



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

20. juni 2013

AIFMD – høringsuttalelse

1. Innledning

Norges Fondsmeglerforbund (NFMF) viser til høringsbrev datert 21. mars 2013, hvor det inviteres til høringsinnspill.

Innledningsvis vil vi bemerke at utkastet til norsk implementering gjennomgående fremstår som godt og gjennomtenkt.

Flere av NFMFs medlemmer vil berøres av de nye reglene primært ved at de vil fungere som tilretteleggere ved innhenting av kapital for kunder og eller ved utførelse av transaksjoner i forbindelse med disse investeringer. En del av de selskaper det vil være aktuelt å innhente kapital for vil falle innenfor den nye lovens ramme, eksempelvis vil dette gjelde for en del spesialfond, aktive eierfond ("Private Equity fond) og "hedgefond".

Våre medlemmer har også oppdrag med kapitalinnhenting og utførelse av transaksjoner for det samlede norske (og internasjonale) næringsliv. Disse vil i all hovedsak vil være uberørt av de nye reglene. NFMFs medlemmer berøres imidlertid dels gjennom sine løpende oppdrag for eksisterende strukturer, dels gjennom tilretteleggervirksomheten for nyetableringer.

NFMF ønsker å presentere sitt syn på grensedragningen med hensyn til hvilke eierkapitalformer i næringslivet som omfattes av de nye reglene og ikke. NFMF erfarer at høringsnotatets behandling av ulike strukturer synes tatt til inntekt for konklusjoner vi mener verken er trukket, eller bør fattes på generelt grunnlag. Høringsuttalelsen tar også opp enkelte forhold vedrørende depotfunksjonen, markedsføring, kapitalkrav, overgangsregler og skatt.

2. Grensedragningen mellom AIF og andre eierkapitalformer

Det fremgår av direktivets fortale (6) at dets virkeområde er begrenset til de enheter hvis forretningsmessige virksomhet består i å forvalte alternative investeringsfond. Slik vi oppfatter det, er det særlig tre former for kollektive investeringsstrukturer som har stått i fokus, nemlig investeringsfond som faller utenfor UCITS (også omtalt som non-UCITS fond, nasjonale fond eller spesialfond), aktive eierfond samt "hedge fond". Det er ikke fondene som sådan som er gjenstand for regulering, men deres forvalter. Det tradisjonelle utgangspunktet er at disse fondene har passive eiere og styres av en ekstern forvalter. Ettersom mange av disse fondene er organisert som "lukkede" eierstrukturer med egne organer, har man imidlertid valgt også å regulere såkalte "interne forvaltere". Også ordinære kommersielle

selskaper vil (må) ha interne forvaltningsorganer, og det er derfor viktig å skille mellom de alternative investeringsfond hvis interne eller eksterne forvalter er gjenstand for regulering, og andre næringsdrivende selskaper som ikke omfattes av bestemmelsene.

Den foreslåtte definisjonen av alternative investeringsfond følger av utkastet § 1-2 nr. 1, som lyder slik:

Alternativt investeringsfond: innretning for kollektiv investering som innhenter kapital fra et antall investorer med sikte på å investere kapitalen i henhold til en konkret investeringsstrategi til fordel for investorene, som ikke er et UCITS, jf. verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 4.

Definisjonen er i tråd med direktivets artikkel 4 (a).

ESMA har i sin rapport av 24. mai 2013 gitt retningslinjer ("Guidelines") for forståelsen av denne definisjonen.

12. The following characteristics, if all of them are exhibited by an undertaking, should show that the undertaking is a collective investment undertaking mentioned in Article 4(1)(a) of the AIFMD. The characteristics are that: (a) the undertaking does not have a *general commercial or industrial purpose*; (b) the undertaking pools together capital raised from its investors for the purpose of investment with a view to generating a *pooled return* for those investors; and (c) the unitholders or shareholders of the undertaking – as a collective group – have no *day-to-day discretion or control*. The fact that one or more but not all of the aforementioned unitholders or shareholders are granted *day-to-day discretion or control* should not be taken to show that the undertaking is not a collective investment undertaking.

