Rapport
om
gjennomføring av AIFMD i norsk rett

Avgitt fra arbeidsgruppe nedsatt av Finanstilsynet

Oslo, 1. mars 2013

INNHOLD

Kapittel **Side**

1 INNLEDNING OG AVGRENSNING 4
1.1 MANDAT 4
1.2 AVGRENSING OG ARBEIDSOPPLEGG 5
1.3 KORT OM AIFMD – BAKGRUNN OG REGULERINGSHENSYN 6
2 SAMMENDRAG OG LOVTEKNIKK 8
2.1 HOVEDINNHOLD 8
2.2 EGEN LOV ELLER TILPASNING AV VERDIPAPIRFONDLOVEN 10
3 BESKRIVELSE AV BERØRTE BRANSJER 11
3.1 FORVALTNING AV VERDIPAPIRFOND 11
3.2 PRIVATE EQUITY – AKTIVE EIERFOND 13
3.3 ANDRE TYPER ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND 21
4 GJELDENDE RETT 25
4.1 VERDIPAPIRFOND 25
4.2 ANNEN VIRKSOMHET 26
5 VIRKEOMRÅDE OG DEFINISJONER 27
5.1 INNLEDNING 27
5.2 DEFINISJON AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND 27
5.3 DEFINISJON AV FORVALTER 29
5.4 FASTSETTELSE AV FORVALTER – INTERN ELLER EKSTERN FORVALTER 31
5.5 UNNTAK 32
5.6 ØVRIGE DEFINISJONER 33
6 REGISTRERINGSPLIKTIGE FORVALTERE - TERSKELREGLER 34
6.1 EØS-RETT 34
6.2 ARBEIDSGRUPPENS FORSLAG 35
7 TILLATELSE M.V 36
7.1 KRAV OM TILLATELSE 36
7.2 SØKNAD OM TILLATELSE 38
7.3 VILKÅR FOR Å GI TILLATELSE 39
7.4 STARTKAPITAL OG KRAV TIL ANSVARLIG KAPITAL 41
7.5 ENDRING AV TILLATELSE 42
7.6 TILBAKEKALL 43
8 OPERASJONELLE KRAV 44
8.1 GOD FORRETNINGSSKIKK 44
8.2 HÅNDTERING AV INTERESSEKONFLIKTER 46
8.3 GODTGJØRING 48

8.4 RISIKOSTYRING 49
8.5 LIKVIDITETSSTYRING 51
8.6 INVESTERING I VERDIPAPIRISERTE POSISJONER 52
9 ORGANISATORISKE KRAV 53
9.1 GENERELLE KRAV 53
9.2 VERDIVURDERING OG KOMMUNIKASJON AV ANDELSVERDI 54
9.3 UTKONTRAKTERING 56
10 OPPLYSNINGSKRAV 59
10.1 INNLEDNING 59
10.2 KRAV TIL ÅRSRAPPORT 59
10.3 OPPLYSNING TIL POTENSIELLE ANDELSEIERE 61
10.4 FORVALTERS RAPPORTERING TIL KOMPETENT MYNDIGHET 63
11 FORVALTERE AV SÆRLIGE TYPER ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND M.V 64
11.1 EØS-RETT 64
11.2 ARBEIDSGRUPPENS FORSLAG 65
12 SÆRLIGE FORPLIKTELSER VED ERVERV AV UNOTERTE SELSKAPER OG UTSTEDERE 66
12.1 INNLEDNING 66
12.2 INFORMASJONSPLIKTER VED ERVERV I IKKE-NOTERTE SELSKAPER OG UTSTEDERE 66
12.3 TAPPING AV SELSKAPER 69
13 DEPOTMOTTAKER 71
13.1 GJELDENDE RETT 71
13.2 EØS-RETT 72
13.3 ARBEIDSGRUPPENS FORSLAG 77
14 GRENSEKRYSSENDE MARKEDSFØRING OG FORVALTNING 80
14.1 MARKEDSFØRING AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND 80
14.2 GRENSEKRYSSENDE MARKEDSFØRING AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND 82
14.3 GRENSEKRYSSENDE FORVALTNING AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND 84
15 MARKEDSFØRING AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND TIL IKKE-PROFESJONELLE KUNDER I NORGE 86
15.1 INNLEDNING 86
15.2 GJELDENDE RETT M.V 88
15.3 EØS-RETT 90
15.4 BAKGRUNNEN FOR DE NORSKE REGLENE OM MARKEDSFØRING AV SPESIALFOND 91
15.5 MARKEDSFØRING AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND TIL IKKE-PROFESJONELLE KUNDER 93
15.6 REGLENE FOR MARKEDSFØRING AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND TIL IKKE-PROFESJONELLE I ENKELTE ANDRE LAND 100

16 TILSYN OG SANKSJONER 102
16.1 KOMPETENT MYNDIGHET 102
16.2 TILSYNSMYNDIGHETENS KOMPETANSE OG ADMINISTRATIVE SANKSJONER. 102
16.3 TILSYNSMYNDIGHET VED GRENSEOVERSKRIDENDE VIRKSOMHET 105
16.4 STRAFF 107
16.5 BEGRUNNELSE FOR VEDTAK OG DOMSTOLSPRØVING 107
16.6 ESMAS ARBEID OG KOMPETANSE 108
16.7 SAMARBEID MELLOM TILSYNSMYNDIGHETER 108
17 SLUTTBESTEMMELSER, OVERGANGSREGLER OG ENDRINGER I ANDRE LOVER 109
17.1 OVERGANGSREGLER 110
17.2 ANDRE SLUTTBESTEMMELSER 110
17.3 ENDRINGER I ANDRE DIREKTIV OG FORORDNINGER 111
18 ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER AV GJENNOMFØRINGEN AV AIFMD 112
18.1 GENERELT 112
18.2 KONSEKVENSER FOR FORVALTERE AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND SOM IKKE OMFATTES AV VERDIPAPIRFONDLOVEN 112
18.3 KONSEKVENSER FOR FORVALTERE SOM ALLEREDE ER REGULERTE GJENNOM VERDIPAPIRFONDLOVEN 113
18.4 KONSEKVENSER FOR DEPOTMOTTAKERE 114
18.5 KONSEKVENSER FOR INVESTORER I ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND 114
18.6 KONSEKVENSER FOR OFFENTLIG FORVALTNING 114

Vedlegg 1: Forslag til lov om forvaltning av alternative investeringsfond, mv.

Vedlegg 2: Europaparlaments- og rådsdirektiv 2011/61/EF (Alternative Investment Fund Managers Directive)

1 INNLEDNING OG AVGRENSNING

1.1 Mandat

Etter oppdrag fra Finansdepartementet nedsatte Finanstilsynet i mai 2012 en arbeidsgruppe som skulle gjennomgå Europaparlaments- og rådsdirektiv 2011/61/EF (Alternative Investment Fund Managers Directive, "AIFMD") og foreslå nødvendige tilpasninger og endringer i norsk regelverk for å gjennomføre AIFMD i norsk rett.

Arbeidsgruppen har bestått av:

Britt Hjellegjerde (Finanstilsynet) leder,

Arve Sverdrup Drageset (Finanstilsynet),

Morten Grandal (Forbrukerombudet),

Peter Hammerich (Advokatfirmaet BA-HR DA, investorsiden),

Camilla Nore (Finansdepartementet),

Ingvild Rygh Røstbø (Finansdepartementet),

Arne Trondsen (Norsk Venturekapitalforening (NVCA), HitecVision Advisory AS) og

Bernt Zakariassen (Verdipapirfondenes forening).

Jo Gjedrem (Forbrukerombudet), Knut Traaseth (NVCA) og Silje Bue Sandvik (Verdipapirfondenes forening) har ved fravær møtt på noen møter. Lars Ove Hagset (Finanstilsynet) har bistått i sluttfasen av arbeidet.

Arbeidsgruppen har hatt følgende mandat:

(1) gjennomgå Europaparlamentets- og rådsdirektiv 2011/61/EF (Alternative Investment Fund Managers Directive, "AIFMD") og foreslå nødvendige tilpasninger og endringer i norsk regelverk for å gjennomføre AIFMD. Herunder skal arbeidsgruppen vurdere hvorvidt det bør foreslås vedtatt ny særskilt lov (og eventuelt forskrift) eller om AIFMD skal søkes gjennomført ved å tilpasse og endre eksisterende regelverk.

(2) vurdere hvordan gjeldende norsk regelverk for nasjonale fond, herunder spesialfond, kan opprettholdes ved siden av nye regler for forvaltere av alternative investeringsfond.

(3) vurdere hvorvidt alternative investeringsfond bør kunne markedsføres overfor ikke-profesjonelle investorer, og i så fall utarbeide forslag til hvordan det nasjonale handlingsrommet etter AIFMD på dette punktet bør benyttes. Regelverket må her blant annet ses i sammenheng med de norske reglene for spesialfond i lov om verdipapirfond. Herunder skal arbeidsgruppen vurdere hvorvidt spesialfond også bør kunne tilbys til ikke-profesjonelle kunder.

(4) generelt vurdere om adgangen til å fastsette strengere regler nasjonalt enn det direktivet foreskriver, bør benyttes.

Arbeidsgruppen må, så langt det er mulig, ta hensyn til nye forslag til EØS-relevante rettsakter i EU som kan få betydning for arbeidsgruppens forslag til nytt regelverk.

Denne rapporten avgis til Finansdepartement 28. februar 2013 som forslag til gjennomføring av AIFMD i norsk rett.

1.2 **Avgrensing og arbeidsopplegg**

Arbeidsgruppen har gjennomgått EØS-forpliktelsene som svarer til AIFMD, samt gjeldende norsk regulering av virksomhet som omfattes av AIFMD.

Arbeidsgruppens mandat er begrenset til AIFMD (som er nivå 1 regler) og omfatter ikke tilhørende rettsakter. EU-Kommisjonen publiserte 19. desember 2012 en forordning (Commission Delegated Regulation supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision) med nærmere regler under AIFMD (nivå 2 regler). EU-Parlamentet og Rådet vil i en periode på tre måneder kunne fremme innsigelser mot Kommisjonens tekst. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at disse nivå 2 reglene vil bli fastsatt som en forordning og med det i alt vesentlige samme materielle innhold som fastsatt av EU-Kommisjonen. Det at nivå 2 regler fastsettes som forordninger innebærer at reglene må inntas i norsk rett som sådan. Dette betyr at lovforslaget på enkelte punkt blir noe mer detaljert enn det som ellers ville ha vært naturlig. Arbeidsgruppen har så langt mulig forsøkt å ta hensyn til Kommisjonens forslag til nivå 2 regler.

Arbeidsgruppen har videre gjort seg kjent med ESMAs høringsdokumenter om Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM (ESMA/2012/117 av 23. februar 2012), Guidelines on key concepts of the AIFMD (ESMA/2012/845 av 19. desember 2012) og Draft regulatory technical standards on types of AIFMs (ESMA/2012/844 av 19. desember 2012) samt Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD (EMSA/2013/201 av 11. februar 2013).

EU-kommisjonen la 7. desember 2011 fram forslag til en forordning som innebærer et harmonisert europeisk regelverk for investering i venturefond. Forslaget innebærer at europeiske venturefond får en felles definisjon, og underlegges ensartede regler for markedsføring. Etter mønster fra UCITS- og AIFM-direktivets passportregler skal venturefond i henhold til kommisjonens forslag fritt kunne markedsføres til profesjonelle investorer i EØS-området. Samtidig med framleggelsen av den foreslåtte forordningen for venturefond la kommisjonen også fram et forslag til en forordning som innebærer et harmonisert europeisk rammeverk for markedsføring av fond med samfunnsnyttige formål ("European Social Entrepreneurship Funds"). Forslagene er ment å gi en mer tilpasset regulering for denne typen fond og legger til rette for et felleseuropeisk marked. Disse initiativene vil i sin endelige form kunne få en viss betydning for de regler som foreslås. Ettersom regelverket ikke foreligger i sin endelige form, er det etter arbeidsgruppens vurdering for tidlig å foreslå tilpassede regler.

Ved ferdigstillelsen av rapporten har ikke alle sider av forståelsen av direktivet funnet sin løsning, Endelige gjennomføringsregler i EU vil bidra til avklaringer, og det vil også komme utfyllende veiledninger i form av blant annet retningslinjer fra ESMA. Arbeidsgruppen vil generelt bemerke viktigheten av at direktivet gjennomføres på en måte som best samsvarer med en felleseuropeisk forståelse, slik at norske aktører ikke gis andre rammebetingelser. Dette bør hensyntas i det videre lovarbeidet.

Oppdraget innebærer at det foretas en generell gjennomgang og vurdering av reguleringen av forvaltning av kollektive investeringer som ikke er UCITS-fond. Gjennomføringen av AIFMD innebærer at det må foretas enkelte endringer i gjeldende finanslovgivning. Arbeidsgruppen har ikke vurdert hvorvidt det bør gjøres endringer andre rettsområder, som for eksempel i skattelovgivningen eller selskapslovgivningen.

Arbeidsgruppen er bedt om å vurdere hvordan gjeldende norsk regelverk for nasjonale fond, herunder spesialfond kan opprettholdes ved siden av nye regler for forvaltere av alternative investeringsfond. Arbeidsgruppen forstår dette slik at verdipapirfondloven i størst mulig grad bør videreføres uforandret. Disse reglene har nylig vært gjenstand for lovrevisjon. Det vises her til Prop. 149 L (2010-2011).

Arbeidsgruppen er bedt om å vurdere adgangen til å fastsette strengere regler nasjonalt enn det direktivet foreskriver. Det er arbeidsgruppens vurdering at strengere regler enn det som følger av AIFMD generelt ikke bør foreslås med mindre særlige hensyn tilsier noe annet. Arbeidsgruppen skal også så langt det er mulig ta hensyn til nye forslag til EØS-relevante rettsakter i EU som kan få betydning for arbeidsgruppens forslag til nytt regelverk. Disse spørsmålene behandles ikke særskilt i rapporten, men vurderes i tilknytning til de temaene der dette anses aktuelt.

Forordningen om etablering av det nye europeiske tilsynsorganet på verdipapirområdet (ESMA), Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) er ikke inntatt i EØS-avtalen. ESMAs rolle overfor norske myndigheter og institusjoner er med andre ord uavklart. På tidspunktet for ferdigstillelsen av denne rapporten er heller ikke AIFMD inntatt i EØS avtalen. Det forventes at det må gjøres tilpasninger ved innlemmelsen av direktivet på de områder hvor ESMA gis bindende myndighet. Dette gjelder for eksempel der ESMA er gitt bindende myndighet til å avgjøre tvister mellom kompetente myndigheter. Bestemmelser som gjelder tilsynsmessig samarbeid og rapporteringsrutiner anses uproblematisk. Ettersom AIFMD ikke er inntatt i EØS-avtalen og det ikke foreligger en tilpasningstekst, har ikke arbeidsgruppen foreslått regler for gjennomføring av bestemmelser som gis ESMA bindende myndighet. Arbeidsgruppen legger til grunn at det i det videre lovarbeidet tas hensyn til norske tilpasninger på disse områdene.

