA samlet set betragte høringsperioden som værende utilfredsstillende kort. Specielt set med henblik på, at dette lovforslag er så omfattende som det er. DVCA forbeholder sig derfor retten til at vende tilbage med supplerende bemærkninger.

#### 1. Overordnede bemærkninger til LAIF

Den 30. april 2009 offentliggjorde EU-Kommissionen et direktivforslag vedrørende forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIFD). Direktivet blev endelig vedtaget den 8. juni 2011 (direktiv 2011/61/EU). Omdrejningspunktet for DVCAs høringssvar er LAIF – men der er adskillige steder hentet støtte til at forfatte høringssvaret i FAIFD og den udfyldende akt i forhold til direktivet (som er tilgængelig her: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments/index_en.htm)). Forkortelsen herfor i nedenstående er "DDA": "De delegerede akter").

DVCA kan ikke støtte yderligere detailregulering af venture- og kapitalfonde, som LAIF lægger op til. Lovkomplekset omkring LAIF er administrativt byrdefuldt, omkostningsfuldt, konkurrencehæmmende og vil ikke mindst kræve tid fra det, som er vigtigst for investorerne og som kapital- og venturefondspartnere i Danmark bruger aller mest tid på, nemlig porteføljepleje af deres investeringer.

#### *Venture- og kapitalfonde rammes af hedgefondsregulering*

Hedge- og venture-/kapitalfonde er to meget forskellige typer investeringsobjekter og følgelig bør de lovgivningsmæssige rammer også være forskellige.

Denne segmentering savner vi i FAIFD. Og LAIF bærer også præg af det, hvilket DVCA finder yderst utilfredsstillende. Det har blandt andet betydet, at kapital- og venturefonde flere steder i LAIF rammes af "hedgefondsregulering" – f.eks. vedrørende aflønning og reglerne om depositar. DVCA har svært ved at forstå rationale bag størstedelen af disse nye regler, særligt set i lyset af, at det tydeligt fremgår af flere videnskabelige publikationer, at kapital- og venturefonde ikke påvirker den finansielle stabilitet negativt, mens hedgefonde netop kan være betydningsfulde for den finansielle stabilitet – og i visse situationer ligefrem kan forstærke markedsvinding.

### *Venture- og kapitalfonde diskrimineres i forhold til statsfonde*

DVCA kan ligeledes ikke se det fornuftige i, at venture- og kapitalfonde med LAIF, FAIFD og DDA bliver voldsomt diskrimineret i forhold til f.eks. statsfonde (sovereign wealth funds) og andre købere og sælgere af virksomheder.

### *Internationale fonde kræver international regulering*

Både i kapital-/venture og hedgefondsbranchen findes der enheder, som investerer globalt. Derfor bør reguleringen i LAIF, FAIFD og DDA også have været global (og ikke kun omfatte EU).

### *Frivillige retningslinjer respekteres ikke*

DVCA har siden 2008 haft retningslinjer for kapitalfondenes ansvarlige ejerskab i Danmark. Lignende retningslinjer findes andre steder inden for EU. DVCA skal med dette høringssvar udtrykke sin skuffelse over, at LAIF, FAIFD og DDA ikke har respekteret disse retningslinjer for øget åbenhed i forbindelse med FAIFD, LAIF og DDAs udformning.

### *DVCA bør få udpegningsret til Det Finansielle Råd*

Pr. 1. januar 2013 har Det Finansielle Råd erstattet Fondsrådet og Det Finansielle Virksomhedsråd. I fremtiden vil afgørelser i medfør af bl.a. lovforslagets § 155 derfor blive foretaget af det Finansielle Råd.

Det Finansielle Råd har 14 medlemmer, hvoraf 10 udpeges som eksperter efter indstilling fra interesseorganisationer.

Der er ingen tvivl om, at alternative investeringsfonde er et nyt arbejdsområde for Finanstilsynet. DVCA finder det derfor naturligt, at det sikres, at der i Det Finansielle Råd udpeges minimum et medlem efter indstilling fra DVCA.

## **2. Bemærkninger vedrørende bestemmelserne om gearing**

I LAIF er det som i FAIFD slået fast, at gearede fonde har en lavere grænse for, hvornår fonden skal ansøge om tilladelse til at forvalte AIF'er – helt præcist skal værdien af aktiverne være større end 100 mio. euro, førend der er krav om tilladelse til at forvalte AIF'er. Er fonden ikke gearet er grænsen 500 mio. euro. Dermed bliver spørgsmålet om, hvad der forstås ved gearing særdeles vigtigt.

I LAIF er spørgsmålet om gearing medtaget i definitionerne i § 3, stk. 1, punkt 27). Ordlyden er således:

*"Gearing: En metode, som forvalteren anvender til at øge eksponeringen af en alternativ investeringsfond, som den forvalter, hvad enten dette sker ved hjælp af lån af kontante midler eller værdipapirer eller gearing indeholdt i derivatpositioner eller ved andre midler."*

Dette er så nærmere udbygget i lovkommentaren, hvor det på side 124 er anført følgende:

*"I nr. 27 foreslås, at "gearing" defineres som en metode, som forvalteren anvender til at øge eksponeringen af en alternativ investeringsfond, som den forvalter, hvad enten dette sker ved hjælp af lån af kontante midler eller værdipapirer eller gearing indeholdt i derivatpositioner eller ved andre midler."*

*Af præambelens pkt. 78 i FAIF-direktivet fremgår, at det for så vidt angår private equity-fonde og venturekapitalfonde ikke er tiltænkt, at gearing på porteføljeselskabsniveau skal omfattes af begrebet gearing. Begrebet porteføljeselskab kan ikke udvides til at omfatte et eller flere holdingselskaber, der er skudt ind imellem den alternative investeringsfond og de egentlige porteføljeselskaber. Det skyldes, at det af definitionen af gearing fremgår, at gearing er en metode, der øger eksponeringen fonden. Lån optaget i et holdingselskab anses som en sådan metode til at implementere gearing. Gearing på porteføljeselskabsniveau indskrænkes til at omfatte lån, som porteføljeselskabet optager som en del af sin*

*almindelige drift. Almindelig drift anses i denne relation for f. eks. en produktionsvirksomheds indkøb af materialer, finansiering af kredit til kunder eller køb af maskiner. Det kan også være mindre strategiske opkøb af virksomheder, som porteføljevirkigheden kunne have gennemført, selvom fonden ikke havde investeret i selskabet. Hvis holdingselskabet eller fonden stiller garanti for lån optaget af porteføljeselskabet, antages det, at sådanne lån ikke er en del af den almindelige drift.”*