Disse begrepene er igjen definert slik av ESMA:

general commercial or industrial purpose - the purpose of pursuing a business strategy which includes characteristics such as running predominantly i) a commercial activity, involving the purchase, sale, and/or exchange of goods or commodities and/or the supply of non-financial services, or ii) an industrial activity, involving the production of goods or construction of properties, or iii) a combination thereof.

pooled return - the return generated by the pooled risk arising from acquiring, holding or selling investment assets – including the activities to optimise or increase the value of these assets – irrespective of whether different returns to investors, such as under a tailored dividend policy, are generated.

day-to-day discretion or control a form of direct and on-going power of decision – whether exercised or not – over operational matters relating to the daily management of the undertakings' assets and which extends substantially further than the ordinary exercise of decision or control through voting at shareholder meetings on matters such as mergers or liquidation, the election of shareholder representatives, the appointment of directors or auditors or the approval of annual accounts.

Når det gjelder forståelsen av begrepet "general commercial or industrial purpose" har ESMA gitt ytterligere retningslinjer – både helt generelle, og gjennom ikke-bindende eksempler.

Retningslinjen i (c) bør etter vårt syn også ses i lys av at direktivet regulerer intern/ekstern forvaltning i betydningen *porteføljeforvaltning og risikostyring*, jf. lovforslaget § 1-2 og direktives annek 1 nr. 1 a) og b). Forvaltning av et fond eller annet selskap vil omfatte mange oppgaver, og det er særlig der kapitaleierne har satt bort den daglige porteføljeforvaltning og risikostyring, at man har en god indikasjon på at det er et alternativt investeringsfond.

Lovforslaget introduserer et omfattende regelverk for de forvaltere som omfattes, med krav til konsesjon og tilsyn og med detaljerte krav til hvordan virksomheten skal drives.

Grensedragningen mellom alternative investeringsfond (AIF) og andre eierformer blir derfor svært viktig, ikke minst fordi interne forvaltere omfattes. Alle selskaper/eierformer har interne styringssystemer ("corporate governance" i den opprinnelige betydningen av begrepet). Satt litt på spissen vil en hel "flora" av næringsdrivende selskaper bli underlagt konsesjonskrav og tilsyn m.m. dersom grensen ikke trekkes presist og korrekt. Avgrensningen vil ikke alltid være like lett, men ESMA's retningslinjer gir etter vårt syn grunnlag for en hensiktsmessig og god grensedragning.

Arbeidsgruppen har naturlig nok fokusert mest på de fond som har stått sentralt i direktivprosessen. Dette er verdipapirfondene og PE fondene, som er fylldig omtalt i rapportens kapittel 3.1 og 3.2, mens enkelte andre strukturer er tatt med i kapittel 3.3 under

tittelen "andre typer alternative investeringsfond". Her omtales hedge fond, infrastrukturfond og feeder-fond. Våre merknader knytter seg i første rekke til punkt 3.3.3 og 3.3.5.

I punkt 3.3.3 med tittelen "Eiendomsfond" sies følgende.

Eiendomsfond er en betegnelse som primært brukes for å beskrive kollektive investeringer i fast eiendom hvor det investeres i en portefølje av eiendommer eller eiendomsselskaper. Kollektive investeringer som foretas gjennom et selskap som erverver én enkeltstående eiendom ("single asset" struktur) betegnes som eiendomssyndikater. Eksponering mot markedet for fast eiendom kan oppnås på forskjellige måter. Hovedalternativene er på den ene siden å investere direkte i eiendomsrettigheter til fast eiendom, og på den andre siden investering i aksjer eller eierandeler i selskaper som eier én eller flere eiendommer. I det følgende benyttes begrepet eiendomsfond som en samlebetegnelse på selskapsstrukturer som investerer direkte i eierrettigheter til fast eiendom eller eierandeler i selskaper som har som eneste formål å eie en eller flere eiendommer.

