

FINANSDEPARTEMENTET

Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

postmottak@fin.dep.no

Deres ref.: 11/4699 CNO

Vår ref.:KTT/ms

Dato: 19. juni 2013

HØRING - GJENNOMFØRING AV EUROPAPARLAMENTS- OG RÅDS DIREKTIV 2011/61/EF (ALTERNATIVE INVESTMENT FUND MANAGERS DIRECTIVE, AIFMD)**Innledning**

Norsk Venturekapitalforening (NVCA) representerer de aktive eierfondene i Norge som investerer i nyskappings- og vekstforetak gjennom langsiktig og aktivt eierskap.

Foreningen har 90 medlemmer, hvorav hovedtyngden er investeringsmiljøer innenfor såkalt såkorn, venture og buy out (sammen omtalt som "private equity" og/eller aktive eierfond), de øvrige er tjenesteleverandører til bransjen.

De aktive eierfondene i Norge – stadig viktigere for norsk verdiskaping

Per i dag er det 51 norske forvaltningsmiljøer som forvalter 102 aktive eierfond. Disse fondene har eierinteresser i mer enn 750 virksomheter, hvorav hovedtyngden er norske.

Porteføljeselskapene er i hovedsak innenfor IT/telekom, olje/energi og bioteknologi ("*life sciences*"), mange med utspring i norske FoU-miljøer. Nesten 70.000 personer er sysselsatt i de norske virksomhetene, og årlig samfunnsmessig verdiskaping er på ca. 32 milliarder kroner (kilde: Menon Business Economics).

Betydelig kapital hentet inn til investeringer i norske virksomheter

De aktive eierfondene i Norge har siden 2001 hentet inn mer enn 70 milliarder kroner til investeringer i innovative virksomheter med vekstpotensial. De siste årene har mer enn 70 prosent av kapitalen som er reist kommet fra anerkjente utenlandske investorer. Hele 80 prosent av kapitalen som hentes inn investeres i selskaper med hovedkontor i Norge.

I løpet av de siste 10 årene har norske aktive eierfond hentet inn tilsvarende 20 prosent av kapitalen som er reist gjennom Oslo Børs i samme periode. Tar man utgangspunkt i alle emisjoner på Oslo Børs på under 3,5 milliarder kroner i samme periode, har norske fond reist tilsvarende 33 prosent av det totale emisjonsbeløpet i denne perioden. Alt i alt forteller dette om en bransje som har større og større betydning for norsk nærings- og samfunnsliv.

Høringsuttalelse

NVCA var representert i arbeidsgruppen som har utarbeidet lovutkastet. NVCA noterer at AIFM-direktivet i stor grad er et fullharmoniseringsdirektiv, men at det der det har vært mulig, er foreslått enklere løsninger innenfor rammen av direktivets handlefrihet. NVCA støtter på denne bakgrunn det utkastet som er lagt frem. NVCA anser imidlertid at det er enkelte problemstillinger som er særlige for aktive eierfond og hvor det er grunn til å gjøre endringer.

Denne høringsuttalelsen er utarbeidet med bistand fra advokatfirmaet BA-HR DA.

1.1 Oppnevning av forvalter

NVCA er i utgangspunktet positivt innstilt til at rådgivere til aktive eierfond underlegges en felleseuropeisk regulering. NVCA anser likevel at de hensynene som AIFM-direktivet er ment å ivareta innebærer grenser for hvor langt reguleringsbehovet går. Dette er også reflektert i AIFM-direktivet blant annet ved at mindre forvaltere bare er underlagt registreringsplikt, samt at det vil komme store unntak for forvaltere av europeiske venturefond (se punkt 1.6 nedenfor). Norske rådgivere til aktive eierfond har i tråd med dette ikke vært underlagt regulering og det finnes ingen dokumentasjon for at aktive eierfond eller virksomheten til rådgiver til slike fond har representert noen risiko for den finansielle stabilitet hverken i utlandet eller i Norge. NVCA er dermed opptatt av at reguleringen er hensiktsmessig og at den ikke medfører unødvendige kostnader for bransjeaktørene med mindre særlig hensyn tilsier noe annet.