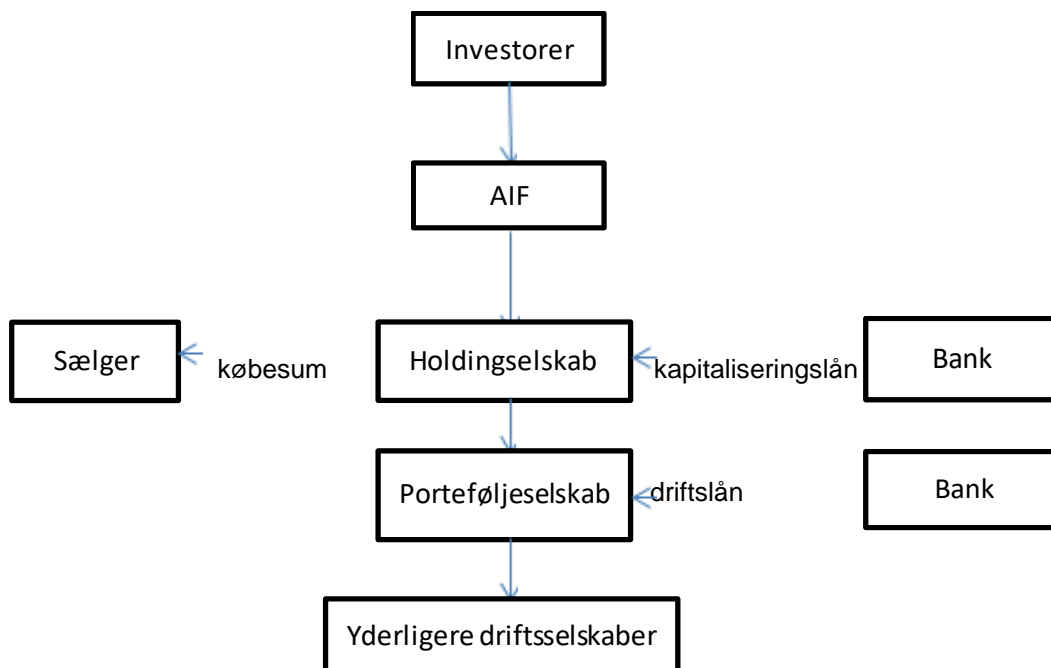
Det er DVCAs opfattelse, at teksten i kommentaren til LAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 27 ikke er i overensstemmelse med FAIFD og de beskyttelseshensyn, som bestemmelsen skal varetage. Det er endvidere DVCAs opfattelse, at lovkommentaren ikke er i overensstemmelse med DDA.

#### Den typiske struktur i en kapitalfond

Den typiske kapitalfond gennemfører sine opkøb af et porteføljeselskab efter en model, hvor forvalteren kræver (i fagsproget "money-call"), at investorerne indbetaler et givet beløb til AIF'en, der indskyder denne kapital som lån eller aktiekapital i et holdingselskab (et såkaldt special purpose vehicle). Udover denne pligt til at indbetale et beløb til AIF'en på opfordring, har investorerne ikke yderligere forpligtelser.

Holdingselskabet optager derefter et lån i en bank eller anden finansiel institution i forbindelse med køb af en virksomhed. Disse lånte midler i tillæg til den kapital, der er indskudt i holdingselskabet fra AIF'en, anvendes således til at købe et egentligt driftsselskab (et porteføljeselskab). Hverken AIF'en eller investorerne har sædvanligvis en forpligtelse til at komme med yderligere midler, det være sig til holdingselskabet eller som garant for den optagne bankgæld.

Den typiske struktur ser således ud i forbindelse med et køb:



Inden for kapitalfonden vil hver investering have uafhængig ekstern finansiering, således, i det tilfælde et holdingselskab med tilhørende porteføljeselskab måtte komme i økonomisk uføre, er dette uden betydning for de andre holdingselskaber eller for AIF'en. Finansieringen sker ofte på to niveauer. Der sker låneoptagelse i holdingselskabet til brug for delvis finansiering af den oprindelige investering i forbindelse med købet af driftsselskabet. Derudover sker der typisk også låneoptagelse i selve driftsselskabet til den almindelige drift og videreudvikling af selskabet samt til supplerende opkøb af yderligere virksomheder i tilknytning til den oprindelige investering.

I en kapitalfond gælder følgende:

- (i) Der er ikke hæftelse fra AIF'en for det enkelte holdingselskabs forpligtelser og
- (ii) der er ingen krydshæftelse mellem de enkelte holdingselskaber ejet af AIF'en.

Låneoptagelse på holdingselskabsniveau forøger derfor ikke eksponeringen i AIF'en, da der ikke er en hæftelse på AIF'ens niveau. Hæftelsen for gælden ligger alene på holdingselskabsniveau.

Derfor er investorerne i AIF'en fuldt ud beskyttet og eventuelle "dominoeffekter" forhindres. Det vil sige, at den teoretiske situation, hvor et enkelt porteføljeselskabs problemer medfører, at samtlige porteføljeselskaber kommer i uføre, er umulig i en kapitalfond (og også i en venturefond).

På den anden side virker det fornuftigt, hvis og kun hvis AIF'en hæfter for porteføljeselskabets økonomi og dermed er forpligtet til at levere yderligere kapital til holdingselskaber, at denne forpligtelse også medtages som en del af gearingen, da den forøger eksponeringen på fondens niveau. Men dette er som nævnt ikke tilfældet i kapitalfonde (og venturefonde).

I FAIFD og præambelen til FAIFD (punkt 78) er det derfor beskyttelseshensynet, at man skal sikre, at en AIF ikke får en øget eksponering:

*"Kommissionen bør navnlig tillægges beføjelser til at vedtage delegerede retsakter til præcisering af gearingsmetoderne som defineret i dette direktiv, ..., når disse strukturer specifikt er etableret til direkte eller indirekte at skabe gearing på samme niveau som AIF'en."*

Som det fremgår af det understregede fra FAIFD, er beskyttelseshensynet i forbindelse med låneoptagelsen eller gearing, at dette skal finde sted på en måde, der kan medføre krav ift. AIF'en og ikke et lavere niveau (holdingselskab eller porteføljeselskab, jf. figuren ovenfor).

Da AIF'ens forpligtelse i den sædvanlige venture- og kapitalfondsstruktur alene begrænser sig til at foretage et kapitalindskud i holdingselskabet og ikke har nogen yderligere forpligtelse eller hæftelse for den gæld, som holdingselskabet optager til at finansiere købet, er den eventuelle gæld i holdingselskabet uden betydning for AIF'ens eksponering.

Hvis den situation måtte opstå, at holdingselskabet ikke kan betale de lånte midler tilbage, har AIF'en ingen pligt til at foretage yderligere indskud. Dets eksponering er derfor uberørt af en gældsoptagelse på holdingselskabsniveau.

Holdingselskabet optager lånet alene på baggrund af den af AIF'en indskudte kapital og værdien af det eller de selskab(er), der skal købes, samt det cash-flow, som disse selskaber genererer. Dette er den forudsætning, som de långivende banker kender og accepterer, og der stilles således aldrig krav om en støttende garanti fra AIF'en.

#### Direktivteksten

I FAIFD er det hensigten, at der skal gælde forskellige regler for:

- (i) AIF'er, der er af den ikke gearede type, og hvor ingen indløsning kan ske indenfor for de første 5 år (den typiske kapital- og venturefond), og
- (ii) de åbne AIF'er, der har mulighed for gearing (hedgefondslignende enheder). Dette ses eksempelvis i FAIFDs artikel 3.

Hensynet bag denne sondring har været at foretage en forskellig behandling af kapitalfonde og de mere hedgefondslignende strukturer, hvor investeringerne foretages med låneoptagelse eller sikkerhedsstillelse direkte i AIF'en.

Den typiske kapital- og venturefond er af den lukkede type og uden indløsningsmulighed, idet den afvikles efter 10 år, og investorerne ikke kan sælge deres andele tilbage til AIF'en men gerne til andre investorer i eller uden for fonden.

Hvis gearing på holdingselskabsniveau anses for gearing på fondsniveau, vil dette modvirke den omhyggeligt beskrevne forskellige behandling, som Parlamentet og Rådet har gennemført i direktivet for at behandle hedgefonde og kapital- og venturefonde forskelligt.

### DDA

EU kommissionen har kort efter LAIF sendtes i høring offentliggjort sit udkast til niveau 2 regulering. Dette udkast til niveau 2-regulering kan kun forkastes og det kun af enten Rådet eller Parlamentet. Endvidere gælder det, at dette skal ske inden 3 måneder. Sker det *ikke*, er niveau 2 reguleringen gældende i hele EU.