Fast eiendom har tradisjonelt vært et populært investeringsobjekt for flere kategorier av investorer. Aktører i det institusjonelle markedet har søkt langsiktig og stabil avkastning innenfor næringseiendom. Eiendomsfond har også vært et betydelig investeringsobjekt i det private investeringsmarkedet. Innenfor dette segmentet har det også blitt investert i hotell- og fritidseiendommer og andre typer eiendomsobjekt. Eiendomsrettigheter til fast eiendom og unoterte andeler i rene eiendomsselskaper har gjerne lav likviditet. Norske eiendomsfond ofte organisert som aksjeselskap, kommandittselskap eller indre selskap (...).

For eiendomsfond organisert som aksjeselskap vil styringsdokumentene bestå i selskapets vedtekter og en aksjonæravtale mellom aksjonærene og selskapet. I tillegg vil selskapets prospekt (eller PPM) innebære begrensninger for selskapets virksomhet. For eiendomsfond organisert som kommandittselskap eller indre selskap vil styringsdokumentene være de samme som for aktive eierfond, og bestå av selskapsavtale og PPM. Eiendomsfond organisert som aksjeselskaper vil ofte markedsføres på grunnlag av et prospekt eller et PPM dersom markedsføringen kan skje uten krav til utarbeidelse av prospekt.

I punkt 3.3.5 "Annet" sies så følgende:

Alternative investeringsfond omfatter også andre typer fond enn de som er nevnt over. Det kan være fond som investerer i mer «eksotiske» aktiva som for eksempel vin, klassiske biler, skog og direkte i råvarer. Slike fond er nisjeprodukter, og har tradisjonelt ikke hatt noe bredt nedslagsfelt.

En mer vanlig aktivaklasse er skip og oljeinstallasjoner. I Norge var det tidligere vanlig å organisere kollektive investeringer i skip gjennom kommandittselskaper. Dette skjer nå gjerne i form av indre selskaper. Slike selskaper vil typisk ha som formål å erverve og drifte, eller selge skip etter rådgivning fra et rederi eller andre med særlig kompetanse innenfor shipping. Shippingfond og skipssyndikater tilrettelegges i et ikke ubetydelig omfang i det norske markedet. Disse strukturene har store fellestrekk med eiendomsfond og syndikater. Fond av denne typen vil normalt være organisert og bli markedsført på samme måte som aktive eierfond, men har tradisjonelt vært rettet mot bredere investormarkeder enn det institusjonelle.

Etter vårt syn vil flere av de eierkapitalstrukturer som omtales i disse avsnittene i mange tilfeller falle utenfor definisjonen av AIF. Våre merknader i så måte knytter seg i første rekke til det som er omtalt som "syndikering", såkalt prosjektfinansiering gjennom "single asset selskaper" ("SPV'er).

Spesielt innenfor shipping har dette lang historikk, og er en svært viktig finansieringskilde for norske rederier og riggeiende selskaper. Vi har fått opplyst at de fire største aktørene i dette markedet (RS Platou Finans, Fearnley Finans, NRP Finans og Pareto Project Finance) i 2005-2012 etablerte syndikater for ca. NOK 75,2 milliarder innenfor shipping, hvorav NOK 27 milliarder var i form av egenkapital og ca. NOK 48 milliarder fremmedkapital. Dette har bl.a. finansiert mange nybygg på norske verft og har gitt en betydelig økt virksomhet for norske rederier og riggselskaper. Også innenfor eiendomssektoren er syndikater en svært viktig finansieringsform, og har de senere år stått for ca 20 % av omsetningen av næringseiendom. I

lys av de utfordringer banksektoren står ovenfor, er det grunn til å tro at tilgangen på slik prosjektfinansiering vil bli enda viktigere i årene fremover.

Norges Fondsmeglerforbund mener derfor det er viktig at norsk praktisering av grensdragningen mellom AIF'er og andre selskapsformer løpende skjer i tråd med ESMA's retningslinjer og praktiseringen i andre EØS-land. Det ville være svært lite heldig for norsk næringsliv dersom man i Norge skulle legge en bredere forståelse av hva som favnes av definisjonen AIF enn hva som ellers legges til grunn. Vi viser til at strukturer underlagt nasjonal implementering av AIFMD vil være underlagt en rekke legale krav – både vedrørende forvaltningen og ved markedsføringen. Den viktigste konsekvensen er at hvert prosjektselskap enten måtte søke konsesjon som forvalter, eller oppgi hele eller deler av sin nåværende eierkontroll ved å inngå avtale med en ekstern forvalter med konsesjon (se nærmere nedenfor).