1.3 **Kort om AIFMD – bakgrunn og reguleringshensyn**

Finansmarkedene er internasjonale og det er vanskelig å håndtere risikoen knyttet til de alternative investeringsfondene uten samordnede nasjonale tiltak. Dette var noe av bakgrunnen for at G-20-lederne ble enige om å gjennomføre felles tiltak rettet mot hedgefond og hedgefondforvaltere. The International Organization of Securities Commissions «IOSCO» fulgte

i juni 2009 opp med å vedta seks overordnede prinsipper om regulering av hegdefond (Hedge Fund Oversight, Report of the Technical Committee of IOSCO av 22. Juni 2009).

Forvaltere av ulike typer alternative investeringsfond forvalter betydelige verdier og kan utøve stor innflytelse i de markeder og selskaper de investerer i. Den internasjonale finanskrisen viste at forvalterne kan bidra til å spre eller øke risikoen i finansmarkedene. Enkelte av de strategier som benyttes er utsatt i vanskelige tider og kan innebære betydelig risiko for både investorer, andre markedsaktører og markedene. Dette fremheves som begrunnelse for en samordnet regulering av alternative investeringsfond i Europa.

AIFMD ble vedtatt i EU 8. juli 2011 og frist for gjennomføring i nasjonal rett i er 22. juli 2013. Direktivet legger til rette for et internt marked i EØS-området for alternative investeringsfond og innfører harmoniserte krav til forvaltere og tilsynet med disse.

Et viktig formål med direktivet er å møte risikoen knyttet til alternative investeringsfond og betydningen for investorer og markeder i Europa på en enhetlig måte. Det forventes bedre gjennomsiktighet i markedene som følge av felles regler for registering, rapportering og kontroll. Direktivet skal også bidra til å styrke investorvernet, og sikre europeiske aktører bedre markedsadgang og konkurransevilkår internasjonalt.

Et alternativt investeringsfond er noe forenklet beskrevet enhver form for kollektiv investering som ikke er et UCITS fond. UCITS fond er verdipapirfond etablert i en EØS-stat og som følger reglene i direktiv 2009/65/EF. UCITS-direktivet er gjennomført i norsk rett ved lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond («verdipapirfondloven»). Dette betyr at AIFMD omfatter en sammensatt gruppe av aktører som forvalter et bredt spekter av ulike typer kollektive investeringer, herunder både aktive eierfond, eiendomsfond, nasjonale fond etter verdipapirfondloven og hedgefond som ikke regnes som spesialfond.

Direktivet regulerer forvalternes virksomhet som sådan, og ikke de kollektive investeringer som faller inn under definisjonen alternative investeringsfond. Direktivet regulerer med andre ord ikke selve fondene. Direktivet er ikke til hinder for nasjonale regler om alternative investeringsfond, og reglene om nasjonale fond etter verdipapirfondloven kan derfor opprettholdes etter at AIFMD er gjennomført i norsk rett.

AIFMD innfører konsesjonsplikt for forvaltere som forvalter fond med en samlet forvaltningskapital over visse terskelverdier, og registrering- og rapporteringsplikter for øvrige forvaltere av alternative investeringsfond. Forvaltere som er underlagt registreringsplikt kan frivillig velge å underlegges reglene for tillatelse og dermed også de øvrige kravene i AIFMD. I så fall vil en kunne benytte seg av adgangen til å markedsføre fondene grensekryssende gjennom et meldesystem.

Direktivet inneholder både organisatoriske krav til forvalter og krav til hvordan virksomheten skal utøves. Dessuten inneholder direktivet informasjonsplikter som skal sikre åpenhet og regler om rett til å markedsføre alternative investeringsfond i hele EØS området. Direktivet forutsetter at det føres tilsyn med forvaltere av alternative investeringsfond og at det innføres regler om sanksjoner ved brudd på regelverket.

AIFMD regulerer markedsføring av alternative investeringsfond overfor profesjonelle investorer. Dersom det åpnes for markedsføring av særskilte typer av alternative investeringsfond overfor ikke-profesjonelle (forbrukere), forutsetter direktivet at myndighetene i forkant gjør en vurdering av hvorvidt det enkelte fond er av en slik type som er tillatt markedsført overfor forbrukere. Ved markedsføring av alternative investeringsfond overfor ikke profesjonelle, kan det innføres strengere krav til både fondet og forvalter.

Det er ikke noen enhetlig eller felles regulering i Norge av hverken forvaltning av alternative investeringsfond eller fondene som sådan. Foruten den lovgivning som gjelder alle næringsdrivende, herunder selskapsretten, er norsk regulering på dette området begrenset til det som følger av verdipapirfondlovens regler, og til dels reglene om ytelse av investeringstjenesten aktiv forvaltning etter lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 («verdipapirhandelloven»).

2 SAMMENDRAG OG LOVTEKNIKK

2.1 Hovedinnhold

Arbeidsgruppen foreslår i rapporten at det vedtas en lov om forvaltning av alternative investeringsfond som gjennomfører AIFM-direktivet i norsk rett. Loven vil regulere virksomheten til forvalter. Forslaget inneholder ikke regler om de ulike kollektive investeringsstrukturer som regnes som alternative investeringsfond.

I samsvar med direktivet foreslås en vid definisjon av alternative investeringsfond, slik at den, med noen unntak, vil omfatte enhver innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS-fond etter verdipapirfondloven. Det skal utpekes forvalter for hvert enkelt fond, se nærmere om dette i kapittel 5.4. Dersom det ikke utpekes en ekstern forvalter for fondet, skal fondet anses internt forvaltet. Fond som er internt forvaltet, kan ikke være forvalter for andre fond.

I kapittel 3 gis det en beskrivelse av de bransjer som blir berørt av den nye lovgivningen, og kapittel 4 inneholder en oversikt over gjeldende rett. Forslaget vil berøre både foretak som i dag ikke er underlagt særskilt regulering og tilsyn, slik som forvaltere av aktive eierfond (private equity) og eiendomsfond og forvaltningsselskap som forvalter nasjonale fond regulert i verdipapirfondloven.

Det foreslås innført konsesjonsplikt for forvaltere som har en samlet kapital under forvaltning over visse terskelverdier, og registrerings- og rapporteringsplikter for øvrige forvaltere. Se nærmere om dette i kapittel 6 og 7. Forvaltere som er underlagt registreringsplikt kan frivillig velge å søke om tillatelse og underlegges lovens øvrige regler. Forvalter med tillatelse vil blant annet få rett til å markedsføre fondene til profesjonelle investorer grensekryssende etter et meldesystem.

Forvaltere med tillatelse til å forvalte alternative investeringsfond vil etter forslaget bli underlagt virksomhetsbegrensningsregler. Se nærmere om dette i kapittel 7.1. I tillegg vil forvaltere med tillatelse bli underlagt både operasjonelle og organisatoriske krav. Det stilles blant annet kvalifikasjonskrav til ledere, krav til ansvarlig kapital, krav til god forretningsskikk, håndtering

av interessekonflikter, risikostyring og til utkontraktering. Arbeidsgruppen foreslår at forvaltere som i tillegg har tillatelse til å yte individuell porteføljeforvaltning, skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond. I kapittel 8 og 9 beskrives nærmere de operasjonelle og organisatoriske kravene en forvalter med tillatelse foreslås underlagt.

Kapittel 10 inneholder forslag om hvilke opplysninger som må foreligge om hvert enkelt alternativt investeringsfond, herunder årsrapport og informasjon som skal gjøres tilgjengelig for investorer før investering i fondet. Videre stilles det krav til rapportering til kompetent myndighet.

Det foreslås at det må utpekes en depotmottaker for hvert enkelt fond som forvaltes av en forvalter med tillatelse etter loven. For en bestemt type lukkede fond foreslås det at andre enn kredittinstitusjoner og verdipapirforetak kan oppnevnes som depotmottaker. De nærmere regler om depotmottakers oppgaver og hvem som kan utpekes fremgår av kapittel 13.

Direktivet innfører et meldesystem for å legge til rette for et internt marked i EØS-området for markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer, og for grensekryssende forvaltning. I kapittel 14 redegjøres det nærmere for de regler som foreslås for gjennomføring av direktivets bestemmelser på dette punkt. Arbeidsgruppen foreslår at det åpnes for at alternative investeringsfond etablert utenfor EØS-området etter tillatelse og nærmere regler kan markedsføres til profesjonelle investorer i Norge. Forslaget vil bety at norske forvaltningsmiljø fortsatt vil kunne markedsføre sine fond etablert utenfor EØS-området.

Arbeidsgruppen ser det som naturlig at Finanstilsynet utpekes som kompetent myndighet. Det foreslås at Finanstilsynet gis myndighet til å føre tilsyn med at forvaltere etterlever lovens bestemmelser og til å tildele tillatelser og fatte andre vedtak etter den nye loven. I kapittel 16 redegjøres det nærmere for forslagene om tilsynsmyndighetens kompetanse og administrative sanksjoner.

Arbeidsgruppen er bedt om å vurdere om alternative investeringsfond bør kunne markedsføres til ikke-profesjonelle kunder, og i så fall utarbeide forslag til hvordan det nasjonale handlingsrommet etter direktivet kan benyttes. I dag kan alle typer alternative investeringsfond markedsføres, med unntak av spesialfond. Dette betyr at de fleste av de investeringsprodukt som faller innenfor kategorien kan markedsføres til forbrukere, og andre ikke-profesjonelle kunder. I kapittel 15 redegjøres det blant annet for gjeldende rett, EØS-rett og bakgrunnen for de særlige reglene om spesialfond. I kapittel 15.5 drøftes nærmere de hensyn arbeidsgruppen mener bør vektlegges ved vurderingene og ulike hovedalternativer.

Etter arbeidsgruppens syn bør alternative investeringsfond fortsatt kunne tilbys til ikke-profesjonelle investorer. Det foreslås at det innføres et styrket investorvern gjennom blant annet krav til tillatelse, krav til god forretningsskikk, egnethetsvurdering, og til utarbeidelse av et særlig tilpasset informasjonsdokument (nøkkelinformasjon). Det foreslås også at Finanstilsynet gis hjemmel til å kunne gripe inn i form av å kunne nedlegge forbud mot salg av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. Medlemmet fra Forbrukerombudet støtter innføring av tiltak som vil gi økt investorbeskyttelse, men mener at det også må innføres krav om en særskilt tillatelse før det enkelte alternative investeringsfond tilbys på forbrukermarkedet. Finansdepartementets medlemmer er positive til de foreslåtte tiltakene for å styrke

forbrukervernet, men tar ikke stilling til hvorvidt forbrukerbeskyttelsen, med de foreslåtte tiltakene, er brakt opp på et tilstrekkelig høyt nivå.

Det foreslås enkelte overgangsordninger for å legge til rette for at de aktører som blir berørt av det nye regelverket kan gjøre nødvendige tilpasninger i virksomheten. Det vises til kapittel 17 i rapporten. I dette kapitlet redegjøres det også for forslag til enkelte endringer i andre lover.

Forslaget vil innebære økte kostnader for forvaltere av alternative investeringsfond, særlig for de som vil bli underlagt konsesjonsplikt og som i dag ikke er under tilsyn. Disse forvalterne vil måtte tilpasse seg omfattende krav til virksomheten og rapporteringsplikter. I kapittel 18 gis noen overordnede vurderinger av de økonomiske og administrative konsekvenser av en gjennomføring av lovforslaget.

2.2 Egen lov eller tilpasning av verdipapirfondloven

Arbeidsgruppen foreslår at det vedtas en egen lov for gjennomføring av AIFMD. Samtidig har arbeidsgruppen ansett det som hensiktsmessig å beholde reguleringen av forvaltning av verdipapirfond i verdipapirfondloven.

Alternative investeringsfond representerer en uensartet gruppe av kollektive investeringsstrukturer med ulike produktegenskaper. Direktivet regulerer først og fremst virksomheten til forvalter og inneholder i utgangspunktet ikke felleseuropeiske regler for fondene. Verdipapirfondloven gir detaljert produktregulering for de alternative investeringsfond som faller inn under kategorien verdipapirfond.

Verdipapirfondloven bygger på UCITS-direktivet, og hensynet til forbrukerbeskyttelse står høyt. AIFMD harmoniserer kravene til forvaltning og markedsføring av andre fond enn UCITS-fond, og retter seg mot profesjonelle investorer. Etter arbeidsgruppens oppfatning tilsier dette at AIFMD gjennomføres i en egen lov. Etter arbeidsgruppens vurdering er det hensiktsmessig å beholde en samlet regulering av samtlige verdipapirfond i verdipapirfondloven, som nylig har vært gjenstand for lovrevisjon. Reguleringen av nasjonale fond bør derfor beholdes i verdipapirfondloven.

En ulempe med denne reguleringsteknikken er at forvaltere av nasjonale verdipapirfond må forholde seg til begge lovene. Dette hensynet anses likevel ikke tilstrekkelig tungtveiende for å samle regelsettene i en lov, eller å eventuelt innføre regler for nasjonale fond i den nye loven. De høye terskelverdiene for krav om tillatelse etter den nye loven, innebærer at det for noen forvaltningsselskap kun vil være reglene om rapportering- og registreringsplikt som får betydning. Berørte foretak må, uavhengig av reguleringsteknikk, i praksis uansett forholde seg til begge regelsettene.

Arbeidsgruppens foreslår å beholde reglene om nasjonale fond, herunder reglene for etablering, forvaltning og markedsføring, i verdipapirfondloven. Verdipapirfond og tilsvarende utenlandske fond som skal markedsføres til ikke-profesjonelle kunder krever dermed tillatelse etter verdipapirfondloven.

Arbeidsgruppen foreslår at reglene som gjennomfører AIFMD inntas i en ny om lov om forvaltning av alternative investeringsfond. Forvaltere av alternative investeringsfond må

forholde seg til kravene til tillatelse til forvaltning og markedsføring i denne loven, herunder kravene til myndighetsrapportering. Dette vil gjelde uavhengig av fondstype og kommer også til anvendelse for forvaltere av nasjonale fond etter verdipapirfondloven dersom forvalteren overskrider nærmere bestemte terskelverdier for konsesjonsplikt.

3 BESKRIVELSE AV BERØRTE BRANSJER

AIFMD regulerer forvaltning av et bredt spekter av ulike investeringsprodukter i form av kollektive investeringer. Noen av disse er i dag regulert, slik som forvaltning av nasjonale verdipapirfond som er omfattet av verdipapirfondloven, men de fleste er ikke underlagt særskilt regulering.

I det følgende beskrives først forvaltning av verdipapirfond, herunder om aktører og forvaltningskapital. Forvaltere av verdipapirfond vil omfattes av AIFMD når disse forvalter nasjonale verdipapirfond (verdipapirfond som ikke er UCITS). Deretter gis det i kapittel 3.2 og 3.3 en beskrivelse av hvilke andre typer alternative investeringsfond som vil bli berørt av lovforslaget, og hvordan disse er organisert. Oversikten skiller mellom private equity, som også benevnes aktive eierfond, og enkelte andre typer alternative investeringsfond som hedgefond (som også kan være organisert som spesialfond), infrastrukturfond og eiendomsfond /-syndikater (som investerer i ulike former for fysiske aktiva som for eksempel eiendom eller skip).