I DDA behandles blandt andet forståelsen af gearing. I artikel 6 (side 42) er det anført, at "exposure" skal forstås i overensstemmelse med artikel 7 i udkastet. Alle de i artikel 7 nævnte eksempler er situationer, hvor der er tale om en juridisk forpligtelse for AIF'en.

Videre er det i artikel 6, stk. 3. (side 42) anført følgende:

*"Exposure contained in any financial or legal structures involving third parties controlled by the relevant AIF shall be included in the calculation of the exposure where the structures referred to are specifically set up to directly or indirectly increase the exposure at the level of the AIF. For AIFs whose core investment policy is to acquire control of non-listed companies or issuers, the AIFM shall not include in the calculation of the leverage any exposure that exists at the level of those non-listed companies and issuers provided that the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF does not have to bear potential losses beyond its investment in the respective company or issuer."*

Sidstnævnte sætning må efter DVCA's opfattelse forstås således, at for forvaltere af kapital- og venturefonde skal gæld på portefølje- og holdingselskabsniveau ikke medregnes i forvalterens gearing, medmindre forvalteren eller fonden er juridisk forpligtet til at dække gælden.

I den sædvanlige situation for en kapitalfond sker AIF'ens investering ved et egenkapitalindskud i et holdingselskab, som beskrevet ovenfor. AIF'en har ikke andre pligter end dette oprindelige kapitalindskud, der svarer til "its investment in the respective company or issuer". I forbindelse med købet af et porteføljeselskab er det alene det dertilhørende holdingselskab som optager et lån (som AIF'en ikke hæfter for eller på anden måde er forpligtet at dække).

I de almindelige kapitalfondsstrukturer er AIF'en ikke forpligtet at stille yderligere kapital til rådighed udover den oprindeligt til holdingselskabet tilførte kapital.

### Delkonklusion vedrørende bestemmelserne om gearing

Det er DVCA's opfattelse, at FAIFD's generelle tekst sammen med FAIFD's præambel 78 og DDA giver tilstrækkelig støtte til, at gearing på AIF-niveau i direktivets forstand ikke skal omfatte låneoptagelse i de holdingselskaber, som AIF'en ejer.

Dette vil have til følge, at lovkommentaren til LAIF (den nuværende side 124) skal ændres til følgende (det gennemstregede fjernes og det understregede er ny tekst):

"I nr. 27 foreslås, at "gearing" defineres som en metode, som forvalteren anvender til at øge eksponeringen af en alternativ investeringsfond, som den forvalter, hvad enten dette sker ved hjælp af lån af kontante midler eller værdipapirer eller gearing indeholdt i derivatpositioner eller ved andre midler.

~~Af præambelens pkt. 78 i FAIF-direktivet fremgår, at det for så vidt angår private equity-fonde og venturekapitalfonde, ikke tiltænkt, at gearing på porteføljeselskabsniveau skal omfattes af begrebet gearing. Begrebet porteføljeselskab kan ikke udvides til at omfatte et eller flere holdingselskaber, der er skudt ind imellem den alternative investeringsfond og de egentlige porteføljeselskaber. Det skyldes, at det af definitionen af gearing fremgår, at gearing er en metode, der øger eksponeringen fonden. Lån optaget i et holdingselskab anses som en sådan metode til at implementere gearing. Gearing på porteføljeselskabsniveau indskrænkes til at omfatte lån, som porteføljeselskabet optager som en del af sin almindelige drift. Almindelig drift anses i denne relation for f. eks. en produktionsvirksomheds indkøb af materialer, finansiering af kredit til kunder eller køb af maskiner. Det kan også være mindre strategiske opkøb af virksomheder, som porteføljevirkomheden kunne have gennemført, selvom fonden ikke havde investeret i selskabet. Hvis holdingselskabet eller fonden stiller garanti for er juridisk forpligtet at dække et lån optaget af porteføljeselskabet eller et holdingselskab under AIF'en, antages det, at sådanne lån medregnes som en del af gearingen. Ikke er en del af den almindelige drift."~~

### Realøkonomiske konsekvenser af ikke at ændre LAIF-loven

Hvis det princip, som den nuværende lovkommentar til LAIF side 124 lægger op, fastholdes, vil det efter DVCA's opfattelse have en række u hensigtsmæssige realøkonomiske følger:

- (i) En række mindre fonde (med anslået mellem EUR 50 mio. og EUR 250 mio. i tilsagt kapital fra investorerne) har ikke på nuværende tidspunkt så mange medarbejdere, at de kan foretage de administrative ændringer som de fonde med tilladelse (jf. § 6 i LAIF) skal have. Derfor vil disse fonde skulle ansætte yderligere medarbejdere til at håndtere denne ekstra regulering – en betydelig omkostningsforøgelse med den følge, at det bliver sværere at opfylde de afkastforventninger, man har påtaget sig i forhold til sine investorer. På sigt er det ikke usandsynligt, at dette medfører, at der bliver etableret færre fonde og dermed færre finansieringsmuligheder for virksomhederne. En uheldig konkurrencesituation for markedet for køb, salg og udvikling af virksomheder. Og problematisk ift. Danmarks Vækst.
- (ii) Denne udvikling vil også have en negativ afsmittende effekt på Dansk Vækstkapital, der netop er sat i verden for at investere i de små fonde, der kan hjælpe med finansieringen af mindre virksomheder. Dansk Vækstkapital anfører på sin hjemmeside følgende:

*"Dansk Vækstkapital investerer i small cap-, mid cap-, venture- og mezzaninkapitalfonde, som herefter investerer i små og mellemstore virksomheder med vækstpotentiale. Virksomheder med behov for kapital skal kontakte fondene direkte for at få del i kapitalen.*

*Dansk Vækstkapital har et bredt investeringsfokus, og fondene kan investere i alle brancher. Formålet med fonden er at skabe flere vækstvirksomheder, men også at levere et konkurrencedygtigt afkast til investorerne. Derfor foretager Dansk Vækstkapital kun kommercielle investeringer i fonde forvaltet af professionelle, private forvaltere med en specialiseret viden om den type virksomheder, de investerer i. Investeringer i fonde kan kun finde sted, hvis der tilføres private midler ud over dem, der kommer fra Dansk Vækstkapital."*

I takt med, at der kommer færre fonde vil det være sværere for Dansk Vækstkapital at kunne opfylde sit formål og få investeringerne spredt tilstrækkeligt. Og dermed vil Dansk Vækstkapital placere en større midler af deres investeringer i udlandet.

- (iii) Danmark vil i givet fald vælge en implementering af AIFM direktivet, der går videre end påkrævet af direktivteksten eller EU-Kommissionens supplerende retsakt, jf. punkt 3.1 i DDA. Dette hæmmer mindre venture- og kapitalfondes evne til konkurrencedygtighed og evne til at tiltrække udenlandsk kapital.

### Samlet konklusion vedrørende bestemmelserne om gearing

Samlet er det derfor DVCAs forslag, at man bør ændre lovkommentaren som angivet ovenfor, sådan at det sikres, at den er afpasset niveauet i udkastet til niveau 2-reguleringen fra EU-Kommissionen.

Hvis EU-Kommissionens endelige forslag måtte blive anderledes end det foreliggende udkast, har Finanstilsynet efter § 6, stk. 4 i LAIF hjemmel til at udstede supplerende regler, der sikrer, at dansk ret er i overensstemmelse med EU-reglerne.