Videre vil de krav som stilles til markedsføringen av AIF'er, med krav til offentlig forhåndsgodkjennelse av hvert enkelt selskap dersom det skal skje tegning fra ikke-profesjonelle investorer, nokså effektivt medføre at prosjektfinansiering i sin nåværende form ikke lenger vil være mulig. Investorene i disse segmentene vil i all hovedsak være profesjonelle investorer innenfor det næringssegmentet det er snakk om (eiendom, shipping, riggvirksomhet), men de er ikke nødvendigvis profesjonelle investorer i verdipapirhandellovens forstand, da dette jo defineres utfra deres aktiviteter i verdipapirmarkedet. Eksempelvis vil tegnere i prosjektene kunne være norske skipseiere eller eiendomsinvestorer eller disses "single purpose selskaper" opprettet av slike for å delta i en eller flere prosjekter. De som står bak er gjerne både pengesterke og svært kompetente innenfor den aktuelle sektoren, men de er altså ikke "verdipapirtradedere" med en slik hyppighet at de kvalifiserer som profesjonelle investorer i verdipapirmarkedet.

De fire nevnte aktører er alle norske verdipapirforetak. Tilrettelegging av prosjektselskaper skjer med hjemmel i deres konsesjon som sådan, og utføres innenfor verdipapirhandellovens rammer for bl.a. investorbeskyttelse og krav til god forretningsskikk.

Prosjektselskapene kan ha form av AS, men det er også vanlig å benytte et ANS, KS eller indre selskap, på grunn av den mulighet det gir for å differensiere med hensyn til når kapital skal innbetales og utbetales. Etter innføringen av vphl § 9-1 (3) må tilrettelegger ha konsesjon som verdipapirforetak uansett selskapsform for prosjektselskapet ved tilbud til ikke-profesjonelle investorer.

En vanlig form for prosjektfinansiering/syndikering er at det i regi av tilrettelegger etableres et prosjektselskap som erverver et skip eller en rigg (ved nybygg eller kjøp) eller en fast eiendom. Dette objektet leies så ut til en industriell aktør som er initiativtaker til prosjektet (en reder, et riggselskap eller eiendomsselskap) for en meget lang periode, gjerne 10-20 år, eventuelt også med en opsjon for denne aktøren til å erverve nevnte aktiva ved leieperiodens utløp.

Prosjektselskapet settes opp med et eget styre valgt av aksjonærene (styret i komplementaren eller hovedmannen, dersom KS eller IS formen benyttes). I styrene er svært ofte investorene selv representert. Selskapene kan ha egen daglig leder, men vanligere er det at det engasjeres en forretningsfører som står for regnskap, rapportering og organisering av styremøter og selskapsmøter. De nevnte tilretteleggerne tilbyr gjerne slike tjenester fra selskaper i sine konsern. Det er imidlertid et vesentlig poeng her, at alle vesentlige kommersielle beslutninger (slik som rentestrategi, nye leieavtaler etc.) ligger til styrene eller selskapsmøtene (bl.a. vil opptak av nye lån eller salg av selskapets aktiva typisk ligge under selskapsmøtet/generalforsamlingen).

NFMF tar gjennom denne beskrivelsen ikke til orde for at strukturer som faller inn under direktivet skal holdes utenfor norsk implementering. Vårt hovedpoeng er følgende:

Utvalgets omtale av investeringsfond og andre eierformer er delvis knyttet opp mot hvilke aktiva det investeres i, delvis også i om det er tale om enkeltinvesteringer (såkalte "single asset") eller ikke, men uten at dette knyttes opp til en diskusjon av om disse faller innenfor eller utenfor definisjonsforslaget. I og med at ESMA guidelines ikke forelå i endelig form da utvalget avga sin rapport, er forholdet til guidelines naturlig nok heller ikke kommentert.