3.1 Forvaltning av verdipapirfond

Norske fondsforvaltningsselskaper, som reguleres av verdipapirfondloven, kan forvalte både UCITS-fond og nasjonale fond, herunder spesialfond.

Verdipapirfond som tilfredsstiller kravene i EUs UCITS-direktiv ("Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives"), gjennomført i nasjonal lovgivning, kan etter godkjennelse i ett EØS-land markedsføres i hele EØS-området etter melding til tilsynsmyndighetene i det enkelte land (passportregime). Slike fond omtales som UCITS-fond, og faller utenfor virkeområdet til AIFMD. Hovedformålet med UCITS-regelverket er å skape et felles marked i EØS-området for verdipapirfond med harmoniserte regler om blant annet investeringsbegrensninger og risikospredning, og som skal bidra til at produktet er egnet som investeringsalternativ for ikke-profesjonelle investorer.

Verdipapirfond som er godkjent i henhold til nasjonale regler, men som ikke tilfredsstiller kravene i EUs UCITS-direktiv, omtales som nasjonale fond eller non-UCITS. Slike fond fraviker én eller flere av reglene i nasjonalt regelverk som gjennomfører UCITS-direktivet, for eksempel når det gjelder krav til risikospredning. Nasjonale fond kan inndeles i to hovedkategorier:

1. Verdipapirfond som i prinsippet er underlagt full regulering etter lov om verdipapirfond, men som har søkt og fått dispensasjon fra nærmere angitte investeringsbegrensninger (tradisjonelle nasjonale fond). Verdipapirfondloven gir en uttømmende regulering av hvilke investeringsbegrensninger det kan gis slik individuell dispensasjon fra. Enkelte bestemmelser kan det ikke gjøres unntak fra, som for eksempel forbud mot opptak av lån og maksimal

eksponering ved bruk av derivater. Slike nasjonal fond kan motta tegninger fra ikke-profesjonelle investorer.

2. Verdipapirfond som bare delvis er underlagt investeringsbegrensningene i lov om verdipapirfond (omtalt som spesialfond). Spesialfond har større fleksibilitet med hensyn til investeringsstrategi enn øvrige verdipapirfond. Spesialfond må være åpent for innløsning minst én gang i året. Spesialfond er videre unntatt fra bestemmelser om krav til risikospredning, har unntak fra forbudet mot å ta opp lån og unntak fra lovens forbud mot å selge finansielle instrumenter fondet ikke eier (shortsalg). Andeler i spesialfond kan bare selges til profesjonelle kunder.

Samtlige nasjonale fond, herunder spesialfond, er kun godkjent for salg og markedsføring innenlands, og har ikke den markedsføringsadgangen etter passportreglene som gjelder for UCITS-fond i EØS.

3.1.1 Aktører og størrelse

Tall fra Verdipapirfondenes forening viser at ved utgangen av januar 2013 forvaltet 420 norskregistrerte verdipapirfond en samlet forvaltningskapital på nesten 565 mrd. kroner. Av dette utgjorde UCITS-fond i overkant av 391 mrd. kroner fordelt på 242 fond, nasjonale fond 172 mrd. kroner fordelt på 176 fond, mens spesialfond utgjorde i overkant av 1 mrd. kroner fordelt på to fond. Nasjonale fond og spesialfond utgjorde 31 prosent av den samlede forvaltningskapitalen og i overkant av 42 prosent av antall fond. Tallene viser således at en vesentlig andel av fondsforvaltningsselskapenes virksomhet er knyttet til forvaltningen av nasjonale fond.

Tallene viser videre at det var 12 forvaltningsselskaper som ved utgangen av januar 2013 forvaltet nasjonale fond og/eller spesialfond med eiendeler som overstiger kapitalgrensen på EUR 100 millioner. Til sammen forvaltet disse forvaltningsselskapene omkring 171 mrd. kroner i slike fond.

Det forventes fra bransjehold at en rekke nasjonale fond vil benytte adgangen i den nye verdipapirfondloven til å fusjonere inn i UCITS-fond, eventuelt å omdanne fondet til et UCITS. Driveren for denne forventede utviklingen er dels adgangen til å kunne markedsføre fondene grensekryssende, og dels at UCITS-fond er mer attraktive plasseringsalternativer for kundegrupper som er underlagt kapitaldekningsregler (eksempelvis pensjonskasser) ved at det kan plasseres en større andel kapital i UCITS-fond enn i nasjonale fond.

3.1.2 Styringsdokumenter for verdipapirfond

Fondsforvaltningsselskapet skal fastsette vedtekter for hvert verdipapirfond det forvalter. Fondsvedtektene representer den juridiske avtalen som forvaltningsselskapet inngår med den enkelte andelseier. Vedtektene skal inneholde de mest sentrale opplysningene som kan sies å identifisere fondet, herunder regler for plassering av fondets midler, risiko og kostnader. Det skal framgå av vedtektene når fondet er åpent for tegning og innløsning, samt om fondet skal ha ulike andelsklasser og hva som kjennetegner de enkelte klassene.

Vedtektene skal fastsettes av styret i forvaltningsselskapet, og behandles av Finanstilsynet i forbindelse med tillatelsen til å etablere verdipapirfondet. Forvaltningsselskapet kan ikke selge

andeler i fondet eller kjøpe verdipapirer til fondet før Finanstilsynet har gitt tillatelse til etablering.

Finanstilsynet skal også godkjenne endringer i vedtektene. Det er en forutsetning for godkjenning at et flertall av de andelseiervalgte styremedlemmene har stemt for endringen, og at 75 prosent av representerte andelseiere i andelseiermøtet har sluttet seg til endringen. Dersom lovens krav til innhold i vedtekter og prosedyren for vedtektsendringer er fulgt, skal vedtektene godkjennes.

Forvaltningsselskapet skal utarbeide et prospekt for hvert verdipapirfond. Fondsvedtektene inngår som en del av prospektet. Kravene til hvilke opplysninger som skal inngå i prospektet følger av verdipapirfondforskriften. Generelt skal prospektet inneholde den informasjon som er nødvendig for at en investor skal kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet og risikoen som er involvert. Sentrale opplysninger i denne forbindelse er beskrivelse av fondets investeringsmandat, risikoprofil, kostnader og historisk avkastning. Prospektet skal være allment tilgjengelig, og ved forespørsel utleveres kostnadsfritt til investor før kontraktsinngåelse.

Forvaltningsselskapet skal utarbeide et informasjonsdokument, kalt nøkkelinformasjon (Key Investor Information Document) for hvert fond det forvalter. Spesialfond er unntatt fra dette kravet. Formålet er å gjøre det lettere for investorer å foreta en sammenligning mellom fond fra ulike forvaltningsselskaper. Dokumentet skal utformes på en slik måte at det gjør det mulig for investor å foreta en investeringsbeslutning på informert grunnlag.

De detaljerte kravene til innholdet i nøkkelinformasjonen følger av en EU-forordning, og gjelder likt innenfor EØS-området. Dokumentet skal utformes etter en bestemt mal og være på maksimalt to sider. Rekkefølgen på de opplysninger som dokumentet skal inneholde er gitt, og det er ikke adgang til å inkludere andre opplysninger enn det som følger av forordningen. Informasjonen skal presenteres på et lett forståelig språk, der fagterminologi og tekniske uttrykk skal unngås så langt det er mulig.

Nøkkelinformasjonen skal gis til investor før tegning finner sted. Denne plikten gjelder både for forvaltningsselskapet og for distributører som opptrer på selskapets vegne.

3.2 **Private equity – aktive eierfond**

Private Equity-fond er et begrep som benyttes om en gruppe kollektive investeringsstrukturer som investerer kapital i selskaper, omtalt som ”porteføljeselskaper”. Porteføljeselskapene er som oftest ikke børsnotert. Dersom porteføljeselskapets aksjer er børsnotert vil formålet typisk være å ta det av børs (herav ”*private*”). Formålet er å skape avkastning for investorene ved senere salg av selskapene. Dette søkes oppnådd ved at fondene opptrer aktivt i porteføljeselskapene. Dette er et typisk kjennetegn ved private equity-virksomhet, og som skiller det fra andre typer alternative investeringsformer som for eksempel hedgefond eller spesialfond. I det følgende benyttes fellesbetegnelsen ”aktive eierfond” om alternative investeringsfond som benytter en private equity-strategi.

Aktiviteten kjennetegnes ved at det aktive eierfondet søker å få betydelig innflytelse eller kontroll over porteføljeselskapene. Gjennom slik innflytelse eller kontroll i porteføljeselskapene kan det aktive eierfondet bidra til verdiøkning gjennom blant annet å tilføre spisskompetanse om

den virksomhet porteføljeselskapet driver, eller om potensielle vekstmarkeder, gjerne i andre land eller regioner. Kompetansen innehas av det aktive eierfondets rådgiver, og bistanden fra rådgiveren skjer gjennom styrerepresentasjon, og/eller direkte rådgivning til porteføljeselskapet.

Aktive eierfond er en samlebetegnelse som omfatter flere ulike markedssegmenter som for eksempel venturefond, vekstfond, oppkjøpsfond. Begrepet omfatter dermed alt fra små såkornfond på 100 millioner kroner, som gjerne kan være støttet av statlig kapital, til større oppkjøpsfond på opp til 10 milliarder kroner. Organisering av fondsstrukturer og avtalevilkår vil være tilpasset de ulike segmentene.

3.2.1 Sentrale kjennetegn ved aktive eierfond

Aktive eierfond har generelt følgende kjennetegn:

- Aktive eierfond retter seg normalt mot et relativt lavt antall institusjonelle og profesjonelle investorer, og det vil typisk gjelde et krav til minstetegning. Alt etter type fond kan det være tale om et par investorer, til mellom 50 og 100 for særlig store fond.
- Ved kjøp av andeler forplikter investoren seg til å betale inn et maksimalt beløp under fondets investeringsperiode (kommittering). Kommitteringen kalles inn etter hvert som fondet pådrar seg kostnader, typisk ved investeringer i porteføljeselskaper.
- Andelseierne har ingen innløsningsrett. Eventuelle overdragelser av andeler kan skje i annenhåndsmarkedet, se nærmere omtale av dette nedenfor.
- Aktive eierfond har en på forhånd definert levetid, normalt mellom 7 og 12 år, og skal oppløses når levetiden for fondet er omme.
- Aktive eierfond er en eier med et langsiktig perspektiv i porteføljeselskapene. Dette innebærer at prosessen mot en eventuell investering normalt strekker seg over lang tid og består blant annet av due diligence-undersøkelser, forhandlinger om aksjekjøpsavtaler (med selger) eller investeringsavtaler (med porteføljeselskapet) og om aksjonæravtaler (med øvrige eiere og ansatte i målselskapet).
- Aktive eierfond erverver porteføljeselskaper med det formål å eie selskapene i en tidsavgrenset periode. I eierperioden er formålet å forbedre alle sider av porteføljeselskapets virksomhet, slik som den finansielle stilling, effektivisering av driften og å utvikle og forbedre produkter, for deretter å selge et bedre og mer lønnsomt selskap enn det som ble ervervet. Typisk eierperiode vil være mellom tre og ti år, men dette vil avhenge av de konkrete forholdene, herunder den perioden som gjenstår av det aktuelle fondets levetid.

Den økonomiske utviklingen i porteføljeselskapene, og i siste instans fondet, er avhengig av en rekke faktorer, herunder rådgiverens evne til å utvikle porteføljeselskapene, generelle markedsforhold og vilkårene for tilgangen på kreditt. Større aktive eierfond i oppkjøpssegmentet kan bidra til positive resultater fordi de også kan stille kapital til rådighet for et porteføljeselskap, dels gjennom egen investering og dels gjennom lånefinansiering.

Aktive eierfond tar normalt ikke opp lån på fondets balanse. Eventuell belåning skjer på porteføljenivå, det vil si i porteføljeselskapene. Dette vil i praksis ikke skille seg fra situasjoner der et selskap tar opp lån, og innebærer at risikoen ved investeringene isoleres på selskapsnivå. Et aktivt eierfond vil dermed ikke på fondsnivå påvirkes i vesentlig grad dersom et

porteføljeselskap skulle lide tap. Heller ikke andre porteføljeselskaper vil bli påvirket, med mindre de har andre forbindelser til det aktuelle porteføljeselskapet.

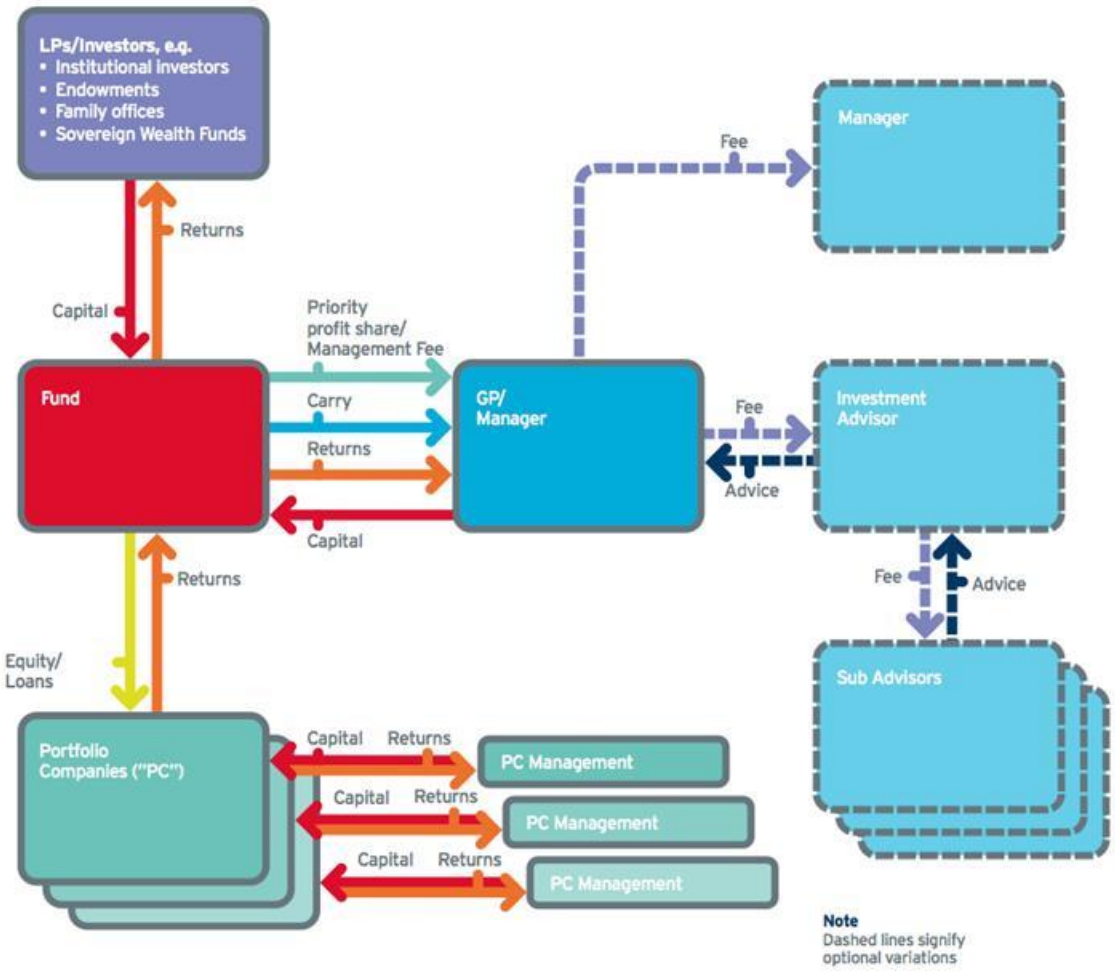
3.2.2 Organisering av forvaltning

Aktive eierfond er organisert som selvstendige juridiske enheter (selskaper), men typisk uten egne ansatte. Fondets hovedvirksomhet forestås normalt av en rådgiver som opptrer på fondets vegne. Rådgivningen består i å gi råd knyttet til investeringsvirksomheten overfor det aktive eierfondets styrende organer. Det er disse som har kompetanse til å fatte endelig beslutning om investering, realisasjon og lignende.