Det er DVCAs opfattelse, at det er mest hensigtsmæssigt, at LAIF og dens kommentarer allerede fra vedtagelsen er så meget som muligt i overensstemmelse med direktivet og EU-Kommissionens implementerende retsakt, sådan at senere tilpasninger undgås. Dette vil også undgå at skabe usikkerhed om de danske regler set i forhold til reglerne i andre lande.

### **3. Bemærkninger vedrørende bestemmelserne om kvalificerede andele**

"Kvalificerede andele" defineres i lovudkastet § 3, nr. 38 som:

*"Direkte eller indirekte besiddelse af en andel i en forvalter, som enten udgør mindst 10 pct. af kapitalen eller stemmerettighederne, jf. reglerne der gennemfører artikel 9 og 10 i direktiv 2004/109/EF, under hensyn til betingelserne for sammenlægning af besiddelsen, jf. reglerne der gennemfører artikel 12, stk. 4 og 5, i det pågældende direktiv, eller som giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på ledelsen af den forvalter, hvori denne besiddelse findes."*

Artikel 9 i det nævnte direktiv er i Danmark gennemført ved Værdipapirhandelslovens § 29, mens artikel 10 og artikel 12, stk. 4 og 5 er gennemført ved §§ 4, 12 og 13 i bekendtgørelse om storaktionærer.

"Kvalificerede andele" anvendes i lovudkastets § 11, stk. 3, nr. 3, § 11, stk. 4, nr. 2 og § 11, stk. 6. Det følger af lovudkastets § 11, stk. 3, nr. 3, at det vil være en betingelse for meddelelse af tilladelse til en FAIF, at

*"ejerne af kvalificerede andele i virksomheden er egnede i forhold til at sikre en fornuftig og forsvarlig drift af virksomheden".*

Bemærkningerne (s. 139) bidrager ikke meget til fortolkningen heraf, men det fremgår, at en ejer f.eks. kan blive vurderet "uegnet", såfremt vedkommende i forbindelse med ejerskab eller ledelse af finansielle virksomheder i øvrigt har vist sig uegnet til at drive finansiell virksomhed.

Det følger videre af den foreslåede § 11, stk. 7, nr. 3, at Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om kravene i § 11, stk. 3, nr. 3. Det fremgår af bemærkningerne (s. 141), at Finanstilsynet ikke i denne henseende forventer at have behov for at udstede flere eller mere detaljerede regler end de, der fastsættes af EU-Kommissionen.

Det følger af lovudkastets § 11, stk. 4, nr. 2, at en ansøgning til Finanstilsynet om tilladelse skal indeholde

*"oplysninger om identiteten af de kapitalejere i virksomheden, som direkte eller indirekte, i egenskab af fysiske eller juridiske personer, besidder en kvalificeret andel af virksomheden, samt størrelsen heraf".*

Det følger endelig af lovudkastets § 11, stk. 6, at

*"enhver fysisk eller juridisk person eller fysiske og juridiske personer, der handler i forståelse med hinanden, der påtænker direkte eller indirekte at erhverve en kvalificeret andel, jf. § 3, stk. 1 nr. 38, i en forvalter, skal*

*på forhånd ansøge Finanstilsynet om godkendelse af den påtænkte erhvervelse. Det samme gælder ved forøgelse af den kvalificerede andel, der medfører, at denne efter erhvervelsen vil udgøre eller overstige en grænse på henholdsvis 20 pct., 33 pct. eller 50 pct. af kapitalen eller stemmerettighederne, eller medfører at forvalteren bliver en dattervirksomhed.”*

Det fremgår ikke af lovudkastet eller af bemærkningerne, hvilke kriterier vil blive anvendt ved anvendelsen af § 11, stk. 6, men DVCA antager, at de vil svare til kriterierne ved anvendelse af § 11, stk. 3, nr. 3. Det bør overvejes at præcisere dette. Det noteres endvidere, at Finanstilsynet i medfør af § 11, stk. 7, nr. 4, kan udstede regler om procedure, krav, tidsfrister m.v. i forbindelse med anmeldelse af erhvervelse af kvalificerede andele, jf. stk. 6.

DVCA forudsætter, at en ejer af en kvalificeret andel vil blive anset for ”egnet”, jf. § 11, stk. 3, nr. 3, medmindre der konkret er anledning til at vedkommende må anses for uegnet til at sikre en fornuftig og forsvarlig drift. DVCA forstår udkastet til bemærkninger i overensstemmelse hermed.

DVCA forudsætter endvidere, at Finanstilsynet ved forvaltningen af godkendelser af overdragelser omfattet af § 11, stk. 6 vil anvende kriterier svarende til kriterierne i § 11, stk. 3, nr. 3.

DVCA forudsætter endelig, at regler udstedt af EU eller Finanstilsynet vedrørende § 11, stk. 3, nr. 3 og § 11, stk. 6 (se lovudkast § 11, stk. 7 og bemærkningerne s. 141) vil være i overensstemmelse med ovenstående.

Ministeriet anmodes om at tage stilling om de konklusioner DVCA i ovenstående har draget, er i overensstemmelse med ministeriets opfattelse.

#### **4. Bemærkninger vedrørende bestemmelserne om lovlige aktiviteter**

DVCA kan konstatere, at lovforslaget på dette punkt er opbygget på samme måde som direktivteksten, hvilket betyder at opremsningen af tilladte aktiviteter fremgår af bilag 1 til lovforslaget.

Kapitalfonde (AIF'er) udøver aktivt og fokuseret ejerskab gennem fremlæggelse, vedtagelse og eksekvering af strategien for porteføljeselskabet i porteføljeselskabets bestyrelse. Kapitalfondene (AIF'en) erhverver som altovervejende regel majoriteten i de selskaber de investerer i. Derigennem opnås kontrol over de strategiske beslutninger i porteføljeselskaberne. Det aktive ejerskab medfører, at forvalteren (på vegne af AIF'en) samarbejder tæt og aktivt med porteføljeselskabets ledelse om udviklingen af porteføljeselskabet.

Venturefonde (AIF'en) investerer i selskaber i selskabernes tidligere faser (udviklingsfaser). I modsætning til kapitalfonde erhverver venturefonde typisk ikke majoriteten i de virksomheder de investerer i. I stedet søger venturefonde at opnå indflydelse ved at sikre sig bestyrelsesrepræsentation (uanset ejerandel) kombineret med en vetoret for væsentlige beslutninger. Igen er forvalteren AIF'ens repræsentant. Endvidere sikres der ofte også visse præferencerettigheder, der typisk består i en fortrinsret til at modtage likvidationsprovenu (også ved exit), udbyttepræference og beskyttelse mod udvanding af ejerandele m.v. Venturefondene agerer – via forvalteren – i et meget tæt samspil med de selskaber, som de investerer i. Selskaberne søger (oftest) ikke alene kapital, men også den viden og de kompetencer, som forvalteren besidder.

Lovforslagets (bilag 1) indeholder brede formuleringer i relation til hvilke aktiviteter en forvalter kan udøve.

DVCAs opfattelse er på den baggrund, at der ikke i lovforslaget er tiltænkt eller indeholdt begrænsninger eller indskrænkninger i forhold til udøvelse af aktivt ejerskab, herunder deltagelse i



bestyrelsesarbejde i porteføljeselskaber, bistand direkte til porteføljeselskaber samt andre aktiviteter relateret til udøvelse af aktivt ejerskab.

Ministeriet anmodes om at tage stilling til, om de konklusioner DVCA i ovenstående har draget, er i overensstemmelse med ministeriets opfattelse.