NFMF har etter hvert fått mange kommentarer fra medlemmer som leser utvalgets kapittel 3 som en eksemplifisering på typer selskaper som alltid vil bli klassifisert som AIF'er. NFMFs oppfatning er at kapittel 3 i utvalgets rapport gir et deskriptivt bilde av enkelte typer selskaper, men at avsnittet ikke skal forstås som veiledning for hva som faller, eventuelt ikke faller inn under direktivet. En slik vurdering må gjøres basert på definisjonen, samt av ESMA guidelines.

Arbeidsgruppen konkluderer ikke med at syndikater innenfor eiendom og shipping (typisk med en underliggende eiendom eller ett skip) med mer omfattes av definisjonen i § 1-2, og vi er innforstått med at rapporten ble avgitt før ESMA's endelige retningslinjer forelå. Spørsmålene fra våre medlemmer har imidlertid synliggjort at plasseringen av omtalen av disse kan etterlate et (feilaktig) inntrykk av at det er konkludert med at syndikater/prosjektselskaper generelt omfattes av den nye loven. Dette kan bidra til å skape en uklarhet og gi rettslige føringer det ikke er grunnlag for. Vi har derfor funnet grunn til å supplere omtalen av disse strukturene, og vil herunder peke på at det er flere vesentlige og relevante forskjeller mellom prosjektselskapene/ syndikatene og AIF'er hva gjelder formål og virksomhet, investeringsstrategi (eller mangel på sådan), organisering/forvaltning og markedsføring.

Et første og i seg selv avgjørende poeng er at disse selskapene eier og leier ut kapitalkrevende realaktiva. De vil dermed drive "generell kommersiell eller industriell virksomhet" i den betydning som følger av ESMA's retningslinjer for tolkingen av definisjonen av AIF.

Det vil heller ikke foreligge en "investeringsstrategi" for selskapene i den betydning loven og direktivet forutsetter. Disse investorene skal i fellesskap egenkapitalfinansiere et identifisert "single asset" innenfor rammen av deres felles selskapsforpliktelse, nedfelt i en aksjonæravtale eller selskapsavtale med bestemmelser for "capital calls" tilpasset finansieringsplanen, senere utbetaling av dividende osv. Det er her ingen ekstern eller intern forvalter som utøver "porteføljeforvaltning" innenfor rammen av en (generisk) investeringsstrategi slik direktivet og den nye loven forutsetter som den ene av den konsesjonsbærende forvalters oppgaver.

Aksjonærene/deltakerne har gjennom generalforsamling og styret en helt annen innflytelse på den løpende driften enn det som kjennetegner det typiske AIF. Deres "corporate governance" er langt på vei å likestille med den man finner i et hvilket som helst annet privat næringsdrivende selskap, der aksjonærene formelt har "alle fullmakter" til å forvalte selskapet gjennom sitt styre, men der det er meget store variasjoner med hensyn til hvor aktiv eller passiv den enkelte eier er. Den rolle den eksterne forretningsfører spiller varierer, men omfatter gjennomgående ikke den andre betydningen av forvaltning i direktivets og lovens forstand, nemlig risikostyring. Forretningsfører påtar seg gjennomgående heller ikke ansvar for den kommersielle forretningsdriften knyttet til selskapets aktiva, men kan ha en viss begrenset rådgivningsfunksjon overfor styret.

Et annet klassisk trekk ved AIF'er er at det innhentes kapital på forhånd i en større markedsoperasjon (eller ved at den enkelte investor tegner seg). Deretter vil forvalter "sette denne kapitalen i arbeid" ved å forberede og gjennomføre flere investeringer i målselskaper.

Denne investeringsfasen kan gjerne vare mange måneder og det vil ikke være bestemt i investeringsstrategien hvilke selskaper det skal investeres i. Dette skiller seg vesentlig fra

prosjektfinansieringen, og er ett av de trekk som definerer de nevnte tre fondstyper som forvaltede strukturer.

