

19. juni 2013

## **Gjennomføring av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2011/61/EF (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD)**

Vi viser til Finansdepartementets høringsbrev 21. mars 2013, hvor det inviteres til høringsinnspill til ovennevnte.

Norsk Kapitalforvalterforening ("Kapitalforvalterforeningen") er en interesseorganisasjon for forvaltere av alternative investeringsklasser og -strategier, herunder for norske forvaltere av spesialfond ("hedgefond") etablert i utlandet samt investeringsrådgivere til slike fond. Foreningens formål er å øke kunnskapen blant offentlige myndigheter om medlemsforetakenes virksomhet, og arbeide for at det oppnås best mulig rammevilkår i det norske markedet for medlemsforetakene.

Kapitalforvalterforeningens medlemmer er i all hovedsak regulerte foretak (verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenesten aktiv forvaltning) som forvalter fond under tilsyn i hjemstaten.

Medlemmene til Kapitalforvalterforeningen vil berøres direkte av de foreslåtte reglene ettersom de forvalter fond og selskaper som anses som "alternative investeringsfond" under det nye regelverket. Endringene vil for alle praktiske formål bestå i at medlemmene etter ikrafttredelsen vil bli regulert under ny lov om forvaltning av alternative investeringsfond fremfor verdipapirhandelloven. Det er av stor betydning for medlemmene at det fra myndighetenes side legges opp til fleksibilitet i denne prosessen hvor regulerte foretak skal "bytte" konsesjon.

Kapitalforvalterforeningen anser generelt at arbeidsgruppen har lagt frem et hensiktsmessig forslag til gjennomføring av AIFMD. Kapitalforvalterforeningen har likevel enkelte forslag til endringer.

Denne høringsuttalelsen er utarbeidet med bistand fra advokatfirmaet BA-HR DA, som er NKFFs sekretariat.

### **1. Markedsføring og salg til ikke-profesjonelle**

#### **1.1 Innledning**

Arbeidsgruppen har foreslått at det skal åpnes opp for markedsføring til ikke-profesjonelle investorer kun etter forutgående samtykke fra Finanstilsynet og forutsatt at visse vilkår er oppfylt. Kapitalforvalterforeningen anser at forslaget til regulering av markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer er for restriktivt. For det første er kravene for å kunne anses som "profesjonell investor" etter verdipapirhandelloven utarbeidet med tanke på tradisjonell verdipapirhandel (trading) og ikke fondsinvesteringer, og er følgelig verken hensiktsmessig eller relevant hva angår alternative investeringsfond. For det andre er det oppstilt vilkår for tillatelse som det rent praktisk kan vise seg vanskelig eller umulig å oppfylle for det enkelte fondet.

Det er også et spørsmål om det ikke finnes alternative reguleringsmåter som på en bedre måte bidrar til investorvern enn kravet om forutgående samtykke.

I dag gjelder det særlige regler om markedsføring av spesialfond, mens andre fondstyper (som aktive eierfond, eiendomsfond mv.) som omfattes av lovutkastet i dag er uregulert. Dette er i alle tilfelle tale om investeringsprodukter og Kapitalforvalterforeningen er opptatt av at alle typer fond som faller inn under regelverket skal behandles likt med tanke på markedsføringsadgang. Forskjellige regler vil være kompliserende og kan få uheldige økonomiske virkninger. Kapitalforvalterforeningen er dermed i positiv til at det er foreslått like regler. Vi vil i det følgende utdype vårt syn på dette.

## **1.2 Ikke-profesjonelle etter verdipapirhandelloven er ikke nødvendigvis ikke-profesjonelle med hensyn til fondsinvesteringer**

Spesialfond er verdipapirfond med ulike investeringsstrategier som avviker fra investeringsbegrensningene for UCITS verdipapirfond i større eller mindre grad. Større adgang til markedsføring av spesialfond ville åpne for at ikke-profesjonelle kunder lettere kan få kunnskap om ulike produkter som kan være en velegnet investering. For eksempel gjelder dette investeringsstrategier i kraftsektoren som i dag er tilgjengelig på individuell basis ofte under unntak fra konsesjonsplikt under verdipapirhandelloven. Spesialfond er til gjengjeld regulert både på fondsnivå og på forvalternivå og er forutsetningsvis et mer transparent og standardisert investeringsprodukt hvor det vil være lettere investorene å sammenligne ulike investeringstilbud. Det er også få land som tillater etablering av spesialfond uten begrensninger for investeringsstrategien med hensyn til finansiell giring, risikospredning mv. Kapitalforvalterforeningen vil for øvrig bemerke at det ikke er dokumentert noe tilfelle av at norske spesialfond eller spesialfond med norsk forvalter har representert noen form for risiko for den finansielle stabilitet.