#### **5. Bemærkninger vedrørende bestemmelserne om depositarer**

Det er DVCA's holdning, at der er et meget begrænset behov for depositarer for venture- og kapitalfonde, der typisk

- (i) Har meget få investeringer,
- (ii) ikke investerer i dematerialiserede værdipapirer, og
- (iii) udelukkende har professionelle investorer.

Finanstilsynets forvaltning af reglerne bør afspejle disse forhold, således at der ikke pålægges venture- og kapitalfonde disproportionale byrder til kravet om en depositar.

Ifølge lovforslagets § 46, stk. 3, kan Finanstilsynet tillade, at en alternativ investeringsfond kan udpege andre virksomheder end kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber som depositar.

DVCA forventer, at de færreste kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber vil være interesserede i at fungere som depositarer for alternative investeringsfonde på vilkår, der giver et rimeligt omkostningsniveau for investorerne.

For at sikre en effektiv konkurrence og rimelig prisdannelse er det efter DVCA's opfattelse derfor vigtigt, at Finanstilsynet også i praksis vil åbne mulighed for, at ikke-finansielle virksomheder kan være depositarer, således at der stilles begrænsede krav til sådanne depositarer som modsvarer det begrænsede behov, der er for en depositar for venture- og kapitalfonde. Sker det ikke, så er vi alvorligt bange for, at der kan opstå en situation, hvor der er meget få udbydere af depositarrollen i Danmark. Og at der i værst fald kan opstå et mono- eller duopol.

Ifølge lovforslagets § 50, stk. 1 og 2, skal depositaren kontrollere den alternative investeringsfonds betalingsstrømme og herunder føre særlig kontrol med betalinger foretaget af - eller på vegne af - investorer i forbindelse med tegning af andele i fonden, og Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler herom, jf. lovforslagets § 60, stk. 1. Disse kontrolforpligtelser bør være begrænsede i forhold til venture- og kapitalfonde, hvilket bør præciseres i enten en bekendtgørelse eller en vejledning efterfølgende.

Lovforslagets § 29, stk. 2-4 indeholder regler for, hvor ofte en alternativ investeringsfonds aktiver skal værdiansættes og den indre værdi pr. andel beregnes. Ifølge lovforslagets § 31 kan en alternativ investeringsfond under visse betingelser udpege sin depositar som ekstern vurderingsekspert til at varetage værdiansættelsen af fonden.

DVCA forstår disse regler således, at for alternative investeringsfonde, der ikke har løbende emission og indløsning af andele og som ikke gennemfører kapitalforhøjelser eller -nedsættelser, er det tilstrækkeligt, at værdiansættelsen af fondens aktiver og beregning af indre værdi sker én gang årligt, forudsat at det er i overensstemmelse med fondens vedtægter eller fondsbestemmelser.

Opsummerende ønsker DVCA således ministeriets og Finanstilsynets holdning til:

- (i) Om ministeriet vil åbne op for, at andre end kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber kan fungere som depositarer.

- (ii) Om Finanstilsynet vil udarbejde en bekendtgørelse eller vejledning for så vidt angår depositarens kontrolforpligtelser i AIF'er, der kun har et begrænset antal betalingsstrømme.
- (iii) Om det forudsættes, at AIF'er, der ikke har løbende emission og indløsning af andele og som ikke gennemfører kapitalforhøjelser eller kapitalnedsættelser, kan nøjes med at beregne værdien af fondens aktiver/indre værdi én gang årligt.

## **6. Bemærkninger vedrørende bestemmelserne om værdiansættelse**

DVCA har generelt set ikke bemærkninger til bestemmelserne i kapitel 6 om værdiansættelse, som i stor udstrækning falder i god tråd med de internationale retningslinjer for Private Equity Principles og International Private Equity and Venture Capital Valuation guidelines, som foreningen har tiltrådt via samarbejdet med EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association). Disse retningslinjer kan ses på hjemmesiden <http://www.privateequityvaluation.com/>

DVCA er af den generelle opfattelse, at i og med foreningens medlemmer oftest investerer i unoterede aktier mv., vil indsigten i investeringen være størst hos forvalterne, og værdiansættelsen vil derfor oftest blive varetaget af forvalteren selv frem for at overlade værdiansættelsen til en ekstern vurderingsekspert.

Forslagets bestemmelser i § 31 om krav til funktionsadskillelse mellem porteføljeplejefunktionen og værdiansættelsesfunktionen finder DVCA stærkt uhensigtsmæssig. For det første er værdiansættelsen i dag foretaget af kapitalfondens CFO med værdifulde input fra investeringsmedarbejdere – ligesom CFO'en tillige ofte også er investeringsmedarbejder selv (dog i mere begrænset omfang).

Kapital- og venturefonde har af hensyn til en stabil investorbase intet motiv til at fordreje eller afgive urigtige oplysninger til investorer og andre eksterne interessenter. DVCA minder i den forbindelse om, at en kapitalfond er et 10-årigt investeringssamarbejde og forvalteren typisk hvert 3-4 år rejser en ny fond (helst med samme investorbase). Samtidig er investeringsmedarbejdere også investorer i fonden.

Dermed er der en afgørende forskel til f.eks. bankers forretningsmodel, hvor ledelsen typisk er funktionæransat med bonusser, hvis det går godt, og har ikke "hånden på kogepladen", hvis det går skidt. Dermed er der en direkte afkobling til investorbasen, som ikke er tilfældet i venture- og kapitalfundsmodellen – her er der "full alignment of interest" og således ikke noget motiv til at "snyde på vægten" i forhold til værdiansættelsen af fondens aktiver.

Endvidere er det vigtigt at notere sig, at værdiansættelsen i en AIF af venture- eller kapitalfondstypen er nyttig, men ikke afgørende vigtig information for ejerne af AIF'en. For dem er "the moment of truth" salgsprovenuet. Dette er ikke tilfældet i andre finansielle virksomheder – fx banker – hvor værdiansættelsen af udlånsporteføljen netop påvirker virksomhedens markedsværdi.

Det er samtidig DVCA's opfattelse, at lovens krav om adskillelse er en udfordring for mange specielt mindre forvaltere og vil fordre yderligere ansættelse af medarbejdere for at opfylde bestemmelsen med højere omkostninger for investorerne til følge. Og dermed et pres nedad på afkast.

Endvidere skal DVCA gøre opmærksom på det proportionalitetsprincip, der flere gange anvendes i direktivet. Der skal derfor henstilles til, at der tillige tages hensyn til praktiske forhold hos især mindre forvaltere ved brug af proportionalitetsprincippet, hvor det kan være vanskeligt fuldt ud at gennemføre en funktionsadskillelse mellem porteføljeplejefunktionen og

værdiansættelsesfunktionen, særligt henset til at disse mindre fonde har en meget begrænset indflydelse på systemiske og andre risici, som er hele baggrunden for FAIFD.

Endvidere skal DVCA gøre opmærksom på, at foreningens holdning til dette område forstærkes, såfremt ministeriet ikke imødekommer DVCA's kommentarer i forbindelse med bemærkningerne om gearing ovenfor.

Det er derfor samlet set ønskeligt, at FAIFD's bestemmelser implementeres så lempeligt som muligt, herunder at der kan overvejes at anvende en speciel valgt komite til at overvåge værdiansættelsen. DVCA bidrager gerne til udarbejdelse af en sådan model i samarbejde med ministeriet.