For en rekke strukturer kan det dermed fremstå som at strukturene ikke oppfyller to av de tre kriteriene ESMA har oppstilt - de er kommersielle selskaper der kapitaleierne typisk ikke har overlatt forvaltning og vesentlige beslutninger til andre. Dette er strukturer for "pooled return" i likhet med alle andre investeringsformer, men de har ikke de andre karakteristika som kvalifiserer til å være et alternativt investeringsfond.

Dette kan selvsagt falle ut annerledes i enkelte sammenhenger, for eksempel dersom selskapene settes opp som feeder fond som skal investere i aktivaklasser innenfor en "generisk" definert investeringsstrategi, og der man gir en intern eller ekstern forvalter et mandat for porteføljeforvaltning og/eller risikostyringen.

Dette viser imidlertid viktigheten av at grensedragningen i § 1-2 blir foretatt ut fra på en konkret vurdering, og ikke ut fra en forhåndsoppfatning om at prosjektsyndikater ligner på eiendomsfond som igjen ligner aktive eierfond.

3. Ressursbehov

NFMF mener det er svært viktig, både av hensynet til den internasjonale konkurransesituasjonen og effektiv kapitaltilførsel til viktige næringer for Norge, så som rederivirksomheten, at man i norsk praktisering av regelverket ligger på linje med hva som anses som et AIF i øvrige deler av EØS-området. Dette fører igjen til at avgrensningen av tvilstilfeller potensielt kan være av stor betydning for norsk næringsliv. Reglens grensekryssende karakter tilsier også en så felles tilnærming som mulig. Final Guidelines fra ESMA ble fremlagt 24. mai 2013, og hensynet til felles europeisk anvendelse av virkeområdet for direktivet er fremhevet som svært viktig.

I pkt 2 har vi vist til at det vil kunne oppstå en rekke grensespørsmål relatert til den nye lovens rekkevidde. Ved etablering av nye strukturer vil det være avgjørende for utsteder og investorer at forholdet til ny lov er avklart, hvilket igjen vil føre til press på tilsynsmyndigheten for konkrete tolkningsuttalelser. Dersom det ikke er avsatt tilstrekkelige ressurser, vil uavklart status for nye strukturer de facto kunne forsinke eller forhindre kapitalinnhenting til viktige deler av norsk næringsliv.

I motsetning til UCITS, som er enkelt klassifiserbart, er enheter som kan falle inn under AIFM meget ulike. ESMA har derfor valgt å oppstille enkelte generelle retningslinjer for hvilke karakteristika som skiller AIFer fra andre selskaper.

Blant øvrige tvilsspørsmål som bør finne sin løsning gjennom konkret rettsanvendelse er bl.a. avgrensningen av begrepet "holdingsselskap" i praksis, både når det gjelder strategi og krav til eierandel. I tillegg kan det som påpekt ovenfor avslutningsvis i punkt 2, oppstå grensedragningsspørsmål knyttet til feeder fond i ulike former.

NFMF antar at det i praksis vil oppstå flere tvilstilfeller enn de vi nå, før reglene har begynt å virke, har identifisert. Også av denne grunn er det viktig at det avsettes tilstrekkelige ressurser i en overgangsperiode.

4. Depotfunksjonen

Norges Fondsmeglerforbund støtter utvalgets forslag om en fullstendig implementering av AIFMs bestemmelser om hvilke typer institusjoner som kan opptre som depotmottakere. Det er meget viktig at depotfunksjonen ikke forbeholdes kredittinstitusjoner. AIF'er er som nevnt

mangefasetterte, og det er i dag andre tilbydere av tjenester til selskaper som vil favnes under definisjonen som besitter betydelig kunnskap og har lang erfaring med kontrolloppgaver og oppfølging av den karakter en depotmottaker skal påta seg under direktivet. Vi viser spesielt til at det i dag eksisterer en rekke spesialiserte verdipapirforetak med betydelig erfaring, f.eks. fra tilretteleggervirksomhet, med den type aktiva det aktuelle AIF skal investere i, og som har svært gode forutsetninger for å kunne fylle en slik rolle. En begrensning ut over det direktivet fastsetter ville medføre en vesentlig innsnevring av universet av tilgjengelige depotmottakere – gitt kravet til lokalisering. Dette ville være uheldig, gitt den spesialiseringen som antas å være nødvendig for å kunne fylle rollen for de mange formene for AIF'er som ventelig vil bli etablert.