Ikke-profesjonelle etter verdipapirhandelloven er ikke nødvendigvis ikke-profesjonelle med hensyn til fondsinvesteringer. Kapitalforvalterforeningen anser som nevnt innledningsvis at skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle er mindre treffende med hensyn til fondsinvesteringer. Skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer er i første rekke utformet med hensyn til *trading* i finansielle instrumenter, og ikke mer langsiktige investeringer som fondsinvesteringer som oftest er. Det vises her som et eksempel til verdipapirforskriften § 10-4, som lyder som følger:

*En ikke-profesjonell kunde kan be om å bli behandlet som en profesjonell kunde dersom minst to av følgende tre kriterier er oppfylt:*

- (a) kunden har foretatt transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked gjennomsnittlig ti ganger pr. kvartal i de foregående fire kvartaler,*
- (b) størrelsen på kundens finansielle portefølje (kontantbeholdning og finansielle instrumenter) overstiger et beløp i norske kroner som svarer til 500 000 euro,*
- (c) kunden arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester.*

Skillet som følger av denne regelen er lite treffende for markedsføring og tegning av andeler i spesialfond. Mange investorer vil investere gjennom et investeringselskap (ikke personlig) slik at vilkår 3 ikke er aktuelt. Tegning av andeler i spesialfond skjer ikke som ledd i *trading* slik vilkåret i nr. 1 er

myntet på. Ingen investor i spesialfond vil ha en transaksjonstakt på 40 transaksjoner i løpet av et år (med mindre det måtte være tale om børshandlede fond/ETF).

Etter endringslov 22. juni 2012 nr. 35 til verdipapirhandelloven gjelder konsesjonsplikt for mellommannstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper, med mindre tjenestene ytes til profesjonelle kunder eller gjelder et krav til minstetegning tilsvarende 5 millioner kroner.

Kapitalforvalterforeningen anser derfor at kravet til forutgående markedsføringstillatelse bør samordnes med reglene i verdipapirhandelloven, slik at markedsføring uansett kan rettes mot ikke-profesjonelle dersom et krav til minstetegning er oppfylt. Det vises til Finanstilsynets og Finansdepartementets uttalelser i Prop L. 107 (2011-2012) punkt 3.3 om forutberegnelighet og avveining av investorvern kontra andre hensyn.

Et krav til minstetegning er etter foreningens vurdering egnet til å skille mellom profesjonelle og ikke profesjonelle investorer gjennom å basere skillet på investeringskapasitet. På den annen side så medvirker et slikt krav til konsentrering av investeringer, noe som kan være uheldig. Foreningen anser dermed at det er enkelte alternative reguleringsmåter som kan være vel så treffende (jf. nedenfor).

For å unngå for stor konsentrasjonseffekt som følge av et krav til minstetegning bør kravet etter foreningens vurdering settes lavere enn 5 millioner kroner. Foreningen anser at det er fornuftig i denne sammenheng å basere seg på kravet til minstetegning under prospektreglene som er 100 000 euro, jf. verdipapirhandelloven § 7-4(1) nr. 10, som relativt nylig ble hevet fra 50 000 euro.

Det er et faktum at markedet for investeringsprodukter er todelt mellom "profesjonelle produkter" med konkurransedyktige vilkår, og "retail" produkter som ofte har høyere kostnader for investoren. Kapitalforvalterforeningen anser at et unntak fra krav til forhåndstillatelse for markedsføring knyttet til minstetegning, jf. over, kan utvides til også å omfatte alternative investeringsfond forvaltet av en EØS AIFM til ikke-profesjonelle investorer forutsatt at det er over 30 % profesjonelle investorer i det aktuelle fondet. Etter foreningens vurdering er dette egnet til å hindre markedsføring av useriøse produkter til ikke-profesjonelle investorer.

Det vises til forslag til endring i [Vedlegg 1](#).