Flere større norske forvaltningsmiljøer – delvis som følge av krav fra investorene – har i likhet med tilsvarende utenlandske rådgivningsmiljøer organisert sin rådgivningsvirksomhet i forskjellige selskaper. Ofte vil rådgivningsvirksomheten være konsentrert i ett sentralt rådgivningsselskap, mens det er etablert individuelle selskaper som formelle rådgivere for de enkelte fond. Dette er blant annet knyttet til spørsmål om segregering av ansvar mellom ulike fondsstrukturer. For slike aktører vil det være kostnadsdrivende om regelverket skulle kreve flere konsesjoner eller kreve at rådgiverne omorganiserer sin virksomhet utelukkende på grunn av de nye reglene. Et særlig strengt norsk regelverk kan medføre svekket konkurransevne for norske aktører og det vil føre til økte kostnader for investorene. NVCA antar også at det fra et tilsynsmessig ståsted er mer hensiktsmessig med færre tilsynsenheter innenfor samme miljø da dette er egnet til å gi et mer helhetlig bilde av virksomheten. Etter NVCA's vurdering har man i direktivet tatt høyde for denne situasjonen i artikkel 5(1)(a). Bestemmelsen lyder som følger (vår utheving):

Member States shall ensure that each AIF managed within the scope of this Directive shall have a single AIFM, which shall be responsible for ensuring compliance with this Directive. The AIFM shall be [...] an external manager, which is the legal person appointed by the AIF or on behalf of the AIF and which through this appointment is responsible for managing the AIF (external AIFM)

Arbeidsgruppen har foreslått å gjennomføre denne bestemmelsen i lovutkastet § 2-1(1), jf. arbeidsgruppens rapport punkt 5.4.2. Etter NVCA's vurdering har man i forslaget til lovtekst utelatt en viktig detalj, ved å ikke ta inn at forvalteren kan utpekes på vegne av fondet, jf. over. For bransjen er det viktig at det er forutberegnelighet knyttet til at rådgivningsmiljøene ikke vil måtte ha flere konsesjoner eller gjennomføre kostbare og unødvendige omstruktureringer av sin virksomhet som følge av reglene.

Det vises til endringsforslag til forslag til § 2-1(1) i vedlegg 1.

1.2 Depotmottaker for lukkede fond

NVCA støtter arbeidsgruppens forslag om å åpne for at også andre typer selskaper enn banker og verdipapirforetak kan være depotmottaker for lukkede fond, jf. § 5-2(2).

Aktive eierfond har tradisjonelt ikke depotmottaker. Bakgrunnen for dette er den særlige investeringsstrategien i slike fond og det faktum at fondene er lukket.

Investeringene gjøres i de aller fleste tilfeller utelukkende i unoterte selskaper. Aktive eierfond vil normalt bare ha eierposisjoner i mellomliggende holdingselskaper hvor fondet føres inn i aksjeeierboken og de mellomliggende holdingselskapene eier porteføljeselskapene. Det vil dermed ikke være noe behov for tradisjonell "oppbevaring" av fondsaktiva utover kontanter. Aktive eierfond vil også gjennomføre et relativt lavt antall investeringer over sin levetid (mellom 10 og 20), noe som innebærer at det er enkelt å holde oversikt.

Når det gjelder inn- og utbetalinger fra fondet vil aktive eierfond ha en definert tegningsperiode og ikke innløsningsrett før fondet oppløses. Videre vil fondet normalt ikke kalle inn kapital før kapitalen skal benyttes til en konkret investering. Aktive eierfond vil dermed sjelden besitte store mengder kontanter (honorarstrukturen vil normalt også være et insentiv til å unngå dette ettersom penger på konto ikke vil oppnå avkastning av betydning).

Oppbevaring av kontante midler, kontroll med inn- og utbetalinger, samt kontroll med overholdelse av investeringsmandat vil være en lite tyngende oppgave ettersom transaksjonstallet er så lavt med lange intervaller mellom hver transaksjon. På grunn av fraværet av et reelt behov har eierfond tradisjonelt dermed ikke vært pålagt krav om depotmottaker. NVCA har heller ikke kjennskap til at det har vært saker knyttet til tap av eiendeler i aktive eierfond.

NVCA ser det som en klar fordel det i loven presiseres enkelte typer selskapesom kan oppnevnes som depotmottaker. Dette gir større grad av forutberegnelighet med hensyn til hvilke aktører som kan oppnevnes og hvilke krav som vil bli stilt. NVCA anser i denne sammenhengen at det bør åpnes for advokatselskaper, regnskapsførerselskaper og utenlandske administratorselskaper i de jurisdiksjoner der disse er underlagt tilsyn.