Rådgiverens tjenester vil i tillegg omfatte det å finne potensielle investeringer (gjerne kalt "sourcing"), og å etablere en strategi for avhending av porteføljeselskapene frem mot avviklingen av det aktuelle fondet. Tjenestene knyttet til transaksjonene kommer i tillegg til det aktive eierskapet som skjer under fondets eierperiode, der personer hos rådgiveren gjerne bidrar med spisskompetanse til porteføljeselskaper. Rådgivers virksomhet vil naturlig omfatte risikostyring av fondets portefølje, både under eierperioden, og i forbindelse med råd knyttet til investeringer og realisasjon.

Rådgivning som tradisjonelt ytes til aktive eierfond anses ikke å falle inn under definisjonen av investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven. Norske rådgivningsselskaper er dermed ikke som sådan konsesjonspliktige eller underlagt særskilt regulering i Norge. Kompetansen til å fatte investeringsbeslutninger kan være utkontraktert fra det aktive eierfondet til en ekstern aktiv forvalter. Dette er i praksis sjelden forekommende. I det følgende benyttes ”rådgiver” som en fellesbetegnelse.

Organiseringen av et aktivt eierfond kan illustreres slik[1]:



Illustrasjonen ovenfor er dekkende for aktive eierfond som er organisert som et norsk eller utenlandsk selskap. Fondet vil typisk være organisert som et limited partnership, indre selskap, et kommandittselskap, eller noe mer sjeldent som et aksjeselskap.

For fond som er organisert som limited partership, indre selskap eller kommandittselskap ligger kompetansen til å fatte investeringsbeslutninger hos general partner, hovedmann eller komplementar (ved styret). For fond som er organisert som aksjeselskap er det styret som har kompetansen til å fatte investeringsbeslutningene.

Rådgivning eller forvaltning skjer etter avtale med fondet. Avtalen er normalt gjeldende i hele levetiden for det aktive eierfondet. Rådgiveren mottar normalt et fast årlig honorar for rådgivnings- og forvaltningstjenester. Rådgivers honorar er gjenstand for konkrete forhandlinger og vil variere mellom de ulike kategorier fond og etter markedsforhold. Det faste årlige honoraret vil normalt være i størrelsesorden 1,5–3 % av den samlede kapital investorene i det

[1] EVCA

aktive eierfondet har forpliktet seg til å investere (total kommittering, jf. ovenfor). Honoraret reduseres normalt når det aktive eierfondet har gjennomført alle investeringene, og i takt med at porteføljeselskapene selges og inntektene deles ut til fondets investorer.

Fondsstrukturen etableres i det alt vesentlige som skattetransparente strukturer med hovedmann, komplementar, eller general partner som investor i det aktive eierfondet. Dette innebærer at investorene beskattes løpende i sitt hjemland for sin andel av fondets inntekter, uavhengig av om inntektene deles ut eller ikke. I tillegg beskattes investorene for selve utdelingen fra fondet.

Norske miljøer som rådgir aktive eierfond av en viss størrelse, eller som søker å tiltrekke seg internasjonale investorer, etablerer gjerne fondsstrukturer utenfor Norge. Det er i Norge ikke fastsatt særskilt regulering av aktive eierfond og det anses derfor å være et lite hensiktsmessig regulatorisk og markedsmessig klima for etablering av aktive eierfond. Aktive eierfond etableres dermed ofte på Guernsey, Jersey eller i Luxembourg. Dette er jurisdiksjoner som er kjent for stabile rammebetingelser og profesjonelle tjenesteytere for fondsstrukturer. Aktive eierfond etablert i disse jurisdiksjonene vil etter lokale regler normalt være forpliktet til å oppnevne en administrator. Dette er tjenesteytere som normalt er regulert og underlagt tilsyn, og som yter administrative tjenester til fondsstrukturer. Administrator påser blant annet at innbetalinger til og utbetalinger fra det aktive eierfondet skjer i samsvar med selskapsavtalen, fører regnskap, gjennomfører rapportering til investorer og utfører kundekontroller etter regler om tiltak mot hvitvasking.

Administrators oppgaver har visse fellestrekk med oppgavene til en depotmottaker. Til forskjell fra depotmottakere for verdipapirfond vil administrator sjelden ha kontante midler eller finansielle instrumenter i depot. Investorene i et aktivt eierfond binder seg til å betale inn en nærmere bestemt sum i løpet av fondets investeringsperiode. Kapital kalles inn i forbindelse med gjennomføring av investeringer, og beholdes ikke på fondets hånd lenger enn nødvendig. Utdelingsreglene i et aktivt eierfond innebærer gjerne et sterkt insentiv til at fondet ikke holder pengemidler, se nærmere om dette nedenfor. Fondets finansielle instrumenter består normalt av aksjer, som sikres gjennom innføring i aksjeeierbok eller i andre rettighetsregistre. Administrator skal da kontrollere at registrering skjer.

I aktive eierfond som etableres med utenlandske investorer vil investorene nesten uten unntak stille krav om at de ansatte hos rådgiver investerer i det aktive eierfondet, slik at rådgiveren blir eksponert for tilsvarende risiko som andelseierne. Investeringen gjøres normalt gjennom hovedmannen/general partner, heretter omtalt under fellesbetegnelsen ”hovedmannen”, og representerer ofte minst 1–3 % av den kommitterte kapitalen. Hovedmannen hefter på selskapsrettslig grunnlag med hele sin formue for fondets forpliktelser utad, mens deltakernes ansvar er begrenset til innskuddsforpliktelsen. I noen tilfeller står denne investeringen prioritetsmessig bak de øvrige andelseierne. Dette innebærer at hele rådgiverens eller de ansattes investering i fondet går tapt, dersom ikke andelseierne får tilbake sitt investerte beløp. En slik investering er gjerne et minimumskrav fra andelseierne for at de ansatte hos rådgiveren gjennom hovedmannen skal få rett til eventuell meravkastning, ofte tilsvarende 20 % av all avkastning det aktive eierfondet oppnår over en bestemt "hurdle rate". Dette er en minsteavkastning for deltakerne, som etter markedspraksis normalt settes til 7-8 %. I tillegg er det ofte et krav fra investorene om at disse skal få tilbakebetalt den del av den kommitterte kapitalen som er

innbetalt til det aktive eierfondet før hovedmannen har rett til å motta noe. Beregningen av "hurdle rate" bidrar til at fondet ikke vil beholde pengemidler lenger enn absolutt nødvendig.

I motsetning til rådgiveren, som bare er operasjonelt eksponert mot det aktive eierfondet gjennom avtalen om rådgivning, er hovedmannen finansielt eksponert mot det aktive eierfondet gjennom sin investering. Årsaken til at hovedmannen mottar en forholdsmessig høyere avkastning på sin investering enn de øvrige investorer i tilfeller hvor det aktive eierfondet oppnår avkastning over "hurdle rate", er at hovedmannen tar en høyere risiko enn de øvrige investorene.

3.2.3 Markedssegmenter

Aktive eierfond omfatter flere markedssegmenter, og kan noe forenklet deles i tre hovedkategorier: venturekapital, vekst-/utviklingskapital ("growth capital") og oppkjøpsfond ("buyout"). Hver av disse kan igjen deles i flere underkategorier.

Venturekapital

Venturekapital er kapital som normalt investeres i en minoritetspost i en virksomhets tidligste fase, og kan deles inn i underkategoriene såkorninvestering (for eksempel kapital som investeres ved selskapsetableringen), tidligfaseinvestering (for eksempel kapital som investeres for å utvikle selskapets første produkt) og senfaseinvestering (for eksempel kapital som investeres for å bringe selskapets første produkter til markedet).

Aktive eierfond som tilhører venturekapitalkategorien investerer normalt i minoritetsposter i mange selskaper. I en tidlig fase av en virksomhet er det ofte vanskeligere å forutse om porteføljeselskapene vil lykkes. Mindre eierposter gir en balanse mellom å tilføre nødvendig kapital i det som kan være lovende virksomhet og risikospredning.

Porteføljeselskapene til denne typen aktive eierfond er normalt utelukkende egenkapitalfinansiert ettersom selskapene er i en fase hvor utgiftene langt overstiger inntekter og verdien av eiendeler. De ansatte og deres kompetanse utgjør den vesentligste verdien i slike selskaper. Det er derfor ofte helt nødvendig for utviklingen av selskapene at de tilføres risikovillig kapital.

Vekst-/utviklingsinvesteringer

Vekst-/utviklingsinvesteringer kjennetegnes ved at investeringene normalt foretas i minoritetsposter i små og middels store selskaper med det formål å bidra til at selskapet oppnår nærmere angitte formål. Dette kan for eksempel være tilgang til nye markeder, å utvikle nye produkter eller gjøre strategiske erverv eller omstruktureringer, for eksempel å ta et privat selskap på børs. Også for slike selskaper kan det være nødvendig å få tilført risikovillig egenkapital for å bidra til realisering av selskapets potensial.

Oppkjøpsfond ("buyout")

Med "buyouts" siktes normalt til investeringer i kontrollerende eierposter i modne selskaper med et potensial for god likviditetstilførsel. Buyouts gjennomføres i all hovedsak i private selskaper med et fåtall eiere, men av og til også i børsnoterte selskaper. I sistnevnte tilfeller er formålet å ta selskapet av børs. I motsetning til ved ventureinvesteringer og vekstinvesteringer finansieres en

del av kjøpesummen normalt ved lån. I norsk sammenheng er transaksjonene i buyout-segmentet av en mer beskjeden størrelse enn det som ofte er tilfellet i utlandet, og lånefinansiering tilsvarende mindre.

Målselskaper for buyout-segmentet er typisk mer modne selskaper. Disse har en mer etablert virksomhet enn det som er tilfellet i venture, vekst- og utviklingsinvesteringer, og kan ha mindre behov for å bli tilført egenkapital. Slike erverv skjer ofte som kjøp av aksjeposter fra eksisterende aksjonærer, gjerne kombinert med tilførsel av egenkapital til selskapet. Formålet er det samme som i de øvrige segmenter, nemlig å bidra til en positiv utvikling for det aktuelle porteføljeselskapet gjennom aktivt eierskap.

3.2.4 Markedsføring mv.

Markedsføring av aktive eierfond skjer primært som markedsføring av rådgivningsmiljøet.

Lansering av nye aktive eierfond skjer gjerne gjennom forhandlinger med typisk institusjonelle og profesjonelle investorer hvor investorene samtidig foretar due diligence-undersøkelser av rådgivningsmiljøet. Aktive eierfond er, som nevnt ovenfor, lukkede strukturer. Det skjer dermed ingen løpende markedsføring. Markedsføringen foregår ved lansering av nye fond.

Forhandlingene mellom rådgiver og potensielle investorer vil typisk gjelde vilkårene for fondet, herunder rådgivers rett til honorar, andre kostnader, bemanning hos rådgiver, krav til investering fra hovedmannen, forholdet til tidligere fond (med krav om at disse lukkes) og rådgivers adgang til å starte nye fond eller drive annen virksomhet.

Markedsføringen vil gjerne skje på grunnlag av et *private placement memorandum* ("PPM") eller et prospekt som gir en presentasjon av det planlagte fondet, hovedvilkår for fondet, investeringsstrategi og nøkkelpersoner hos rådgiver samt et utkast til selskapsavtale for fondet og utkast til avtale med rådgiver. Dokumentene vil være bindende for rådgiveren i forvaltningen av fondet.

Selskapsavtalen for fondet blir ferdigstilt etter at forhandlingene med investorene er avsluttet og vil inngå som del av tegningsdokumentasjonen, sammen med PPM og en tiltredelseserklæring til selskapsavtalen.

Enkelte investorer kan kreve å få tilkjent særlige rettigheter under forhandlingene. Dette kan for eksempel gjelde en rett til å reservere seg mot enkelte investeringer, dersom investeringene er i strid med interne retningslinjer eller lovregler investoren er bundet av. Dette kan for eksempel være krav til etisk forsvarlige investeringer. Andre slike særrettigheter kan gjelde rett til saminvesteringer eller ko-investeringer, som gir rett til å investere i porteføljeselskaper direkte og parallelt med fondet. Ko-investeringer kan være gunstig både for fondet og for investoren. For fondet kan det gjøre det mulig å investere i større selskaper enn det som ellers ville ha vært mulig (som følge av investeringsbegrensninger og krav til risikospredning). Investoren drar fordel av rådgiverens kompetanse, men unngår å betale rådgivningshonorar på det beløpet som er direkteinvestert i porteføljeselskapet.

Selskapsavtaler for aktive eierfond vil normalt kreve at alle andelseierne tilbys tilsvarende særrettigheter før de eventuelt tegner seg (såkalte "*most favoured nations*"-bestemmelser).

Særrettighetene til de ulike investorene nedfelles i såkalte «side letters» som inngår som vedlegg til selskapsavtalen. Disse utgjør en del av styringsdokumentene for fondet, på linje med selskapsavtalen som sådan, PPM og rådgivningsavtalen.

3.2.5 Størrelsen på bransjen

Som nevnt over er ikke aktive eierfond som sådan eller rådgivere for slike fond underlagt særskilt regulering eller tilsyn i Norge per i dag. Analyseselskapet Menon Business Economics utarbeider bransjestatistikk i samarbeid med det paneuropeiske analyseinstituttet PEREP-Analytics på oppdrag fra bransjeforeningen Norsk Venturekapitalforening (NVCA). Det statistiske materialet innhentes fra nær sagt alle norske private equity-selskaper. NVCA definerer et norsk private equity-selskap som et rådgivningsselskap som er etablert i Norge, uavhengig av hvor fondet er etablert.

Per 31. desember 2012 var det ifølge NVCA etablert 46 rådgivningsselskap i Norge. Disse besto av 15 rådgivningsselskap for såkornfond, 20 rådgivningsselskap for venturefond og 11 rådgivningsselskap for oppkjøpsfond. Fem utenlandske rådgivningsselskaper hadde en tilstedeværelse i Norge (dog ingen fond i Norge).