For øvrig tiltres høringsuttalelse fra NVCA på dette punktet.

5. Markedsføring

5.1 Generelle merknader

Før forvalter kan begynne markedsføringen av et fond, skal forvalter underrette Finanstilsynet. Meldingen skal inneholde nærmere angitt informasjon, og Finanstilsynet skal deretter innen 20 virkedager etter at komplett melding er mottatt underrette forvalter om at fondet kan markedsføres i Norge. Finanstilsynet kan nekte slik markedsføring dersom forvaltningen av fondet eller forvalters virksomhet ikke er i samsvar med loven. Det alt vesentlige av den informasjon som skal vedlegges en slik søknad kan i stor grad standardiseres av forvalter.

Vi vil anta at det vil bli nærmere avklart i praksis hvilket detaljnivå informasjon som godkjennes av Finanstilsynet skal ha. Dette er særlig aktuelt for informasjon om investeringsstrategi som nevnt i utkastet § 4-2 nr. 1. I de fleste tilfeller vil det være hensiktsmessig for forvalter å få godkjent en AIF før forvalter har identifisert aktuelle investeringer for selskapet, og, naturlig nok, før markedsføring av selskapet er innledet. I enkelte tilfeller vil forvalter først initiere innhenting av kapital når det er klart at selskapets investeringsstrategi lar seg realisere. På dette tidspunktet vil det kunne foreligge langt mer konkret informasjon om hvordan investeringsstrategien skal realiseres. Investor vil normalt forvente å motta spesifikk informasjon om hvilke investeringer som skal gjennomføres. Dette gjelder spesielt i AIF'er hvis strategi er langsiktig eierskap i de aktiva som erverves. Tidsvinduet fra forvalter gis anledning til å delta i en budrunde til budet lukkes vil i mange tilfeller være kort, og utenfor forvalters påvirkningskraft. For å unngå at AIF'er utelukkes fra investeringsmarkedet er det viktig at administrativ praksis legger til rette for at investeringsstrategien kan beskrives generelt – så fremt de relevante kriteriene i § 4-2 er adressert, slik tilfellet også er for verdipapirfond.

5.2 Markedsføring overfor ikke-profesjonelle investorer

NFMF støtter generelt utvalgets forslag til retningslinjer for forvalteres markedsføring av AIF'er overfor ikke-profesjonelle investorer, og mener utvalget har truffet en god balanse ved de forslag til økt investorbeskyttelse som er foreslått. Vi har imidlertid enkelte kommentarer til behandlingstid og språkkrav.

5.3 Behandlingstid

Det er ikke foreslått noen maksimal behandlingstid for Finanstilsynets godkjenning av fond som skal markedsføres overfor ikke-profesjonelle investorer, slik tilfellet er for profesjonelle investorer. Vi antar dette skyldes en inkurie. Den tilleggsinformasjon som skal vedlegges for markedsføring av fond til ikke-profesjonelle er ikke av en slik karakter at det tilsier behov for utvidet behandlingstid, det dreier seg etter forslaget om nøkkelinformasjon, samt informasjon om hvordan forvalter vil sikre etterlevelse av god forretningsskikk der fondet er etablert innenfor EØS. For fond etablert utenfor EØS skal det også vedlegges en redegjørelse for

oppfyllelse av depotmottakers oppgaver. Dette antas ikke å være kompleks tilleggsinformasjon, og tilsier ikke utvidet saksbehandlingsfrist.

NFMF støtter kravet om egnethetsvurdering i forkant av en ikke-profesjonell kundes investering. Vi foreslår imidlertid at det inntas en bestemmelse om at en forvalter kan legge til grunn egnethetsvurdering foretatt av et verdipapirforetak eller et fondsforvaltningsselskap med konsesjon til å tilby aktiv forvaltning, etter mønster fra verdipapirhandelloven § 10-15. Vi antar at egnethetsvurderingen reelt vil bli gjennomført for eksempel av tilrettelegger, som er den som møter kunden.