Det vises til forslag til § 5-2(2) nytt siste punktum i vedlegg 1.

1.3 Markedsføring av norske fond i Norge og utlandet – dokumentasjonskrav

Bestemmelsene i lovutkastet §§ 6-1 og 6-2 er ment å gjennomføre direktivets artikkel 31 og artikkel 32 og inneholder et krav om å gi melding før markedsføring i henholdsvis Norge og andre EØS-land for forvaltere med konsesjon i Norge. Reglene gjelder bare markedsføring til profesjonelle investorer.

Bestemmelsen krever at melding om markedsføring skal vedlegges det aktuelle fondets vedtekter og øvrige stiftelsesdokumenter.

Direktivets bestemmelser synes utformet med tanke på hedgefond og tilsvarende typer fond hvor vilkårene for fondet er endelige i markedsføringsfasen og investorene har som valg å tegne seg eller ikke.

Markedsføring av aktive eierfond arter seg annerledes enn dette. For slike fond vil markedsføringsfasen primært være en forhandlingsfase mellom forvalteren og potensielle investorer. Det innebærer at fondets vedtekter og stiftelsesdokumenter samt prospekt/"private placement memorandum" ikke er endelige i denne perioden. Disse dokumentene vil først bli ferdigstilt etter at forhandlingene er avsluttet og investorene har tegnet seg. Dette har sin bakgrunn i at fondene er lukket og det dermed er avgjørende for investorene å sørge for akseptable vilkår for hele fondets levetid før man investerer. Investorene vil ikke ha den samme adgangen til å innløse andeler ved misnøye som man har i et åpent fond.

Det kan i denne sammenheng for eksempel vises til retningslinjer utarbeidet av interesseorganisasjonen Institutional Limited Partners Association (ILPA) og dens "Private Equity Principles" som inneholder retningslinjer for avtalevilkår for å gjøre forhandlinger enklere.¹ De sentrale forhandlingspunktene vil ofte være størrelsen på forvaltnings-/rådgivningshonorar, behandling av andre inntekter til forvalteren (som f.eks. styrehonorar fra porteføljeselskaper mv.), krav til saminvestering fra nøkkelpersoner hos forvalteren, krav til arbeidsinnsats fra nøkkelpersoner hos forvalteren, adgang til forlengelse av fondets levetid, samt adgang for forvalteren til å etablere etterfølgende fond. I tillegg vil mange institusjonelle investorer kreve at forvalteren godtar spesielle rapporteringskrav (f.eks. knyttet til corporate governance, miljø og etiske investeringer etc.).

Aktørene i bransjen – forvalterne og investorene – har en klar forventning til at sentrale avtalevilkår skal forhandles under markedsføringsperioden. Et krav om at melding om markedsføring skal inneholde endelige vedtekter og stiftelsesdokumenter vil gjøre slik forhandling praktisk umulig og vil være til skade for markedsføring av aktive eierfond, muligheten for investorene til å forhandle bedre vilkår og i siste instans tilgjengeligheten av risikokapital for norske bedrifter.

Etter NVCA's vurdering bør lovbestemmelsene slik de står nå tillate at det i melding om markedsføring etter §§ 6-1 og 6-2 inngis utkast til vedtekter og stiftelsesdokumenter. Det vises i denne sammenheng til at reglene kun gjelder markedsføring til profesjonelle investorer, slik at hensynet til investorvern ikke veier tungt (det vil i slike situasjoner være tale om investorer med god innsikt og stor påvirkningskraft i forhandlingsfasen og som normalt er bistått av profesjonelle rådgivere). NVCA antar at eventuelle endringer uansett må meldes innenfor rammen av §§ 6-1(3) og 6-2(3).

1.4 Markedsføring av norske fond i Norge og utlandet – saksbehandlingstid for meldinger

Forvaltere med konsesjon under AIFM-regelverket må gi melding til Finanstilsynet før forvalteren kan markedsføre fondet i Norge eller i annen EØS-stat, jf. utkastet §§ 6-1 og 6-2.

¹ Retningslinjene kan finnes her: <http://ilpa.org/index.php?file=/wp-content/uploads/2011/01/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf&ref=http://ilpa.org/principles-version-2-0/&t=1370967670>

Bestemmelsene i §§ 6-1 og 6-2 stiller opp en frist for Finanstilsynet til å gi tillatelse til markedsføring (hhv. i Norge og i annen EØS-stat) innen 20 dager. Bestemmelsen sier ikke noe om hva som skjer dersom fristen oversittes.