I 2012 ble det ifølge NVCA og Menon Business Economics kommittert om lag 1,84 milliarder kroner i ny kapital til aktive eierfond rådgitt av norske miljøer. Dette er fordelt på de ulike segmentene med 42 millioner for såkorn/tidligfasefond, 294 millioner til venturefond og 1,5 milliarder til oppkjøpsfond. Over de siste 10 årene er det blitt reist ca. 73 milliarder kroner til aktive eierfond. Ettersom aktive eierfond har en viss levetid, vil totalt kommitteringsbeløp variere fra år til år i takt med lansering av nye fond. Aktuelle markedsforhold kan også forsinke eller fremskynde lansering av nye fond.

Etter det arbeidsgruppen er kjent med finnes det ingen alternative eierfond etablert i Norge som på individuelt grunnlag overstiger terskegrensene i AIFMD. Det anses lite sannsynlig at det vil bli etablert aktive eierfond i Norge over terskelgrensene i AIFMD innen overskuelig fremtid. Et fåtall norske rådgivningsmiljøer for aktive eierfond innenfor buyout-segmentet rådgir fond etablert i andre land som på konsolidert basis kan overstige terskelgrensene i AIFMD.

3.2.6 Kort om private equity-bransjen i andre land

Private equity er en relativt ung bransje i Norge sammenlignet med andre land, og særlig USA og Storbritannia, hvor slike fond har eksistert lenge. Private equity er i stor grad en internasjonal bransje i den forstand at rådgivningsmiljøer ofte er etablert i én jurisdiksjon, mens selve fondsstrukturen er etablert i en annen. Dette har sammenheng med at rådgivningsmiljøer gjerne trenger nærhet til det marked som fondet skal investere i, kombinert med at fondet retter seg mot et internasjonalt investormarked. Dette innebærer også at avtaleverket og hovedvilkårene for investering i aktive eierfond er relativt uniforme for sammenlignbare fond.

Blant norske rådgivningsmiljøer som retter seg mot utenlandske investorer er det svært vanlig å etablere fond på for eksempel Jersey eller Guernsey. Samtlige av de større norske rådgivningsmiljøer er organisert på denne måten. Blant amerikanske rådgivningsmiljøer har det vært vanlig å etablere fondsstrukturer i staten Delaware. Blant andre utenlandske

rådgivningsmiljø, som er etablert i for eksempel Storbritannia, Sverige og Finland, er det som for norske miljøer vanlig å etablere fond på Guernsey eller Jersey.

Stater som Delaware, Guernsey og Jersey har som ledd i sin næringsstrategi søkt å legge til rette for etablering av fondsstrukturer. Dette er gjort gjennom selskapslovgivningen og annet rammeverk. I denne sammenheng kan det nevnes at Luxembourg, som ledd i lovforslag for gjennomføring av AIFMD har foreslått endringer i sin selskapslovgivning ved innføring av en særlig type kommandittselskap som skal være tilpasset de behov fondsindustrien har for fleksibilitet og stabil rammelovgivning. Guernsey og Jersey regulerer administratorer for aktive eierfond. Det finnes også andre profesjonelle tjenesteytere som revisorer og advokater med særlig kompetanse knyttet til aktive eierfond og deres virksomhet. Dette har gjort Guernsey og Jersey som attraktive miljø for etablering av aktive eierfond.

3.2.7 Kort om annenhåndsmarkedet for andeler i aktive eierfond

Andeler i aktive eierfond er illikvide i den forstand at andelseierne ikke har noen innløsningsrett. Som nevnt ovenfor innebærer kjøp av andelen en kommittering til å betale inn et bestemt beløp. Denne forpliktelsen gjelder så lenge som fastsatt i selskapsavtalen. Annenhåndsmarkedet kalles gjerne «secondaries», og skiller seg fra kjøp av porteføljeselskaper direkte. Annenhåndsmarkedet er et profesjonelt marked med et relativt lavt antall aktører bestående av institusjonelle investorer, som for eksempel pensjonsfond, samt spesialiserte fond-i-fond aktører som forvalter fond for investering i aktive eierfond.

Avtaleverket for aktive eierfond kan inneholde bestemmelser om forkjøpsrett for andelseierne ved overdragelse av andeler. Fordi andelseierne har påtatt seg en kommittering overfor fondet, inneholder selskapsavtalene krav om at overdragelser krever samtykke fra fondets hovedmann/general partner. Det er i fondets og andelseiernes interesse at eventuelle nye andelseiere er i stand til å oppfylle forpliktelsene. Hovedmannen/general partner vil normalt ha full frihet til å nekte samtykke.

Salg av andeler i aktive eierfond i annenhåndsmarkedet skjer gjerne gjennom meglere. Banker og verdipapirforetak står for en betydelig del av omsetningen i annenhåndsmarkedet, ettersom de har etablerte systemer for megling og oppgjørsvirksomhet. Omsetningen skjer typisk gjennom rettede auksjonsprosesser hvor én eller flere andeler legges ut for salg og markedsføres til aktuelle kjøpere. Salgsprosessen vil typisk foregå slik at potensielle kjøpere får tilgang til ellers taushetsbelagt informasjon om fondet og dets portefølje, slik at de kan foreta en mer eller mindre omfattende due diligence undersøkelser av fondet og dets rådgiver. Overdragelse av andeler skjer i henhold til avtaler som er gjenstand for konkret forhandling mellom partene.

3.3 **Andre typer alternative investeringsfond**

3.3.1 Hedgefond

Begrepet "hedgefond" benyttes som en fellesbetegnelse for fond som har relativt frie rammer sammenlignet med forvaltningen av ordinære verdipapirfond og som ofte har som målsetting å skape positiv avkastning uavhengig av markedsutviklingen. Hedgefond er en uensartet gruppe kollektive investeringer som kan ha ulik juridisk organisering og ansvarsforhold. Hedgefond som er etablert i Norge og organisert som verdipapirfond må følge reglene for spesialfond i

verdipapirfondloven, se nærmere om dette i kapittel 3.1. Andre hedgefond, for eksempel fond som er organisert etter selskapslovgivningen, er ikke underlagt en tilsvarende regulering, og kan i dag i utgangspunktet markedsføres til ikke-profesjonelle kunder. Hedgefond er i hovedsak etablert i Luxembourg, Irland, og Cayman Islands.

Hedgefond som er gjerne organisert som SICAV i Luxembourg og plc i Irland og på Malta. Slike selskapsstrukturer har variabel aksjekapital, og hvor det kan etableres flere underfond med isolert ansvar og aksjeklasser. Hedgefond etablert på Irland og Malta er regulert i ulike klasser hvor mindre streng regulering er ledsaget av strengere krav knyttet til hvem andeler kan tilbys. Irland operer med såkalte Professional Investor Funds (PIF) og Qualified Investor Funds (QIF). Malta har en tilsvarende regulering hvor Professional Investor Funds er underlagt ulike regler alt etter om de er begrenset til "Experienced Investors", "Qualifying Investors" og "Extraordinary Investors". I Luxembourg skilles det mellom Undertakings for Collective Investment (UCI) og Specialised Investment Funds (SIF).

I jurisdiksjoner som Irland, Luxembourg og Malta gjelder krav til at det oppnevnes en administrator og en depotmottaker i tillegg til selve forvalteren. Administrator er tillagt noen av de oppgaver som et norsk forvaltningsselskap for verdipapirfond har. Det omfatter gjennomføring av tegning og innløsninger, kundekontroll under gjeldende regler om tiltak mot hvitvasking, beregning av andelsverdi og forvaltningsgodtgjørelse, samt ulike administrative oppgaver. Forvaltningsselskapets oppgave er å forvalte fondets midler i henhold til investeringsmandatet.

3.3.2 Infrastrukturfond

Infrastrukturfond har ikke klart definerte rammer. Internasjonalt benyttes infrastrukturfond gjerne om fond som investerer direkte eller indirekte (gjennom holdingstrukturer) i eierrettigheter til fysisk infrastruktur, som for eksempel veier, broer, olje og gassledninger og kraftnett. Det kan også omfatte investeringer i såkalte «private-finance initiative» (PFI) vedlikeholds- og driftsavtaler. PFI er en form for offentlig-privat samarbeid som åpner for større kapitalinvesteringer uten at det offentlige må bære dette over investeringsbudsjettene. Myndighetene vil normalt invitere syndikater av private aktører til å finansiere og drive et prosjekt, mot at det offentlige betaler leie for bygninger og andre installasjoner. Ettersom kapitalinvesteringene kan være store, kan avtaletiden strekke seg opp mot 30 år.

Infrastrukturinvesteringer er i utgangspunktet kapitalkrevende og lite likvide. Det innebærer at infrastrukturfond normalt er organisert som aktive eierfond med lang levetid, eller etablert som børsnoterte fond med en forvaltningsstruktur som tilsvarer den som er vanlig for aktive eierfond. For private fond vil markedsføring og styringsdokumenter være likt som for aktive eierfond. For børsnoterte fond vil markedsføring skje gjennom prospekt ved notering og eventuelt også emisjon.

Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har et generelt behov for å investere i aktiva med lang løpetid og er derfor potensielle investorer i aktive eierfond. De generelle investeringsrammene for slike investeringer er imidlertid relativt begrensede. Investeringer i spesialiserte fond slik som infrastrukturfond, kan sammen med pensjonsinnretningens øvrige alternative investeringer ikke utgjøre mer enn 10 prosent av de forsikringsmessige avsetninger.

Dette har medført at det norske markedet for infrastrukturfond er relativt ubetydelig. Dette kan endre seg med gjennomføringen av Solvens II og de endringene av reglene om kapitalforvaltning i livsforsikringsselskaper som dette direktivet vil kreve.

3.3.3 Eiendomsfond

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.

Eiendomsfond rettet mot det institusjonelle markedet er normalt tilpasset de særlige investeringsrestriksjonene som gjelder for livsforsikringsselskaper og pensjonskasser. Slike fond vil gjerne bli markedsført på samme måte som aktive eierfond ved at rådgivningsmiljøet forhandler med et begrenset antall potensielle investorer om de nærmere vilkårene.

Markedsføringen av eiendomsfond rettet mot massemarkedet beror gjerne på fondets organisasjonsform. Tilrettelegging av fond organisert som aksjeselskap, hvor andelene er finansielle instrumenter, må forestås av en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak med tillatelse til å drive tilrettelegging. Eiendomsfond rettet mot massemarkedet vil sjelden ha et beløp for minstetegning som kvalifiserer for unntak fra prospektplikten, jf. verdipapirhandelloven § 7-4 (10) (beløp tilsvarende 100 000 euro). Mange eiendomsfond organiseres som kommandittselskaper og indre selskaper. Selskapsandeler regnes ikke som finansielle instrumenter, men fra 1. januar 2013 er det innført konsesjonsplikt i verdipapirhandelloven for foretak som yter mellommannstjenester i tilknytning til andeler i selskaper som reguleres i selskapsloven, typisk ansvarlige selskap, kommandittselskap eller indre selskap. Kravet om tillatelse gjelder ikke for foretak som kun yter tjenester overfor profesjonelle kunder eller overfor kunder som påtar seg et samlet investeringsbeløp på minst fem millioner kroner. De fleste aktører som tilrettelegger eiendomsfond i det norske markedet er verdipapirforetak med konsesjon til å yte investeringstjenester.

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.

Arbeidsgruppen er ikke kjent med at det er utarbeidet statistisk materiale om etablering av og investeringer i eiendomsfond i det norske markedet. Basert på informasjon arbeidsgruppen har innhentet fra enkeltaktører i markedet antas det at det er i underkant av 30 aktører som forvalter et eller flere fond med en samlet innskutt kapital på 30 til 40 milliarder kroner. Fondenes investeringer vil typisk kunne være finansiert med 30 % egenkapital og 70 % fremmedkapital. Det er store variasjoner i eiendomsfondenes struktur, både juridisk og om fremmedkapitalfinansieringen er etablert i fondet eller for den enkelte investering.

3.3.4 Investering gjennom feeder-fond - tilføringsfond

Investeringer i alternative investeringsfond kan gjøres indirekte gjennom feeder-fond. Et feeder-fond investerer normalt deretter sine midler i ett alternativt investeringsfond. I verdipapirfondloven benyttes begrepene tilføringsfond og mottakerfond. Feeder-strukturer er relativt utbredt for kollektive investeringer som for eksempel aktive eierfond og eiendomsfond.

Feeder-fond kan inndeles i to kategorier. Den første typen feeder-fond benyttes typisk blant spesialfond og aktive eierfond og som markedsføres internasjonalt i det institusjonelle og profesjonelle markedet. For slike fond vil det ofte være avgjørende at investeringsstrukturen er skattemessig og regulatorisk optimal for ulike investorgrupper etablert i ulike land. For eksempel vil investorer hjemmehørende i USA være underlagt andre skatteregler og regulatoriske begrensninger enn investorer fra andre land. Disse reglene og begrensningene krever ofte særlige tilpasninger på fondsnivå for å unngå en skattemessig ugunstig behandling av investeringen og for at investoren i praksis skal kunne investere. Dette ivaretas også gjennom etablering av parallelle fondsstrukturer tilpasset ulike investorgrupper, og som gjennom avtale er bundet til å investere parallelt. Dette er imidlertid ikke master-feeder-strukturer.

Den andre typen feeder-fond benyttes for å gjøre investeringer i blant annet aktive eierfond og eiendomsfond tilgjengelig for det private investeringsmarkedet. Noe forenklet vil en gjennom å samle investeringene fra en rekke mindre investorer oppfylle krav til minstetegning i hovedfondet. Dette er gjerne den eneste måten en privat investor kan få tilgang til å investere i et aktivt eierfond eller eiendomsfond beregnet på det institusjonelle og profesjonelle markedet. Slike feeder-fond kan bli etablert både av initiativtakerne til hovedfondet, men også av andre som ønsker å tilby en slik fond-i-fond-løsning til sine kunder.

Organisering av feeder-fond vil, som ved organisering av andre type fond, være avhengig av en rekke faktorer, herunder hvor det er etablert (jurisdiksjon), hvem som er initiativtaker og hvem det retter seg mot. Et særtrekk ved feeder-fond er tilknytningen til et hovedfond. "Investeringsstrategien" til et feeder-fond vil være å investere i hovedfondet. Vilkårene for et feeder-fond vil dermed være tett knyttet til vilkårene for hovedfondet. Dersom hovedfondet er et

åpent fond, som et spesialfond, vil også feeder-fondet være organisert som et åpent fond. Tegnings- og innløsningsadgang vil samsvare med reguleringen i hovedfondet. Dersom hovedfondet er et lukket fond som er organisert som et aktivt eierfond, vil også feeder-fondet være lukket. Feeder-fondet vil dermed innebære en i utgangspunktet illikvid investering med en på forhånd bestemt løpetid.