### **1.3 Vilkår knyttet til hjemstatsreguleringen**

Når det gjelder vilkårene for tillatelse til markedsføring til ikke-profesjonelle er det i lovutkastet § 7-1(1) bokstav g satt inn krav til "[b]ekreftelse om at fondet kan markedsføres til ikke-profesjonelle investorer i hjemstaten". I enkelte land vil det ikke være gitt særlige regler om hvem fondet kan markedsføres til. Slike fond vil dermed vanskelig kunne skaffe dokumentasjon for at fondet faktisk kan markedsføres til ikke-profesjonelle i hjemstaten. Kapitalforvalterforeningen anser at ordlyden bør endres slik at det er tilstrekkelig å dokumentere fravær av et forbud.

Det vises til forslag til endring i [Vedlegg 1](#).

### **1.4 Alternative reguleringsformer**

Kapitalforvalterforeningen vil innledningsvis understreke at det finnes en rekke investeringsalternativer som kan være like eller langt mer risikofylte enn spesialfond og som ikke er underlagt tilsvarende begrensninger. Det gjelder for eksempel enkeltaksjer i OTC-markedet eller noterte aksjer, valuta/valutaderivater, differansekontrakter (Cfd), osv. Denne typen investeringsprodukter selges i dag

aktivt til ikke-profesjonelle investorer med større eller mindre grad av innsikt i de relevante risikofaktorene som knytter seg til investeringen.

Kapitalforvalterforeningen anser at for restriktive regler kan bidra til at slike risikofylte produkter velges i stedet for andeler i spesialfond som i mange tilfeller kan være en egnet investering også for ikke-profesjonelle kunder. Vi vil i denne sammenhengen peke på at såkalte "nasjonale fond" (verdipapirfond med enkelte unntak fra kravene til UCITS-fond) - som i dag kan markedsføres til ikke-profesjonelle investorer - vil være alternative investeringsfond etter det nye regelverket. Mange utenlandske spesialfond vil ha snevre unntak fra reglene som gjelder for UCITS-fond og er ikke nødvendigvis mer risikofylt enn dette.

Begrensning av adgangen til å investere i spesialfond kan også virke uheldig ettersom dette kan føre til manglende risikodiversifisering og at norske investorer i større grad velger å investere i for eksempel fast eiendom. Offentlige myndigheter har i den senere tid ytret bekymring over lånefinansierte kjøp av fast eiendom, som ofte skjer i investeringsøyemed.

Krav om forutgående tillatelse er i utgangspunktet et inngripende tiltak. Kapitalforvalterforeningen anser at det finnes alternative reguleringsmåter som i like stor grad er egnet til å ivareta hensynet til investornvern.

Slike alternative reguleringsmåter kan være gyldighetsregler knyttet til formkrav eller regler om omvendt bevisbyrde knyttet til tap i forbindelse med investeringer. Vi viser i den sammenheng til EU-Kommisjonens forslag til regler om nøkkelinformasjon ved salg av investeringsprodukter til ikke-profesjonelle.<sup>1</sup>

Forslaget innebærer at det ved salg av investeringsprodukter - et begrep som omfatter andeler i alternative verdipapirfond - til ikke-profesjonelle skal presenteres et dokument med nøkkelinformasjon til investoren før investeringen skjer. Dokumentet skal inneholde klar informasjon om de sentrale vilkårene og egenskapene ved produktet. Det følger av forslaget artikkel 11 at en investor kan kreve tap erstattet dersom det er nøkkelinformasjonsdokumentet ikke tilfredsstillende informasjonskravene (at informasjon er feil, mangler eller presentert på feil måte). I så fall må produsenten godtgjøre at feilen ikke har vært årsak til tapet (omvendt bevisbyrde).

En enda sterkere regel kan oppnås dersom det er koblet ugyldighetsvirkninger til feil/mangler ved nøkkelinformasjonsdokumentet, eller dersom dokumentet ikke er blitt gjort tilgjengelig for investor før investering.

Det vises til forslag til alternativ regulering av salg til ikke-profesjonelle i Vedlegg 1.

## **2. Forholdsmessighet / proporsjonalitet**

Arbeidsgruppen har foreslått å gjennomføre de reglene om forholdsmessighet som finnes i AIFMD, knyttet til intern organisering og bonusregler.

Norske forvaltere av spesialfond er i europeisk målestokk relativt små. Videre er fondsmarkedet i de senere år blitt et svært konkurransepreget marked hvor marginene presses. På denne bakgrunn er det av stor viktighet for Kapitalforvalterforeningens medlemmer at de ikke underlegges strengere

---

<sup>1</sup>[http://www.europarl.europa.eu/registre/docs\\_autres\\_institutions/commission\\_europeenne/com/2012/0352/COM\\_COM\(2012\)0352\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2012/0352/COM_COM(2012)0352_EN.pdf)

regulering enn sine europeiske konkurrenter og at ulike krav i AIFMD kan tilpasses i samsvar med virksomhetens art, omfang og kompleksitet, mv.