For bransjen er det viktig med forutberegnelighet slik at man unngår unødige forsinkelser før markedsføring kan ta til. NVCA foreslår at det inntas en bestemmelse i § 6-1 som innebærer at markedsføring kan ta til dersom svar ikke er gitt innen 20 dager. NVCA antar at dette kan reguleres i nasjonal rett (i motsetning til § 6-2 som gjelder rett til markedsføring i andre EØS-land).

Det vises til forslag til endring av utkastet § 6-1(2) i vedlegg 1.

1.5 Markedstilgang for fond og forvaltere etablert utenfor EØS

For NVCA er det viktig at norske og utenlandske aktører – uavhengig av om de er etablert innenfor eller utenfor EØS – har tilgang til det norske markedet og at norske investorer innenfor aktive eierfond har tilgang til et godt marked for slike fond. Det er avgjørende for at fondstilbudet skal bli godt. NVCA er dermed positiv til forslaget om adgang til markedsføring av fond etablert utenfor EØS, jf. utkastet §§ 6-7 og 6-8.

Aktive eierfond forvaltet av norske og nordiske miljøer som er av en viss størrelse er i de aller fleste tilfeller etablert som indre selskap (limited partnership) på Guernsey eller Jersey, altså utenfor EØS. Dette er viktig blant annet for å tiltrekke seg kapital fra andre land enn Norge. Som nevnt over investerer slike fond betydelig i det norske næringslivet. NVCA støtter dermed arbeidsgruppens forslag om å benytte adgangen til å tillate markedsføring av fond etablert utenfor EØS og/eller forvaltet av en forvalter etablert utenfor EØS. Det er viktig for NVCA at norske forvaltere ikke blir pålagt unødige restriksjoner som gjør at det blir vanskeligere å reise kapital til investeringer i et næringsliv hvor tilgangen på risikokapital i den senere tid er blitt stadig vanskeligere.

Bestemmelsene i utkastet §§ 6-7 og 6-8 angir ikke presise krav til den dokumentasjonen som må inngis ved søknad om tillatelse. Som nevnt i punkt 1.2 over, så er markedsføringsfasen til aktive eierfond en forhandlingsfase som bygger på utkast til fondsdokumentasjon (som det forhandles over). NVCA anser at utkastet til bestemmelser gir rom for at Finanstilsynet kan gi markedsføringstillatelse basert på et slikt dokumentgrunnlag – selvsagt forutsatt at de øvrige vilkår for markedsføringstillatelse er oppfylt.

1.6 Markedsføring til ikke-profesjonelle

Arbeidsgruppens flertall har foreslått at markedsføring til ikke-profesjonelle kan tillates dersom forvalteren har konsesjon, mv., jf. lovforslaget kapittel 7.

NVCA støtter arbeidsgruppens forslag og anser at de generelt finner en god balanse mellom dagens regulering og ønske om større grad av investorvern. NVCA anser likevel at det er behov for enkelte presiseringer og unntak for å gjøre reglene mer treffende uten at det går på bekostning av hensynet til investorvern og forbrukervern.

Investorer i aktive eierfond forventer at nøkkellansatte hos forvalter investerer i fondet. Dette skal sikre et interessefellesskap mellom investorene og forvalter og gi forvalter insentiver til å

sørge for forsvarlig og lønnsom forvaltning. Slik investering kan skje direkte eller det kan skje gjennom et særlig selskap opprettet for dette formålet (som så investerer i fondet).

Det er ikke gitt at de relevante ansatte oppfyller kravene til å være profesjonell som angitt i verdipapirforskriften § 10-4. Etter NVCAs vurdering er det likevel ingen reell grunn til at fondet må ha tillatelse til markedsføring til ikke-profesjonelle for at enkelte ansatte skal kunne tegne seg i fondet slik investorene krever. De relevante ansatte vil typisk være viktige medarbeidere som nettopp har den stilling de har gjennom solid økonomisk forståelse og erfaring. Etter NVCAs vurdering bør det fastsettes et særlig unntak for denne situasjonen.

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. NVCA anser at adgangen til markedsføring av AIFer bør samordnes med denne regelen 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.