I og med det er DVCA's vurdering, at værdiansættelsen oftere vil ske hos forvalteren end hos en ekstern vurderingsekspert for den type investeringer, som foreningens medlemmer varetager, er det af afgørende betydning, hvorledes den foreslåede bestemmelse i § 35 skal finde anvendelse. Foreningen forstår bemærkningerne til bestemmelsen således, at det kun er i de tilfælde, hvor der skabes tvivl om lødigheden af den foretagne værdiansættelse eller det er tvivlsomt, hvorvidt den krævede uafhængighed efter den foreslåede funktionsadskillelse i § 31 stk. 3 har været til stede, at Finanstilsynet kan kræve værdiansættelsesprocessen eller værdiansættelsen verificeret af en uafhængig vurderingsekspert/revisor.

I og med forvalteren skal aflægge reviderede årsregnskaber for de fonde, der forvaltes, kan bestemmelsen umiddelbart virke unødigt og overflødig, da værdiansættelsesprocessen samt værdiansættelsen i forvejen må formodes at være underlagt en grundig revision og verifikation fra fondenes uafhængige revisorer.

Foreningen ser frem til kommentering af de regler, som Finanstilsynet i medfør af § 37 skal fastsætte for procedurer for værdiansættelse af aktiver og beregning af den indre værdi pr. andel, herunder hyppigheden af værdiansættelsen. DVCA henviser i den forbindelse til bemærkningerne ovenfor om depositarer:

*"DVCA forstår disse regler således, at for alternative investeringsfonde, der ikke har løbende emission og indløsning af andele og som ikke gennemfører kapitalforhøjelser eller -nedsættelser, er det tilstrækkeligt, at værdiansættelsen af fondens aktiver og beregning af indre værdi sker én gang årligt, forudsat at det er i overensstemmelse med fondens vedtægter eller fondsbestemmelser"*

## **7. Bemærkninger vedrørende bestemmelserne om risikostyring, compliance, due diligence mv.**

DVCA har generelt set ikke bemærkninger til bestemmelserne i § 24 om risikostyring, men har en række kommentarer til fortolkning af bestemmelserne, herunder specielt funktionsadskillelsen.

DVCA ønsker at påpege, at forvalterens operationelle aktiviteter for fonden på mange punkter adskiller sig væsentligt fra en finansiel virksomheds operationelle aktiviteter inden for asset management kunder. Derfor er det vigtigt, at afgrænsning af operationelle aktiviteter (i forhold til risikostyring) ikke bliver for bred, men at der primært er fokus på, at porteføljemanagement skal være adskilt fra risikostyringskontroller.

Forvalterens aktiviteter kan være meget forskelligartede og omfatte f.eks. regnskabsføringstjenester (for AIF'erne, der administreres), administration af fast ejendom, værdi- og prisfastsættelse, herunder selvangivelse mv. Det er DVCA's opfattelse, at flere af disse aktiviteter vil kunne kræve involvering fra både investeringsmedarbejdere og risikostyringsfunktionen. Det er DVCA's opfattelse, at investeringsafdelingen bør kunne være involveret i disse opgaver, uden at funktionsadskillelsen er kompromitteret.

Det samme gælder aktiviteter som håndtering af handlernes afvikling og udarbejdelse af rapporter til kunderne, hvor både risikostyringsfunktion og den operationelle enhed hos en forvalter af AIF'er vil være involveret. På dette punkt adskiller forvalterens aktiviteter sig fra en del af de finansielle virksomheder, hvor der ikke må ske handelsafvikling og rapportering i den operationelle funktion. Handlers afvikling for en AIF sker ikke som en enkeltstående handling, men er typisk et længere forløb med signing og closing, der involverer en del forhandling, og derfor ikke vil kunne varetages af risikostyringsfunktionen alene. Rapportering til AIF'ernes ejere er typisk fastlagt i aftalen ejerne imellem. DVCA finder det afgørende, at både investeringsmedarbejdere og risikostyringsfunktionen kan være involveret, uden at funktionsadskillelsen dermed er kompromitteret.

#### Mindre organisationer, proportionalitetsprincippet mv.

Hos mindre forvaltere kan opretholdelse af en fuldstændig funktionsadskillelse kræve uforholdsmæssigt store investeringer og ændrede organisations- og referenceforhold, f.eks. under ferie og sygdom.

Det er afgørende for DVCA, at der i implementeringen af bestemmelserne om risikostyring henvises til det generelle proportionalitetsprincip. Med andre ord at der kan etableres en risikostyringsfunktion, som er passende for forvalterens størrelse, den interne organisation, aktiviteterens art, formål og kompleksitet. DVCA foreslår, at Finanstilsynet ved implementeringen præciserer, at risikostyringsfunktionen også kan udføre andre aktiviteter end risikostyring, forudsat at de pågældende ikke kontrollerer sig selv. Dette princip gælder også for mindre finansielle virksomheder, og DVCA's holdning er, at forvaltere af AIF'er på dette punkt ikke bør stilles ringere end andre finansielle virksomheder.

Da kapital- og venturefonde har en meget lang løbetid (typisk 10 år) og fungerer med begrænsede muligheder for at lukke ned før tid, er det afgørende, at forvaltere har mulighed for at kunne håndtere princippet om funktionsadskillelse fleksibelt i slutningen af AIF'ens levetid, hvor aktiviteterne i AIF'en typisk er meget begrænsede og forvalterens management fee (betaling af AIF'ens investorer for administration af AIF'en) tilsvarende er meget begrænset.

#### Krav om due diligence

Det er vigtigt for DVCA at påpege, at due diligence vil være en del af de operationelle aktiviteter og ikke en løsrevet proces fra porteføljeplejefunktionen.

DVCA ønsker desuden at gøre opmærksom på, at der kan være stor forskel på gennemførelse af due diligence i små henholdsvis store virksomheder. For store virksomheder vil der typisk være flere tilgængelige oplysninger og mere tilgængeligt dokumentation. DVCA lægger vægt på, at der ikke stilles krav, som er vanskeligere at opfylde ved køb af relativt mindre virksomheder, da det vil have en negativ effekt for danske forvaltere. Der bør derfor gives mulighed for, at porteføljeselskabets størrelse, aktivitet mv. kan have betydning omfanget for due diligence.

Danske forvaltere af en AIF vil også kunne være bundet aftaleretligt i forhold til investorerne i AIF'en. Begrænsningerne kan være at følge en bestemt proces i forbindelse med gennemførelse af investeringer, herunder at holde sig inden for et vist omkostningsniveau. Det er et sædvanligt branchevilkår, at AIF'en afholder omkostninger til due diligence (i hvert fald for investeringer som gennemføres). Det er DVCA's opfattelse, at AIF'erne frit bør kunne aftale sådanne forhold, og at AIF'erne ikke skal forpligtes til at bruge af investorernes commitment til gennemførelse af due diligence. Det er derfor DVCA's anbefaling, at kravene må stå tilbage for eventuelle særlig aftalte due diligence forhold.

### **8. Bemærkninger vedrørende årsrapport for alternative investeringsfonde og forvalterens oplysningsforpligtelser overfor investorerne**

Danske investeringsfonde er som det fremgår af bemærkningerne allerede pligtige til at aflægge en årsrapport, hvilket ofte sker i medfør af årsregnskabsloven. En mere retvisende overskrift til kapitel 9 ville derfor have været "supplerende regnskabsinformation for alternative investeringsfonde". Det skal foreningen anmode om bliver ændret.

I forhold til de nuværende krav til den officielle årsrapport aflagt efter årsregnskabsloven stiller den foreslåede § 61 stk. 3 nr. 4 - 6 krav til offentliggørelse af supplerende regnskabsinformationer. En stor del af disse informationer, herunder især de i § 61 stk. 3 nr. 4 nævnte ændringer til de i §§ 62, 64 og 65 omhandlede oplysninger, har hidtil været givet til fondenes investorer i såkaldte "interne regnskaber" eller "investorrapportering", som foreningens medlemmer har forpligtet sig til at give til fondenes investorer i medfør af "IPEV: Investor-reporting guidelines".