Det er Kapitalforvalterforeningens erfaring at Finanstilsynet på en god måte har håndtert tilsvarende regler som følger av verdipapirhandelloven med hensyn til intern organisering. Kapitalforvalterforeningen kan dermed ikke se at en gjennomføring av forholdsmessighetsregler skulle tilsi noen svekkelse av investorvernet eller gå på tvers av de hensyn som regelverket er ment å ivareta.

### **3. Overgangsregler**

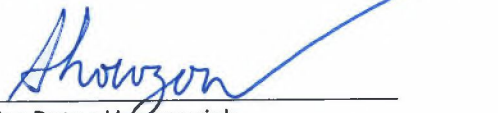
Arbeidsgruppen har foreslått å gjennomføre de overgangsreglene i AIFMD artikkel 61. Det synes som at overgangsregelen i artikkel 61 nr. 1 har falt ut.

Etter foreningens vurdering er det svært viktig at også denne gjennomføres (forslag til ordlyd er tatt inn i vedlegg 1 til dette brev).

Foreningen antar at AIFMD blir gjennomført noe senere i Norge enn i andre EØS-land. Samtidig er en rekke av våre medlemmer forvaltere av spesialfond etablert i andre EØS-stater og må tilpasse seg gjennomføringen av AIFMD også der. Det gjør at fleksible overgangsordninger er særlig viktig.

Det vises til forslag til lovtekst i Vedlegg 1.

Med vennlig hilsen  
Norsk Kapitalforvalterforening



---

For Peter Hammerich  
For sekretariatet

## Vedlegg 1. Endringsforslag

§ 7-1(1) bokstav g skal lyde:

g) Bekreftelse om at fondet ikke er forbudt markedsført til ikke-profesjonelle investorer i hjemstaten,

*Ny § 7-5 skal lyde:*

### § 7-5 Unntak

Dette kapittel 7 skal ikke gjelde ved markedsføring dersom investoren påtar seg et samlet forpliktet investeringsbeløp som minst svarer til 100 000 euro, eller fondet har en andel profesjonelle investorer på 30 % eller mer.

*§ 10-2 nytt første ledd skal lyde:*

Forvaltere som ved denne lovs ikrafttreden driver virksomhet som reguleres av denne lov skal oppfylle lovens krav fra og med 22. juli 2014 og senest søke om konsesjon på dette tidspunkt.

Eksisterende første ledd til fjerde ledd blir nytt andre ledd til femte ledd.

Alternativ regulering av salg av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle:

#### Alternativ 1:

Ny § 7-1 skal lyde

(1) Forvalter med tillatelse i Norge eller annen EØS-stat kan ikke tilby andeler i alternativt investeringsfond forvaltet av forvalteren til ikke-profesjonelle investorer i Norge med mindre fondet har tillatelse til markedsføring i medhold av §§ 6-5, 6-7 eller 6-8 og investoren i godt tid før investering er forelagt nøkkelinformasjon utarbeidet i samsvar med § 7-2.

(2) Dersom en investor har lagt til grunn nøkkelinformasjonen som ikke oppfyller kravene i og i medhold av § 7-2 for sin investering kan investoren kreve erstatning fra forvalteren for sitt tap. Dersom investoren kan godtgjøre at et tap skyldes opplysninger i nøkkelinformasjonen må forvalteren godtgjøre at nøkkelinformasjonen oppfyller kravene i og i medhold av § 7-2. Avtale om endring av bevisbyrden i foregående ledd er ikke bindende for investoren.

#### Alternativ 2:

Ny § 7-1 skal lyde

(1) Forvalter med tillatelse i Norge eller annen EØS-stat kan ikke tilby andeler i alternativt investeringsfond forvaltet av forvalteren til ikke-profesjonelle investorer i Norge med mindre fondet har tillatelse til markedsføring i medhold av §§ 6-5, 6-7 eller 6-8 og investoren i godt tid før investering er forelagt nøkkelinformasjon utarbeidet i samsvar med § 7-2.

(2) Avtale om tegning som ikke oppfyller vilkårene i første ledd er ikke bindende for investoren.