Feeder-fond som retter seg mot det institusjonelle markedet vil bli markedsført parallelt med hovedfondet og utgjøre en del av de forhandlinger som finner sted mellom hovedfondets rådgiver og potensielle investorer. Styringsdokumentene for slike fond vil svare til styringsdokumentene for hovedfondet, med det unntak at det vil gjelde en egen selskapsavtale for det aktuelle feeder-fondet som kommer i tillegg til avtalen for hovedfondet.

Feeder-fond som retter seg mot ikke-profesjonelle kunder markedsføres også ofte parallelt med det aktuelle aktive eierfondet. Slike feeder-fond vil ha styringsdokumenter som er adskilt fra hovedfondet. Styringsdokumentene vil, som for aktive eierfond, bestå av en selskapsavtale og typisk et PPM.

3.3.5 Annet

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 fellesstrekk 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.

4 GJELDENDE RETT

4.1 Verdipapirfond

Verdipapirfond er regulert i verdipapirfondloven og i verdipapirfondforskriften. Ny revidert lov trådte i kraft 1. januar 2012. Et verdipapirfond er en selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller bankinnskudd. Ved kapitalinnskudd får investorene eierskap til en andel i fondet, og formuesmassen eies av investorene (andelseierne) i fellesskap. Andelseierne hefter ikke for økonomiske forpliktelser ut over fondsandelens verdi.

Et norsk verdipapirfond er et selvstendig rettssubjekt. De fleste nødvendige funksjoner utføres av et forvaltningsselskap som har tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning. Blant funksjonene slike foretak utfører er kjøp og salg av finansielle instrumenter på fondets vegne (kapitalforvaltning) og tegning og innløsning av andeler i fondet. Forvaltningsselskapet velger også depotmottaker for fondet. Depotmottakeren er et foretak (under offentlig tilsyn) som

oppbevarer verdiene som inngår i et verdipapirfond og som kontrollerer forvaltningsselskapets disposisjoner på vegne av verdipapirfondet.

Forvaltningsselskap for verdipapirfond, depotmottaker og verdipapirfond som sådan er gjenstand for offentlig regulering og tilsyn. I verdipapirfondloven og tilhørende forskrift stilles det utfyllende krav til verdipapirfondsforvaltningen og organiseringen av denne, herunder krav til god forretningsskikk, begrensning av investeringsområde, krav til likviditet og risikospredning, likebehandling av andelseiere, opplysningsplikt overfor investorer mv.

Verdipapirfond skal være en likvid plassering. Som et minimum skal verdipapirfond være åpent for tegning og innløsning av andeler minst to ganger i måneden, men i praksis har de aller fleste verdipapirfond daglig tegnings- og innløsningsrett. Nasjonale fond kan få samtykke til å være åpent for utstedelse eller innløsning av andeler i en begrenset tidsperiode (såkalt lukket fond). Finanstilsynet har gitt samtykke til etablering av nasjonale fond (som ikke er spesialfond) som er åpent for tegning og innløsning fire ganger i året. Spesialfond må være åpent for innløsning av andeler minst én gang i året.

Et viktig hensyn i reguleringen av verdipapirfond er å beskytte andelseierne, slik at sparing og investering gjennom fond kan være et egnet alternativ særlig for forbrukere og andre ikke-profesjonelle investorer. Reguleringen skal bl.a. sikre andelseierne riktig og forståelig informasjon om det enkelte fond, betryggende risikospredning innen de verdipapirer og markeder fondet investerer i, riktig verdsettelse av fondsandeler, trygg oppbevaring av midlene i fondet og mulighet for rask og enkel innløsning av fondsandeler. Som omtalt over er det inntil videre kun anledning til å tilby andeler i spesialfond til profesjonelle investorer.

4.2 **Annen virksomhet**

Andre alternative investeringsfond enn nasjonale fond er i norsk rett ikke underlagt særskilt produktregulering, og det foreligger ingen entydige rettslige definisjoner for de ulike fondskategorier. Slike fond vil som regel være organisert som aksjeselskaper, allmenaksjeselskaper eller ansvarlige selskaper etter selskapsloven, og må følge disse lovenes krav til organisering. Den nærmere reguleringen av den enkelte strukturen, herunder organisering for øvrig og investeringsmandat, fastsettes i selskapsvedtekter og avtaleverk for det enkelte fond.

Forvaltning av fondene er ikke underlagt konsesjonsplikt, med mindre forvaltningen omfattes av investeringstjenesten aktiv forvaltning etter verdipapirhandelloven. Forvaltere av fondene er heller ikke underlagt tilsyn av Finanstilsynet.

Det er ikke særskilte regler som begrenser adgangen til å markedsføre andre alternative investeringsfond enn spesialfond. De generelle kravene i markedsføringsloven og avtaleloven må alltid overholdes. Verdipapirhandellovens regler om ytelse av investeringstjenester kommer til anvendelse på andeler av alternative investeringsfond som er finansielle instrumenter. Dette innebærer at det bare er verdipapirforetak som kan yte mellommannstjenester knyttet til disse fondene, og at kravene til god forretningsskikk gjelder. Andeler i ansvarlige selskaper regnes ikke som finansielle instrumenter. Fra 1. januar 2013 ble det likevel innført krav om tillatelse for ytelse av investeringstjenester, som investeringsrådgivning, aktiv forvaltning og plassering, knyttet til fond organisert som ansvarlige selskaper til ikke-profesjonelle kunder. Kravene til god

forretningsskikk kommer dermed også til anvendelse ved distribusjon av fond organisert på denne måten.

5 VIRKEOMRÅDE OG DEFINISJONER

5.1 Innledning

AIFM-direktivet inneholder regler for forvaltere som forvalter eller markedsfører ulike former for kollektive investeringsstrukturer definert som alternative investeringsfond. Direktivet har listet opp enkelte enheter som faller utenfor virkeområdet til direktivet, jf. kapittel 5.5 nedenfor. Både alternative investeringsfond (AIF-fond eller AIF) og forvaltere av slike fond (AIF-forvaltere) er definert i direktivet.

Direktivet skal gjelde for:

- AIF-forvaltere i EØS-området som forvalter én eller flere AIFer, uansett om AIFet er etablert i eller utenfor EØS.
- AIF-forvaltere utenfor EØS-området som forvalter ett eller flere AIFer i EØS.
- AIF-forvaltere utenfor EØS som markedsfører ett eller flere AIFer i EØS, uansett om AIFet er etablert i EØS eller utenfor EØS-området.

De to sentrale rettslige koblingsbegrepene for avgrensning av direktivets virkeområde er "alternative investeringsfond" og "forvaltere" av slike fond. For hvert enkelt AIF skal det utpekes en forvalter som skal være ansvarlig for at direktivets forpliktelser etterleves. Spørsmålet om hvem som kan og/eller skal fastsettes som forvalter av et alternativt investeringsfond, og dermed være omfattet av reglene i AIFM-direktivet, behandles nedenfor i kapittel 5.4.

Direktivet inneholder en rekke definisjoner av andre begreper. Etter norsk lovgivningspraksis begrenses vanligvis bruken av definisjoner til ord og uttrykk som i stor grad benyttes i øvrig lovtekst, og som har en koblingsfunksjon. Ved ord og uttrykk som benyttes i mer begrenset omfang, kan definisjoner inntas i de materielle bestemmelser der de aktuelle ord og uttrykk først forekommer, eventuelt i kombinasjon med etterfølgende henvisninger. Dette vil etter arbeidsgruppens vurdering også normalt være den beste tilnærming ved gjennomføringen av direktivet.

5.2 Definisjon av alternative investeringsfond

5.2.1 EØS-rett

I henhold til artikkel 4(1)(a), samt fortalen punkt 6, er et alternativ investeringsfond en innretning som:

- tar imot kapital fra et antall investorer,
- investerer kapitalen i samsvar med en angitt investeringsstrategi til fordel for disse investorene,
- og som ikke krever godkjenning i henhold til UCITS-direktivet.

AIFM-direktivet artikkel 2(2) presiserer at en innretning skal anses som et alternativt investeringsfond uavhengig av om det er åpent eller lukket (for innløsninger) og uavhengig av måten det er rettslig organisert på.

Som ledd i å sikre en felles forståelse og praksis har ESMA utarbeidet et konsultasjonsdokument "Guidelines on key concepts of the AIFMD" av 18. desember 2012 der det gis det nærmere forklaringer på hva som bør forstås med de enkelte kriterier i definisjonen av et AIF. Det forventes at endelige retningslinjer fastsettes i løpet av våren 2013.

5.2.2 Arbeidsgruppens forslag

Direktivet inneholder en vid definisjon av hva som skal regnes som et alternativt investeringsfond. Alternative investeringsfond skal som utgangspunkt omfatte enhver innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS-fond. Definisjonen omfatter både nasjonale verdipapirfond og ulike kollektive investeringsstrukturer organisert som aksjeselskap og kommandittselskap. Også andre innretninger kan falle inn under definisjonen av et alternativt investeringsfond.

Det er oppstilt tre vilkår som alle må være oppfylt for at det skal dreie seg om et alternativt investeringsfond. Det første vilkåret er at innretningen tar i mot kapital fra "et antall" investorer ("raise capital from a number of investors"). Til sammenligning tar et verdipapirfond i mot kapital fra en "ubestemt krets av personer", jf. verdipapirfondloven § 1-2 (1) nr. 1. AIFM-direktivets virkeområde er på dette punkt videre enn UCITS-direktivets.

AIFM-direktivet inneholder ikke noen eksplisitt grense for hvor mange investorer det må være for at fondet faller innenfor (eventuelt utenfor) direktivets virkeområde, men arbeidsgruppen forstår ordlyden slik at det i utgangspunktet må tas sikte på å hente inn kapital fra flere enn én. Det vises til fortalens punkt syv som sier at eksempelvis familieeide foretak ("family office") som investerer investorenes private formue uten å reise ekstern kapital, ikke skal anses som et AIF.

Det andre vilkåret som er bestemmende for hvorvidt innretningen er å anse som et AIF, er at kapitalen investeres i samsvar med en angitt investeringsstrategi til fordel for investorene. Innretninger som samler inn kapital med andre formål enn å investere kapitalen til fordel for investorene, for eksempel veldedige stiftelser, faller utenfor.

I utgangspunktet innebærer vilkåret om å investere i samsvar med en angitt investeringsstrategi til fordel for investorene at aksjeselskaper eller andre selskapsformer som driver ordinær forretningsmessig virksomhet med sikte på å gi investorene (aksjeeierne) avkastning på sin investerte kapital, normalt ikke vil bli betraktet som et AIF. Dersom et slikt selskap derimot har som formål å investere kapitalen i samsvar med en bestemt investeringsstrategi til fordel for investorene, vil selskapet kunne bli omfattet av definisjonen. Arbeidsgruppen legger til grunn at spørsmålet om det dreier seg om et AIF vil måtte avgjøres på grunnlag av en konkret vurdering av blant annet selskapets faktiske virksomhet, selskapets vedtekter, og stiftelsesdokumenter. Arbeidsgruppen forutsetter at Finanstilsynet i tilsynsarbeidet vil legge til grunn endelige retningslinjer fra ESMA på dette punket.

Det tredje og siste vilkåret for å avgjøre hvorvidt en innretting utgjør et alternativt investeringsfond, er at det ikke er definert som et UCITS-fond og dermed regulert i henhold til verdipapirfondloven.

Arbeidsgruppen oppfatter det slik at verken selskapsform eller aktiva som det investeres i vil være av betydning for vurderingen av hvorvidt en innretning defineres som AIF. Utover de spesifikke unntak som er gjort, jf. kapittel 5.5, vil de aller fleste former for kollektive investeringsstrukturer som ikke er UCITS-fond, regnes som AIF.

Definisjonen av AIF-fond vil omfatte en rekke eksisterende foretak og fond. Samtlige nasjonale verdipapirfond, herunder spesialfond, vil omfattes av definisjonen av et AIF. Tilsvarende vil en rekke eksisterende kollektive investeringsstrukturer som er organisert som aksjeselskaper og kommandittselskaper (og indre strukturer), kunne bli omfattet av direktivet. Som omtalt over er dette uavhengig av rettslig struktur. Spørsmålet om hvorvidt fondet omfattes eller ikke vil avhenge av hvorvidt kapitalen investeres i samsvar med en angitt investeringsstrategi til fordel for investorene. Dette vil som nevnt måtte baseres på en konkret vurdering. Ettersom AIFMD i hovedsak regulerer forvalterens plikter legger arbeidsgruppen til grunn at nasjonale fond videreføres som en type fond som reguleres av verdipapirfondloven.

Definisjonen av alternativt investeringsfond er avgjørende for en rekke plikter, herunder inngrep i avtalefriheten og sanksjonsbestemmelser ved regelbrudd. Etter arbeidsgruppens vurdering er det derfor viktig at regelverkets virkeområde er klart definert. Arbeidsgruppen anser at alternativt investeringsfond er et sentralt rettslig koblingsbegrep som bør inntas i en særlig definisjonsbestemmelse. Det vises til lovutkastet § 1-2.

5.3 **Definisjon av forvalter**

5.3.1 EØS-rett

En AIF-forvalter er i henhold til definisjonen i artikkel 4(1)(b) en juridisk person hvis alminnelige virksomhet er å forvalte ett eller flere AIF-er. Begrepet forvaltning er i sin tur definert i artikkel 4(1)(w) som det å minst å utføre (*performing*) porteføljeforvaltning eller risikostyring for ett eller flere AIF-er. Forvaltningsbegrepet i direktivet er slik sett videre enn forvaltningsbegrepet forvaltningsbegrepet i verdipapirfondloven. Verken porteføljeforvaltning eller risikostyring er uttrykkelig definert i AIFM-direktivet. Artikkel 15 angir krav til organiseringen av risikostyringsfunksjonen og hvilke oppgaver som forventes utført. Definisjonen av AIF-forvalter inkluderer både intern forvaltet AIF og ekstern forvaltet AIF. Se nærmere om dette under kapittel 5.4.

5.3.2 Arbeidsgruppens forslag

Det kan fremstå noe uklart hvorfor forvaltning av AIFer i artikkel 4(1)(w) er definert som det å minst utføre enten porteføljeforvaltning eller risikostyring, når begge disse funksjonene er opplistet i Vedlegg I nr. 1 som det en AIF-forvalter som minimum skal utføre ved forvaltning av et AIF og når det i henhold til artikkel 6(5)(d) er en forutsetning for å kunne gi tillatelse til en AIF-forvalter at forvalteren sørger for både porteføljeforvaltning og risikostyring. Det vises her også til artikkel 5(1) der det fremgår at den som utpekes som AIF-forvalter skal sørge for at direktivets bestemmelser etterleves.

Arbeidsgruppen foreslår i tråd med artikkel 6(5)(d) at definisjonen av AIF-forvalter utformes slik at det framgår at med forvaltning menes både porteføljeforvaltning og risikostyring. Arbeidsgruppen legger videre til grunn at med porteføljeforvaltning menes å foreta og gjennomføre investeringsbeslutninger på vegne av de fond som forvaltes, mens risikostyring menes å håndtere de risikoer som oppstår ved forvaltningen. Dette betyr etter arbeidsgruppens vurdering at en AIF-forvalter vil være ansvarlig både for porteføljeforvaltningen og for risikostyringen, men at dette er ikke til hinder for at utførelsen av oppgaver kan utkontrakteres, jf. nærmere omtale i kapittel 9.3. Dette samsvarer også med det som foreslås i det svenske og danske lovforslaget.