DVCA forstår de foreslåede bestemmelser således, at de ændringer i de pågældende informationer efter §§ 62, 64 og 65 fortsat kan gives separat i forhold til den officielle årsrapport, og dermed kan den praksis som hidtil har været anvendt af foreningens medlemmer fortsætte.

DVCA medvirker endvidere meget gerne med kommentering på udformningen af nærmere regler for årsrapportens indhold om form, når Finanstilsynet skal fastsætte nærmere regler herom, så reglerne bliver afpasset de særlige forhold, der gælder inden for kapital- og venturefonds området.

#### **9. Bemærkninger vedrørende kapitel 12**

I stedet for den i Danmark noget uheldige betegnelse "selskabstømning", som henleder opmærksomheden på den økonomiske kriminalitet, der foregik i starten af 90'erne, foreslås det, at overskriften til kapitel 12 ændres til "Regler om udlodning ved opnåelse af kontrol over et selskab" eller "Udlodningsbegrænsning".

Kapital- og venturefonde i Danmark har til dato aldrig og vil forhåbentlig heller aldrig blive involveret i sager om økonomisk kriminalitet.

#### **10. Bemærkninger vedrørende forvalterens selskabsretlige organisering**

I henhold til § 7 i LAIF skal forvaltere af alternative investeringsfonde være organiseret som aktieselskaber. DVCA kan ikke i bemærkningerne til LAIF finde støtte til, hvorfor dette krav stilles. I FAIFD fastlægges det udelukkende i artikel 5, at:

*"Denne FAIF er enten en ekstern forvalter, som er den juridiske person, der er udpeget af AIF'en eller på vegne af AIF'en, og som i kraft af denne udpegelse er ansvarlig for at forvalte den («ekstern FAIF») eller hvis AIF'ens retlige form tillader intern forvaltning, og AIF'ens ledelsesorgan vælger ikke at udpege en ekstern FAIF, AIF'en selv, der herefter meddeles tilladelse som FAIF.*

Der er med andre ord ikke krav i direktivet om hvilken juridisk form en forvalter skal have. Ministeriets formulering er dermed et udtryk for en klar dansk overimplementering af direktivets tekst.

I Danmark findes der en del forskellige organiseringer af forvalterne af venture- og kapitalfondene. Nogle er aktieselskaber, andre er anpartsselskaber eller kommanditselskaber. Alle disse selskabsformer er nøje afstemt og valgt ud fra fondenes aktuelle behov og tiltrådt af investorerne.

Såfremt forslaget stilles med baggrund i et ønske om, at Finanstilsynet eller andre interessenter får adgang til eller modtager oplysninger, som ikke modtages eller gøres tilgængelig for Finanstilsynet eller andre interessenter i andre selskabsformer, er DVCA villige til at deltage i formuleringen af lovparagraffer, der måtte opfylde dette formål idet eventuelle soliditetskrav er dækket af den foreslåede § 16. Men DVCA mener ikke, at valgfriheden med hensyn til organiseringsform skal fjernes.

## **11. Bemærkninger vedrørende anmeldelsesfrist i lovens § 10**

I henhold til § 10, stk. 1 i LAIF skal en forvalter af alternative investeringsfonde inden for 30 kalenderdage søge om tilladelse af Finanstilsynet, når de aktiver, som forvalteren forvalter, overstiger de i § 6, stk. 1. nævnte grænser. § 10, stk. 1 implementerer artikel 3, stk. 3., litra e. i FAIFD og artikel 3 stk. 3. i direktivet.

Venture- og kapitalfonde investerer i unoterede aktiver, hvorfor dagsværdien af aktiverne er ukendt. I primært venturefondsbranchen (men også noget sjældnere forekommende i kapitalfondsbranchen) kan der være enkeltsselskaber i porteføljen, som pludseligt får et gennembrud og dermed bliver mange penge værd. Et eksempel på et sådant selskab kunne være Skype, Spotify eller Facebook – men mindre kan også gøre det for at komme over grænserne i LAIF § 6, stk. 1. Det kan være vanskeligt at vurdere selskabets værdi – måske sker det endda først i forbindelse med salgssituationen af selskabet, at man bliver opmærksom på, at selskabets værdi er kommet over grænseværdien. En forvalter kan dermed uforvarende komme til at overtræde bestemmelsen i § 10.

I DDA er der delvist taget stilling til denne situation. Således påpeges det på side 40 i DDA, at:

- (i) *The AIFM shall assess situations where the total value of assets under management exceeds the relevant threshold in order to determine whether or not they are of a temporary nature.*
- (ii) *Where the total value of assets under management exceeds the relevant threshold and the AIFM considers that the situation is not of a temporary nature, the AIFM shall notify the competent authority without delay stating that the situation is considered not to be of a temporary nature and shall seek authorization within 30 calendar days in accordance with Article 7 of Directive 2011/61/EU.*
- (iii) *Where the total value of assets under management exceeds the relevant threshold and the AIFM considers that the situation is of a temporary nature, the AIFM shall notify the competent authority without delay, stating that the situation is considered to be of a temporary nature. The notification shall include supporting information to justify the AIFM's assessment of the temporary nature of the situation, including a description of the situation and an explanation of the reasons for considering it temporary.*
- (iv) *A situation shall not be considered of a temporary nature if it is likely to continue for a period in excess of three months.*

DVCA finder derfor, at det bør præciseres i LAIF, at en manglende ansøgning til Finanstilsynet – som følge af en undervurdering af et aktivs værdi, der ikke er et resultat af ond tro hos forvalteren, ikke bør konstituere en overtrædelse af bestemmelserne i § 10.

Bestemmelserne vedrørende ansøgning om tilladelse til at forvalte alternative investeringsfonde i § 11 er ganske omfattende - specielt med hensyn til de organisatoriske krav, som det også fremgår af dette høringsvar.

DVCA ønsker endvidere afklaret, om et formelt brev til Finanstilsynet, hvori man ønsker at ansøge om tilladelse – men at ansøgningen er åbenlys ufuldstændig - afbryder 30-dagsreglen gengivet i § 10, stk. 1.

Denne situation aktualiseres af følgende ret ofte forekommende situation i vores verden. En venturefond har ifølge sin sidste værdiansættelse opgjort værdien af aktiverne til 450 mio. euro og er dermed klart fri af grænsen på 500 mio. euro. Fonden er ikke gearet. Imidlertid går en exitproces af et selskab så godt, at værdien af porteføljeselskab er 75 mio. euro højere end forudsat i seneste

værdiansættelse. Værdien af porteføljen er dermed 525 mio. euro (450 mio. euro + 75 mio. euro). Men desværre går budprocessen i stå og købere af selskabet trækker følehornene til sig. Med mindre, at selskabet sælges inden for tre måneder til anden side vil fonden dermed overskride grænserne i LAIF § 6, stk. 1. og ville skulle have tilladelse. Men det er helt umuligt at opfylde samtlige krav for at imødegå tilladelseskravene i § 11 på 3 måneder.

Derfor er det vigtigt at vide, hvordan denne problemstilling løses.