5.4 Språkkrav

NFMF vil også knytte enkelte kommentarer til det foreslåtte språkkravet. Bestemmelsen er likelydende med verdipapirfondloven § 8-6, som i praksis gjelder for andre fond enn UCITS-fond. Bestemmelsen utfylles av forskriftsbestemmelser i verdipapirfondforskriften § 9-2 flg. Verdipapirfondlovens språkkrav må ses i lys av at det salg og markedsføring av verdipapirfond under verdipapirfondlovens regler ikke gjelder noe krav til vurdering av investeringens egnethet. Det er dermed naturlig at det fastsettes bestemmelser med det formål å legge til rette for at investor mottar informasjon på et språk som vil sette vedkommende i stand til å fatte en informert beslutning. Forslaget til ny AIF-regulering er imidlertid annerledes bygget opp, med krav til individuell vurdering av egnethet av investeringen overfor den enkelte ikke-profesjonelle investor.

Etter vår oppfatning vil egnethetsvurderingen naturlig måtte omfatte en vurdering av om investormaterialet er utformet slik at den konkrete investoren kan ta en informert investeringsbeslutning basert på materialet. Dette gjelder ikke bare språket, men informasjonen som sådan – både innholdsmessig og fremstillingsmessig. Reglene om god forretningsskikk, som her vil komme til anvendelse, pålegger forvalter å påse at kommunikasjonen er tilpasset den relevante kundekretsen. I enkelte tilfeller vil dette medføre at investeringen ikke kan anses egnet for den ikke-profesjonelle investoren selv om den er på norsk.

Motsatt vil det i visse segmenter være unødvendig å oversette informasjonen til norsk. AIFer innenfor internasjonalt dominerte bransjer, som eksempelvis shipping, er et godt eksempel. Investorene vil her ikke nødvendigvis være profesjonelle i verdipapirhandellovens forstand, selv om kompetansen er på linje med en profesjonell investor. Oversettelse av standardiserte kontrakter reduserer gjenkjenneligheten og dermed også den reelle kvaliteten på informasjonen for de investorene som kjenner dette markedet, og som investeringen ellers er egnet for.

En opprettholdelse av språkkravet, kombinert med for eksempel terskelverdier for minsteinvestering for å få unntak fra språkkravet anses lite egnet. Terskelverdier gir incitament til konsentrasjon av investeringer, og er også egnet til å tilsløre forvalters plikt til å foreta en reell vurdering av investors evne til å benytte materialet som grunnlag for sin investeringsbeslutning.

6. Øvrige kommentarer

6.1 Kapitalkrav

Lovforslaget oppstiller, i tråd med direktivet, kapitalkrav for eksterne forvaltere og for internforvaltede AIF'er. Ansvarlig kapital og tilleggskapital skal plasseres i likvide eiendeler. Vi legger til grunn at kravet til likvid plassering kun gjelder den del av selskapets samlede kapital som er nødvendig for å dekke kravene til ansvarlig kapital og tilleggskapital. En annen tolkning ville medføre at den samlede egenkapitalen hos forvalter ble underlagt

likviditetskravene, fordi den samlede egenkapitalen formelt tilfredsstiller kravene til ansvarlig kapital – evt. tilleggskapital. Dette ville ikke gi noen mening for internforvaltede AIF'er.

6.2 Overgangsregler

Dagens lovforslag innebærer kun en delvis implementering av overgangsbestemmelsen i artikkel 61. NFMF er kjent med at enkelte EØS-land forutsetter nasjonal implementering av artikkel 61 for å tillate forvaltere hjemmehørende i andre EØS-land markedsadgang i egen jurisdiksjon. Vi anbefaler en slik implementering, og at tilsvarende krav oppstilles overfor forvaltere fra andre EØS-land som ønsker å drive virksomhet (markedsføring eller forvaltning) i Norge.

NFMF deltar gjerne i en dialog med myndighetene og/eller kommer med ytterligere innspill knyttet til de forhold som tas opp i høringsuttalelsen.

Med vennlig hilsen

Norges Fondsmeglerforbund



Per Broch Mathisen

Adm dir