Aktive eierfond er nesten utelukkende organisert slik at fondets styrende organer fatter investeringsbeslutninger etter råd fra en ekstern rådgiver. Det vises til nærmere omtale av organiseringen av slike fond i punkt 3.2.2.

Etter arbeidsgruppens vurdering må direktivet forstås slik at dersom fondet selv fatter investeringsbeslutningene (den motsatte situasjon forekommer ikke i praksis), så kan enten rådgiveren, eller fondet (ved sine styrende organer) oppnevnes som forvalter. Det vises i denne sammenheng til ordlyden i direktivet artikkel 4(1)(w), som definerer "forvaltning" slik at porteføljeforvaltning og risikostyring er alternative funksjoner.

Etter arbeidsgruppens vurdering reiser direktivets definisjon av "forvaltning" og bestemmelser om oppnevning av forvalter enkelte spørsmål knyttet til slike fondsstrukturer.

Direktivet regulerer ikke fond, men kun forvaltere av alternative investeringsfond, jf. fortalen til direktivet punkt 10. Aktive eierfond er ikke regulert eller underlagt tilsyn i Norge. Direktivet regulerer ikke struktureringen og organiseringen av alternative investeringsfond. Direktivet krever at forvalteren må være i stand til å yte både risikostyring og porteføljeforvaltning, jf. artikkel 6(5), og kan ikke få tillatelse til kun å yte en av funksjonene.

Etter arbeidsgruppens vurdering innebærer dette at forvalteren, hva enten denne er fondets eksterne rådgiver eller fondet selv ved dets styrende organer, har ansvaret for utførelse av forvaltningen, dvs. både risikostyring og porteføljeforvaltning. Dette innebærer at forvalter for aktive eierfond, og fond organisert på tilsvarende måte, typisk vil måtte utkontraktere enten risikostyring eller porteføljeforvaltning til den andre enhet.

Direktivets artikkel 20(1) stiller opp særlige krav ved utkontraktering av funksjonene porteføljeforvaltning og risikostyring, herunder ved utkontraktering til enheter etablert utenfor EØS og til enheter som ikke har konsesjon til slik virksomhet. Det vises til omtale av utkontraktering i kapittel 9.3. Eksempelvis dersom en norsk forvalter skal utkontraktere porteføljeforvaltningen til et fond etablert på Guernsey eller Jersey (ved deres general partner), kreves det at det foreligger avtale om tilsynssamarbeid og at Finanstilsynet samtykker til utkontrakteringen.

Arbeidsgruppen ser det som sentralt at norske myndigheter aktivt søker å inngå avtale om tilsynssamarbeid med jurisdiksjoner hvor sentrale norske fondsmiljøer har etablert sine fond. Dette er viktig for å sikre forutberegnelighet for bransjen.

Finanstilsynet vil, innenfor rammene av EØS-forpliktelser som svarer til direktivet, ha skjønnsmessig adgang til å gi samtykke til utkontraktering til enheter som ikke har konsesjon til å drive porteføljeforvaltning. Etter arbeidsgruppens vurdering bør denne adgangen kunne benyttes for så vidt det er tale om fondsstrukturer som beskrevet over. Det pekes i denne sammenheng på at fond, for eksempel etablert på Guernsey eller Jersey og rådgitt av norske miljøer, vil være registrert av lokale tilsynsmyndigheter, ha en general partner som er underlagt tilsyn og pålagt å oppnevne administrator som også er underlagt tilsyn. I slike strukturer vil det klare tyngdepunkt av ressurser ligge hos rådgiver, og denne vil forutsetningsvis ha ressurser til å føre kontroll med den utkontrakterte virksomhet i samsvar med direktivets krav.

Arbeidsgruppen anser at Finanstilsynet, for å sikre forutberegnelighet for norske investorer og rådgivere, bør fastsette et rundskriv som presiserer Finanstilsynets skjønnsutøvelse ved søknad om samtykke til utkontraktering etter denne bestemmelsen.

Arbeidsgruppen anser at forvalter av alternativt investeringsfond er et sentralt rettslig koblingsbegrep som bør inntas i en særlig definisjonsbestemmelse. Det vises til lovutkastet § 1-2.

5.4 Fastsettelse av forvalter – Intern eller ekstern forvalter

5.4.1 EØS-rett

AIFM-direktivet artikkel 5(1) krever at ethvert alternativt investeringsfond skal ha én forvalter som er ansvarlig for etterlevelse av relevante bestemmelser i direktivet. Forvalteren skal enten være:

- en ekstern forvalter, som er en juridisk person utpekt av AIF-et eller på vegne av AIF-et og som i kraft av denne utpekningen har ansvar for forvaltningen av AIF-et (ekstern AIF-forvalter),
- eller, dersom AIF-ets rettslige form tillater intern forvaltning og dets styringsorgan velger ikke å utpeke en ekstern forvalter, AIF-et selv, som da skal godkjennes som forvalter (intern AIF-forvalter).

5.4.2 Arbeidsgruppens forslag

Arbeidsgruppen forstår direktivets bestemmelser slik at et AIF-fond skal ha én forvalter som har ansvaret for å etterleve direktivets regler, dvs. at det for hvert AIF-fond skal være én forvalter som er ansvarlig for forvaltningen og underlagt tilsyn.

Som omtalt i kapittel 5.3 over, innebærer dette at ansvaret ikke kan deles på en slik måte at én forvalter har ansvaret for porteføljeforvaltningen mens én annen har ansvaret for risikostyringen. Dette er imidlertid ikke til hinder for at utførelsen av oppgaver kan utkontrakteres, jf. nærmere omtale i 9.3.

AIFMD artikkel 5 skiller mellom ekstern forvalter og intern forvalter, jf. artikkel 5(1)(a) og 5(1)(b). Med ekstern forvalter forstås en juridisk person som er en annen enn AIF-et selv. Eksempel på en slik struktur vil være fondsforvaltningsselskaper og verdipapirfond. Med intern

forvaltning forstås at AIF-ets rettslige struktur er slik at fondet selv kan forestå forvaltningen, for eksempel et aksjeselskap som er et AIF.

AIFM-direktivets bestemmelser om fastsettelse av forvalter reiser enkelte spørsmål knyttet til enkelte alternative investeringsfond, som aktive eierfond. Som beskrevet i kapittel 3.2 vil slike fond normalt beholde kompetansen til å fatte investeringsbeslutninger. Investeringsbeslutningene vil bli fattet av fondets styrende organ (normalt styret i hovedmann, /komplementar eller general partner) på bakgrunn av råd fra fondets rådgiver. Rådgiveren vil yte rådgivning, risikostyring og foreta de disposisjoner som er nødvendig for gjennomføring av investeringsbeslutningen på vegne av fondet. Arbeidsgruppen forstår det slik at det i de tilfeller hvor funksjonene for risikostyringen og porteføljeforvaltningen utføres av forskjellige enheter, så er det valgfrihet med hensyn til hvem av disse som kan utpekes som AIF-forvalter. Som omtalt over vil den som utpekes (får konsesjon) være ansvarlig for både porteføljeforvaltningen og risikostyringen, og at lovens regler oppfylles. Dersom det ikke utpekes noen ekstern AIF-forvalter, skal AIFet anses som internt forvaltet.

Arbeidsgruppen foreslår at det tas inn en bestemmelse som angitt i lovutkastet § 2-1.

5.5 **Unntak**

5.5.1 EØS-rett

I artikkel 2(3)(a) til (g) er det listet opp enkelte enheter som AIFM-direktivet ikke skal gjelde for. Dette er holdingselskaper, pensjonsforetak som omfattes av tjenestepensjonsdirektivet (direktiv 2003/41/EF), nasjonale sentralbanker, nasjonale/regionale/lokale myndigheter og organer/institusjoner som forvalter trygd- og pensjonsordninger, spareordninger for arbeidstakere og spesialforetak for verdipapirisering. I tillegg er en rekke overnasjonale institusjoner unntatt. Dette omfatter den europeiske sentralbank, Den europeiske investeringsbank, Det europeiske investeringsfond, europeiske institusjoner for utviklingsfinansiering og bilaterale utviklingsbanker, Verdensbanken, Det internasjonale valutafond og andre overnasjonale institusjoner og lignende internasjonale organisasjoner.

Et holdingselskap er i henhold til artikkel 4(1)(o) definert som et selskap som eier aksjeposter i andre selskaper og der formålet er å gjennomføre en forretningsstrategi gjennom disse selskapene. For å være unntatt AIFM-direktivets virkeområde, må et holdingselskap videre enten være opptatt til notering på et regulert marked i EØS-området eller ha et annet hovedformål enn å skape avkastning gjennom å selge de selskaper som det eier.

I følge artikkel 3(1) gjelder ikke direktivet for konserninterne forvaltere, det vil si forvaltere som forvalter ett eller flere AIF-er hvis eneste investor er forvalteren, forvalterens morforetak, datterselskaper eller datterselskaper av morforetaket, forutsatt at ingen av disse investorene selv er alternative investeringsfond.

5.5.2 Arbeidsgruppens forslag

Arbeidsgruppen foreslår i tråd med direktivet at det tas inn bestemmelser som presiserer hvilke enheter loven ikke skal gjelde for.

Arbeidsgruppen legger til grunn at samtlige vilkår etter artikkel 4(1)(o) må være oppfylt for at et holdingselskap skal være unntatt AIFM-direktivets virkeområde. Det betyr for det første at selskapets investeringer skal være i andre selskaper, hvilket for eksempel betyr at unntaket ikke vil gjelde for et selskap som investerer direkte i eiendommer. I tillegg skal holdingselskapets formål være å gjennomføre sin forretningsstrategi gjennom de selskaper som eies for på den måten skape avkastning. Det betyr at det er virksomheten i datterselskapene som skal genere avkastning og ikke salg av disse selskapene. Så lenge hovedformålet er å gjennomføre forretningsstrategien gjennom de selskaper som eies, vil imidlertid et holdingselskap kunne selge et datterselskap uten at dette medfører at selskapet vil bli betraktet som et AIF. Arbeidsgruppen antar at unntaket for holdingselskaper innebærer at børsnoterte selskaper som investerer i andre selskaper normalt vil være unntatt, men børsnotering er alene ikke tilstrekkelig til å falle utenfor.

Unntaket for foretak som er omfattet av tjenestepensjonsdirektivet (2003/41/EC) vil for norske forhold gjelde pensjonsforetak hvis virksomhet er begrenset til tjenestepensjonsordninger i arbeidsforhold. Det vil si pensjonskasser og innskuddspensjonsforetak.

Direktivet gir ingen nærmere definisjon av spareordninger for arbeidstakere. Arbeidsgruppen legger til grunn at dette unntaket omfatter aksjespareprogram for ansatte i selskaper.

Unntaket for konserninterne forvaltere forutsetter at forvalteren (eller konsernselskap som investerer i AIF-et) ikke selv er et AIF. Et konsernselskap som investerer i AIF-et kan altså ikke selv ha hentet inn kapital fra investorer utenfor konsernet for å investere i henhold til en fastsatt investeringsstrategi. Unntaket innebærer at et konsern kan samle investeringer i for eksempel verdipapirer i et datterselskap hvis eneste virksomhet er å eie disse verdipapirene, uten at dette omfattes av direktivet virkeområde.

For øvrig vises det til lovutkastet § 1-5.

5.6 **Øvrige definisjoner**

Direktivets artikkel 4(1) inneholder også en rekke øvrige definisjoner. Noen av disse mener arbeidsgruppen det er hensiktsmessig tas inn i loven, jf. lovutkastet § 1-2. Dette gjelder følgende:

5.6.1 Resultatavhengig vederlag

Artikkel 4(1)(d) definerer *carried interest* som en andel av AIF-ets overskudd som tilfaller forvalteren som godtgjøring for forvaltningen av AIF-et. Dette gjelder ikke andel av overskuddet som tilfaller forvalter som følge av forvalters direkte eller indirekte investeringer i fondet.

5.6.2 Finansiell giring

Artikkel 4(1)(v) definerer *finansiell giring* som enhver metode som forvalteren bruker til å øke eksponeringen for et AIF som den forvalter, enten dette skjer gjennom bruk av lån av kontanter eller verdipapirer, eller giring gjennom derivatposisjoner eller ved andre måter.

5.6.3 Primærmegler

I henhold til artikkel 4(1)(af) defineres en *prime broker* som et foretak som tilbyr tjenester til profesjonelle investorer, primært gjennom å finansiere eller opptre som motpart ved transaksjoner i finansielle instrumenter, og som regel også tilbyr andre tjenester som oppgjør og avregning av handler, depotmottakertjenester, inn- og utlån av verdipapirer, skreddersydd teknologi og driftsstøttetjenester.

5.6.4 Tilføringsfond, mottakerfond, mv.:

Artikkel 4(1)(m) definerer et tilføringsfond som et alternativt investeringsfond som investerer minst 85 % av sine eiendeler i et annet alternativt investeringsfond, i flere andre alternative investeringsfond med like investeringsstrategier eller på annen måte har en eksponering på minst 85 % av sine eiendeler mot slikt alternativt investeringsfond.

Et mottakerfond er etter artikkel 4(1)(y) et alternativt investeringsfond som et tilføringsfond har eksponering mot.

Det foreslås også inntatt definisjon av nærstående, markedsføring og henholdsvis profesjonell og ikke profesjonell investor. Det vises til § 1-2 i lovutkastet.

6 REGISTRERINGSPLIKTIGE FORVALTERE - TERSKELREGLER

6.1 EØS-rett

Direktivet gjelder for forvaltere av alternative investeringsfond. Artikkel 3(2) og (3) inneholder en praktisk viktig bestemmelse. For AIF-forvaltere som forvalter fond under nærmere bestemte terskelnivåer gjelder kun noen få av direktivets bestemmelser. For disse forvalterne gjelder særskilte regler om registrering- og rapporteringsplikter i artikkel 3(3) og bestemmelsene om tilsynsmyndighetens kompetanse i artikkel 46. Dette betyr blant annet at AIF-forvaltere som er underlagt registreringsplikt ikke er bundet av direktivets krav om blant annet tillatelse, organisatoriske krav og krav om å oppnevne depotmottaker. På den annen side kan disse forvalterne ikke utnytte de rettigheter som følger av direktivet. Dette gjelder først og fremst retten til å markedsføre alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i andre EØS-land og drive virksomhet i andre EØS-land gjennom notifikasjonsprosedyrene (markedsføringspass).