EU har nylig vedtatt forordning (EU) Nr. 345/2013 om venturefond. Forordningen er av særlig viktighet for de av NVCAs medlemmer som er forvaltere av venturefond og for tilgangen til risikokapital i det norske markedet. Staten har nylig fått tillatelse fra EFTAs overvåkningsorgan ESA til å iverksette en ny ordning for såkornfond (jf. Meld. St. 39 (2012-2013) punkt 5) med etablering av inntil seks nye landsdekkende såkornfond. NVCA vil dermed oppfordre Finansdepartementet til å påskynde gjennomføring av denne forordningen.

I forordningen artikkel 6 er det inntatt særlige regler om markedsføring til andre enn profesjonelle investorer knyttet til ansatte og til minstetegning. Det vises også til punkt 24 i fortalen til forordningen. NVCA anser at kravet til minstetegning bør samordnes med denne forordningen. Da venturefond har en høy grad av risiko fordi det investeres i virksomheter i tidlig utvikling gir det ikke mening at disse i større grad skal kunne markedsføres til ikke-profesjonelle enn det som er tilfellet for øvrige aktive eierfond.

Det vises til forslag til ny § 7-5 i vedlegg 1.

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". Mange typer aktive eierfond er uregulert i hjemstaten og ikke underlagt særlige regler om hvem fondet kan markedsføres til (som tilfellet er for slike fond i Norge). Slike fond vil dermed vanskelig kunne skaffe dokumentasjon for at fondet faktisk kan markedsføres til ikke-profesjonelle i hjemstaten. NVCA anser dermed at ordlyden bør endres slik at det er tilstrekkelig å dokumentere fravær av et forbud.

Det vises til endringsforslag til § 7-1(1) bokstav g i vedlegg 1.

1.7 Overgangsregler

Arbeidsgruppen har foreslått å gjennomføre de overgangsreglene i AIFMD artikkel 61. Det synes som at overgangsregelen i artikkel 61(1) ikke er tatt inn. NVCA antar at utelatelsen er en ren inkurie og vil foreslå at den gjennomføres.

AIFMD vil bli gjennomført noe senere i Norge enn i andre EØS-land. Det innebærer at norske aktører vil få kortere tid til å tilpasse seg regelverket enn europeiske konkurrenter. Det gjør gode overgangsregler særlig viktig.

Det påpekes også i denne sammenheng at alle overgangsreglene i lovforslagets § 10-2 må knyttes opp mot tidspunktet for lovens ikrafttredelse og ikke tidspunktet for direktivets ikrafttredelse (22. juli 2013). Noe annet ville medføre at aktører som omfattes av regelverket ikke ville kunne starte virksomhet i perioden mellom direktivets ikrafttredelse og lovens ikrafttredelse. Siden lovens ikrafttredelse trolig tidligst blir 1. januar 2014, vil dette være en svært uheldig konsekvens.

Det vises til forslag til § 10-2 nytt første ledd i vedlegg 1.

Vi står til disposisjon dersom ytterligere utdyping er ønskelig.

Med vennlig hilsen
NORSK VENTUREKAPITALFORENING (NVCA)



Knut T. Traaseth
Generalsekretær

E-post: ktt@nvca.no

Vedlegg:1

Vedlegg 1: Forslag til lovbestemmelser:

§ 2-1 første ledd skal lyde:

§ 2-1 Fastsettelse av forvalter

Alternative investeringsfond skal forvaltes av én ekstern forvalter *oppnevnt av eller på vegne av det alternative investeringsfondet* eller forvaltes internt i samsvar med reglene i denne lov.

§ 5-2(2) nytt siste punktum skal lyde:

Advokatselskap, regnskapsførerselskap samt utenlandsk foretak for administrasjon av fond underlagt tilsyn i hjemlandet som kan dokumentere tilstrekkelig kompetanse og ressurser kan oppnevnes som depotmottaker etter første punktum.

§ 6-1(2) nest siste punktum skal lyde:

"Forvalteren kan starte markedsføring av fondet fra den dato den mottar underretning om at fondet kan markedsføres i Norge *eller dersom slik melding ikke er mottatt innen 20 dager etter mottak av melding etter første punktum.*"

§ 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 overfor personer som er ansatt i forvalteren for det aktuelle fondet, eller dersom investoren påtar seg et samlet forpliktet investeringsbeløp som minst svarer til 100 000 euro.

Nytt første ledd i § 10-2 skal lyde:

(1) 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.