#### **12. Bemærkninger vedrørende offentliggørelse af enkeltindviders samlede vederlag**

I henhold til § 22, stk. 3 i LAIF skal forvalteren i årsrapporten offentliggøre det samlede vederlag for hvert enkelt medlem af ledelsen, som vedkommende som led i dette hverv har modtaget fra forvalteren i det pågældende regnskabsår, og som vedkommende i samme regnskabsår har modtaget som medlem af ledelsen i en virksomhed inden for samme koncern.

Med denne formulering går ministeriet langt videre end såvel FAIFD som den politiske aftale om forsvarlig aflønning i den finansielle sektor. I sidstnævnte står udelukkende:

*"Det indføres som et krav for finansielle virksomheder, at det skal oplyses i årsrapporten, hvor stor den samlede aflønning er for direktionen, bestyrelsen og andre væsentlige risikotagere, fordelt på fast og variabel løn, samt antallet af modtagere."*

Derimod er § 22, stk. 3 i overensstemmelse med punkt 6.2.3. i de seneste opdaterede retningslinjer fra komiteen for god selskabsledelse, hvori der står:

*"Det anbefales, at der i års-/koncernregnskabet gives oplysning om det samlede vederlag, hvert enkelt medlem af det øverste ledelsesorgan og direktionen modtager fra selskabet og andre selskaber i koncernen, og at der redegøres for sammenhængen med vederlagspolitikken."*

Men det skal huskes, at disse retningslinjers basis netop er "Følg eller Forklar – princippet". Det er dermed ikke et lovkrav til børsnoterede virksomheder, at de skal rapportere om § 22, stk. 3. Dermed mener DVCA heller ikke, at det bør være et lovkrav, at DVCA's medlemmer skal oplyse om vederlag på individniveau.

DVCA er dog indforstået med, at der skal tages stilling til problemstillingen i årsrapporten.

DVCA udbeder sig endvidere statistik om, hvor mange børsnoterede selskaber, der opfylder punkt 6.2.3 i retningslinjerne fra komiteen for god selskabsledelse.

Ministeriet anmodes om at tage stilling til, om de konklusioner DVCA i ovenstående har draget, er i overensstemmelse med ministeriets opfattelse.

#### **13. Bemærkninger vedrørende adgang uden retskendelse.**

I henhold til § 160, stk. 2 i LAIF kan Finanstilsynet til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse få adgang til en forvalter af alternative investeringsfonde og dens filialer med henblik på indhentelse af oplysninger og ved inspektioner.

Uanset at denne hjemmel udelukkende kun kan bruges i tilsynsøjemed og ikke i forbindelse med en begrundet mistanke om en strafbar overtrædelse af den finansielle lovgivning, hvor retsplejelovens regler gælder, så finder DVCA bestemmelsen overordentlig retssikkerhedsmæssig betænkelig. Enhver adgang bør kun kunne tiltvinges gennem en retskendelse.

Baggrunden for denne holdning er, at det er DVCA's opfattelse, at effekten af Finanstilsynets inspektioner ligger i, at varslingen af besøgene gør forvalteren opmærksom på, at tingene skal være bragt i orden. Senest dagen før tilsynsdagen.

Heraf følger efter foreningens opfattelse, at lovgivningen på området bør foreskrive, at Finanstilsynet kun bør kunne tiltvinge sig adgang med baggrund i en retskendelse, men at forvalterens afslag i sig selv udgør en begrundet mistanke om manglende efterlevelse af LAIF.

Vælges dette regime, vil en forvalter således være opmærksom på, at nægtes Finanstilsynet adgang, så vil Finanstilsynet samtidig være ekstraordinært nidkær i sin gennemgang og at det er overordentligt sandsynligt, at kendelsen gives Finanstilsynet – idet forvalterens oprindelige afslag begrundet en mistanke om manglende efterlevelse.

På den anden side giver afslaget om adgang fra forvalterens side også forvalteren mulighed for, at forvalteren selv af egen drift kan få bragt tingene i orden inden Finanstilsynet møder op med en kendelse.

At ministeriet i loven har overført bestemmelserne fra den øvrige finansielle lovgivning er for DVCA ikke relevant.

#### **14. Bemærkninger vedrørende fit-and proper bestemmelserne.**

I henhold til § 167, stk. 3 kan Finanstilsynet påbyde en forvalter af en alternativ investeringsfond at afsætte et medlem af direktionen, såfremt der er rejst tiltale mod vedkommende i en straffesag om overtrædelse af straffeloven, LAIF eller anden finansiell lovgivning, hvis domfældelsen vil betyde, at medlemmet ikke mere kan varetage sit hverv eller stilling på betryggende måde.

DVCA er meget enig i, at domfældelse efter ovenstående lovgivning kan medføre, at et medlem er uegnet til at sidde i ledelsen af en forvalter af en alternativ investeringsfond. Finanstilsynet går dog videre end dette, idet tilsynet får bemyndigelsen allerede ved tiltale. Tilsynet siger i bemærkningerne til LAIF, at hensynet bag bestemmelsen er de bagvedliggende hensyn til de forvaltede fonde og almindelige samfundsinteresser.

DVCA finder det uacceptabelt, at straffen – fjernelsen og muligheden for at foretage forvaltningen af en alternativ investeringsfond – allerede falder ved tiltale og håber, at ministeriet besinder sig og dermed ikke indfører en sådan bestemmelse.

Det er en retssikkerhedsmæssig glidebane, som DVCA ikke kan støtte. At ministeriet i loven har overført bestemmelserne fra den øvrige finansielle lovgivning er for DVCA ikke relevant.

Derudover kan DVCA oplyse, at det er international standard i aftalevilkårene mellem forvalteren af de alternative investeringsfonde og investorerne, at investorerne med et kvalificeret flertal har mulighed for at udskifte forvalteren. Dette vil som oftest ske, hvis en person i ledelsen ikke trækker sig frivilligt fra sin post i fald, der rejses tiltale om overtrædelse af straffeloven, LAIF eller anden finansiell lovgivning.

#### **15. Bemærkninger vedrørende afgifter**

I henhold til kapitel 26 i LAIF skal DVCA's medlemmer betale afgifter til Finanstilsynet for Finanstilsynets regulering af DVCA-medlemmer. Jf. denne bestemmelse skal DVCA medlemmer betale 10,5 promille til Finanstilsynet af deres omkostninger til løn, provision og tantieme.

DVCA betragter det overordnet set som en uskik, at man betaler for at komme under tilsyn. Specielt fordi DVCA's medlemmer aldrig har bedt om at komme under tilsyn. Vi mener derfor



principielt set, at da det er Folketinget, der beslutter at indføre LAIF i Danmark, så bør Folketinget også selv finde midlerne til at afholde Finanstilsynets udgifter til tilsynet.

Et andet spørgsmål er imidlertid, hvorfor det lige er bestemmelserne vedrørende afgifter for investeringsforvaltningsselskaber, der skal gælde for DVCA's medlemmer? Der er en mængde af forskellige afgiftssatser i kapitel 22 i Lov om Finansiell Virksomhed – langt over 30. DVCA foreslår i den forbindelse, at forvaltere af alternative investeringsfonde betaler afgiften for finansielle holding-virksomheder.

#### **16. Yderligere bemærkninger**

I såvel venture- som kapitalfonde i Danmark er der tradition for at have advisory-boards. Disse rådgivningsorganer er ofte forbundet med et krav fra forvalteren om co-investering i fonden.

Mange af disse personer vil i UCITS-forstand være detail-investorer – men professionelle i forhold til fondens investeringsfelt og dermed fuldt ud klar over de risici, der er forbundet med at co-investere i fonden. Deraf navnet "special LPs".

DVCA ønsker afklaring af, hvordan disse "special LPs" skal behandles i markedsføringsmæssigt henseende.