Vilkårene for at en AIF-forvalter kun skal være underlagt registrering- og rapporteringsplikter følger av artikkel 3(2). Bestemmelsene er knyttet opp til størrelsen på de samlede aktiva under forvaltning. Det stilles følgende vilkår:

a) AIF-forvaltere som enten direkte eller indirekte, gjennom et selskap som forvalteren er knyttet til gjennom et forvaltnings- eller kontrollfellesskap eller gjennom en betydelig direkte eller indirekte eierandel, forvalter porteføljer i AIF-er hvis samlede forvaltede aktiva, herunder eventuelle aktiva som er anskaffet ved hjelp av finansiell giring, ikke overstiger 100 millioner euro, eller

b) AIF-forvaltere som enten direkte eller indirekte, gjennom et selskap som forvalteren er knyttet til gjennom et forvaltnings- eller kontrollfellesskap eller gjennom en betydelig direkte eller indirekte eierandel, forvalter porteføljer i AIF-er hvis samlede forvaltede aktiva ikke overstiger en terskelverdi på 500 millioner euro når porteføljene består av AIF-er som ikke er gjenstand for finansiell giring, og som ikke har innløsningsrett i en periode på fem år fra dagen for den første investeringen i hvert AIF.

Direktivet åpner for at AIF-forvaltere som forvalter porteføljer som faller inn under unntakene kan velge å la seg omfatte av direktivet i sin helhet. Disse forvalterne vil da måtte søke om tillatelse, og vil da være underlagt de øvrige bestemmelsene i direktivet. AIF-forvalterne kan i så fall benytte seg av de rettighetene som følger av direktivet, herunder rett til å markedsføre og forvalte alternative investeringsfond i hele EØS-området.

AIF-forvaltere som forvalter porteføljer som faller inn under unntakene skal som minimum være underlagt de forpliktelser som følger av artikkel 3(3). Bestemmelsen stiller krav til registreringsplikt hos vedkommende hjemstatsmyndighet. AIF-forvalterne skal identifisere seg og de alternative investeringsfond som er under forvaltning. Det skal dessuten gis opplysninger om investeringsstrategiene. AIF-forvalterne skal regelmessig gi opplysninger om de viktigste instrumentene som handles og de viktigste eksponeringene og konsentrasjonene for de alternative investeringsfond som forvaltes. Opplysningen skal gjøre det mulig for vedkommende myndighet å overvåke systemrisiko på en effektiv måte. De registrerte AIF-forvalterne plikter å underrette hjemstatsmyndigheten dersom vilkårene for unntak i artikkel 3(2) ikke lenger er oppfylt. I så fall skal forvalteren søke om tillatelse innen 30 kalenderdager i samsvar med nærmere bestemte framgangsmåter.

Direktivet er ikke til hinder for at nasjonale myndigheter fastsetter ytterligere regulering av de forvaltere av alternative investeringsfond som omfattes av unntakene i artikkel 3(2).

Kommisjonens forslag til gjennomføringsforordning, publisert 19. desember 2012, inneholder nærmere regler for blant annet beregning av forvaltningskapital og regler for hvordan AIF-forvalter skal behandles dersom de innen samme år kommer over eller under terskelverdiene. Det vil også fastsettes nærmere regler om prosedyrene for de forvaltere som frivilling lar seg omfatte av direktivets hovedregler og kravene til registrering og kraven til registrering og opplysningsplikt.

6.2 **Arbeidsgruppens forslag**

Reglene om de registreringspliktige AIF-forvalterne er minimumsregler, og det kan derfor fastsettes strengere regler for de forvaltere som faller inn under unntakene i direktivets artikkel 3(2), herunder kan terskelverdiene settes lavere slik at flere AIF-forvaltere omfattes av de alminnelige reglene for forvaltere av alternative investeringsfond.

Bakgrunnen for reguleringen er særlig hensynet til finansiell stabilitet og overvåkning av systemrisiko. I punkt 17 i fortalen fremheves at det er usannsynlig at forvaltere av alternative investeringsfond med forvaltningskapital som faller under kapitalgrensene vil ha betydelig innvirkning på den finansielle stabiliteten. Den potensielle systemrisikoen som følger av den

akkumulerte virksomheten til disse forvalterne, antas å være tilstrekkelig håndtert gjennom registrering- og rapporteringsforpliktelsene. Arbeidsgruppen kan ikke se at særskilte norske forhold tilsier en annen vurdering av hvordan systemrisikoen bør håndteres, og foreslår at det her innføres bestemmelser i samsvar med direktivets terskelverdier.

For AIF-forvaltere som vil markedsføre AIFer som faller utenfor reguleringen av nasjonale fond i verdipapirfondloven til ikke-profesjonelle investorer, foreslår arbeidsgruppen at det innføres krav om tillatelse etter den nye loven uansett størrelsen på kapital under forvaltning. Dette vil gi et styrket investorvern. For en nærmere omtale vises det til kapittel 15.5.3 i rapporten.

Etter arbeidsgruppens vurdering inneholder verdipapirfondloven hensiktsmessige regler for forvaltning av nasjonale verdipapirfond, og disse bør opprettholdes så langt det ikke er avgjørende hensyn som taler for å foreslå endringer. Dette er særlig viktig for å sikre den investorbeskyttelse som følger av verdipapirfondlovens system. Arbeidsgruppen foreslår at reglene for forvaltning av nasjonale verdipapirfond, herunder konsesjonsplikt etter verdipapirfondloven videreføres uendret.

Reglene for registrering- og rapporteringsplikt etter AIFMD må, slik arbeidsgruppen vurderer dette, gjelde i tillegg til de alminnelige reglene i verdipapirfondloven. Dersom forvaltere av nasjonale verdipapirfond kommer over terskelverdiene, vil det også kreves tillatelse etter den nye loven. Arbeidsgruppen legger til grunn at det her vil gjelde en forenklet søknadsprosess ettersom forvalteren da har tillatelse som forvaltningsselskap etter verdipapirfondloven, og allerede er underlagt tilsyn.

Arbeidsgruppens forslag til lovbestemmelser som gjennomfører direktivets regler om krav til tillatelse og registreringsplikt følger av lovutkastet kapittel 2.

7 TILLATELSE M.V

7.1 Krav om Tillatelse

7.1.1 EØS-rett

Direktivet innfører konsesjonsplikt for forvaltere av alternative investeringsfond. Forvaltere med tillatelse skal til enhver tid oppfylle vilkårene for tillatelse og myndighetene skal sikre at konsesjonsplikten etterleves, jf. artikkel 6(1).

Artikkel 6(2) til (6) regulerer vilkårene for tillatelse og hvilke tjenester AIF-forvalteren kan yte. I følge artikkel 6(2) kan eksterne AIF-forvaltere yte tjenester som er angitt i vedlegg I til direktivet. Foruten forvaltning av alternative investeringsfond er dette nærmere bestemte fondsadministrasjonstjenester, markedsføring av AIFer som forvaltes og virksomhet knyttet til porteføljeinvesteringene. Eksterne forvaltere kan også yte fondsforvaltning etter UCITS-direktivet. Den eksterne forvalteren må i så fall ha tillatelse etter verdipapirfondloven.

Etter artikkel 8(4) kan kompetent myndighet begrense virkeområdet for forvalterens tillatelse. Dette kan særlig være aktuelt med hensyn til hvilke investeringsstrategier AIF-forvalteren kan benytte for det fond som skal forvaltes.

En AIF-forvalter kan gis tillatelse til å yte aktiv forvaltning av investorers portefølje av instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt, jf. artikkel 6(4)(a), investeringsrådgivning, jf. artikkel 6(4)(a)(i), oppbevaring og forvaltning av fondsandeler jf. artikkel 6(4)(a)(ii), samt mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter (jf. artikkel 6(4)(a)(iii)).

AIFMD artikkel 6(3) inneholder særregler for fond som er internt forvaltet. Slike forvaltere kan bare yte tjenester som angitt i direktivets vedlegg I for det aktuelle fondet som forvalteren er en del av.

Etter artikkel 6(5) (a) og (b) skal det ikke gis tillatelse til kun å yte aktiv forvaltning eller tilleggstjenester. For å få tillatelse til å yte tilleggstjenestene, må forvalter ha tillatelse til å yte aktiv forvaltning. Artikkel 6(5) (c) presiserer at det ikke kan gis tillatelse til kun å utføre funksjonene administrasjon, markedsføring og tjenester knyttet til AIFets eiendeler, jf. direktivets vedlegg I nr. 2. Etter artikkel 6(5)(d) kan det ikke gis tillatelse til en forvalter til kun å yte porteføljeforvaltning, uten samtidig å yte risikostyring og vice versa. Forvalter må med andre ord yte både porteføljeforvaltning og risikostyring.

Verdipapirforetak, herunder kredittinstitusjoner som i Norge har tillatelse som verdipapirforetak, kan yte investeringstjenester knyttet til alternative investeringsfond i kraft av tillatelsen etter verdipapirhandelloven. Verdipapirforetak kan imidlertid kun tilby eller plassere andeler eller aksjer i alternative investeringsfond i den utstrekning andelene eller aksjene kan markedsføres etter direktivets regler.

Medlemstatene kan kreve at forvalteren gir myndighetene de opplysninger som er nødvendig for å påse at vilkårene i direktivet er oppfylt, jf. artikkel 6(7).

7.1.2 Arbeidsgruppens forslag

Artikkel 6 åpner i liten grad for nasjonalt spillerom ved gjennomføring. Arbeidsgruppen foreslår lovbestemmelser som gjennomfører AIFMDs regler om krav om tillatelse.

Artikkel 6(2) regulerer hvilke konkrete tjenester AIF-forvaltere kan yte i tillegg til å forvalte alternative investeringsfond. Det innføres virksomhetsbegrensningsregler for forvaltere som i dag ikke er underlagt slike krav. Det åpnes ikke for at en AIF-forvalter i det enkelte tilfelle kan gis tillatelse til å drive annen virksomhet. Dette betyr også at foretak som verdipapirforetak og kredittinstitusjoner ikke kan utpekes som AIF-forvalter. En AIF-forvalter kan derimot inngå en avtale med et verdipapirforetak om å yte individuell porteføljeforvaltning for forvalteren dersom verdipapirforetaket har tillatelse til dette, jf. artikkel 6(8).

Bestemmelsen i artikkel 6(3) innebærer at en intern AIF-forvalter bare kan forvalte det fond det er en del av. Etter arbeidsgruppens vurdering er det ingen gjennomføringsalternativer på dette punkt.

AIFMD artikkel 6(4) åpner for at medlemsstatene kan tillate eksterne AIF-forvaltere å yte visse tilleggstjenester. Etter arbeidsgruppens vurdering bør norske forvaltere, herunder forvaltningsselskap for verdipapirfond som også har tillatelse etter den nye loven, kunne benytte seg av den fleksibiliteten som ligger i det å kunne yte disse tjenestene. Det gir mulighet for å kunne effektivisere virksomheten og kunne tilby et bredere spekter av tjenester.

Etter arbeidsgruppens vurdering er det naturlig å kreve at søker enten er organisert som et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap. Alternative investeringsfond som skal forvaltes internt, bør også kunne organiseres som et selskap etter selskapslovgivningen.

Forvaltning av alternative investeringsfond omfatter forvaltning av et bredt spekter av ulike typer kollektive investeringer. Arbeidsgruppen antar at det vil kunne være aktuelt å gi begrensede tillatelser, slik artikkel 8(4) åpner for. Dette antas først og fremst å være relevant for ekstern forvalter. Kompetent myndighet må ved behandling av søknader vurdere rekkevidden av tillatelsen utfra blant annet forvalterens faglige kompetanse og erfaring.

Det vises til lovutkastet § 2-2.

7.2 **Søknad om tillatelse**

7.2.1 EØS-rett

Forvaltere av alternative investeringsfond skal søke kompetent myndighet om tillatelse, jf artikkel 7(1). Søknaden skal etter artikkel 7(2) inneholde opplysninger om forvalterens virksomhet og andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis, herunder opplysninger som viser at de lovbestemte krav til forvalteren er oppfylt. Bestemmelsen nevner særskilt virksomhetsplan (driftsplan), opplysninger om ledelsen og om godtgjøring. Artikkel 7(3) inneholder krav til hvilke opplysninger som skal gis om de alternative investeringsfond som forvalter har til hensikt å forvalte.

Dersom et forvaltningsselskap med tillatelse etter nasjonal lovgivning som gjennomfører UCITS-direktivet søker om tillatelse som forvalter etter AIFMD, skal ikke myndighetene kreve slike opplysninger som forvaltningsselskapet allerede har sendt kompetent myndighet i forbindelse med søknad om tillatelse som forvaltningsselskap. Dette forutsetter at opplysningene fortsatt gir en riktig beskrivelse av foretaket og de tjenester som skal ytes.

Artikkel 7(6) og (7) gir EU-kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere regler om hvilke opplysninger søknaden skal inneholde og standardskjemaer og fremgangsmåte for innsending av informasjonen. Slike regler er foreløpig ikke fastsatt. Vilkårene for å gi tillatelse fremgår av artikkel 8, se nedenfor.

7.2.2 Arbeidsgruppens forslag

Bestemmelsene i AIFMD artikkel 7 gir lite spillerom for nasjonal gjennomføring. I samsvar med direktivet foreslår arbeidsgruppen lovbestemmelser som gjennomfører direktivets regler om søknad om tillatelse.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas forskriftshjemler som gjør det mulig å innta nærmere regler om søknad om tillatelse.

Det vises til utkastet § 2-5.

7.3 Vilkår for å gi tillatelse

7.3.1 EØS-rett

Artikkel 8 inneholder bestemmelser om tildeling av tillatelser og avslag på søknader. I følge artikkel 8(1) skal ikke kompetent myndighet tildele tillatelse med mindre:

a) de har forsikret seg om at forvalteren vil kunne oppfylle vilkårene i direktivet,
b) forvalteren har nødvendig startkapital og ansvarlig kapital i samsvar med artikkel 9,
c) de personer som faktisk leder forvalterens virksomhet, har hederlig vandel og relevante kvalifikasjoner og erfaring, også om de investeringsstrategier som benyttes av de alternative investeringsfond forvalteren forvalter. Kompetent myndighet skal umiddelbart meddeles hvem som er faktiske ledere og underrettes om enhver utskiftning av ledere. Forvalterens forretningsførsel skal fastsettes av minst to personer som oppfyller vilkårene,
d) aksjonærene eller deltakerne i forvalteren som har betydelige eierandeler, er egnet til å sikre en sunn og fornuftig ledelse av forvalteren, og
e) forvalteren har sitt hovedkontor og forretningskontor i samme medlemsstat.

Ved søknad fra forvalter som er knyttet til forvalter i annet EØS-land, som nærmere angitt i artikkel 8(2), skal kompetent myndighet konsultere kompetent myndighet i det aktuelle landet før tillatelse gis. Dette gjelder for eksempel dersom søkeren er et datterselskap av en AIF-forvalter i et annet EØS-land.

Tillatelsen skal være gyldig i alle EØS-landene.

Tillatelse skal ikke gis dersom nære forbindelser mellom forvalter og andre er til hinder for en effektiv utøvelse av de nasjonale myndighetenes tilsynsfunksjoner, jf. artikkel 8(3).

EU-kommisjonen kan fastsette nærmere gjennomføringsregler om enkelte av vilkårene for tillatelse.

7.3.2 Behandlingstid ved søknad om tillatelse

Etter artikkel 8(5) skal søkeren senest tre måneder etter at fullstendig søknad er lagt frem skriftlig underrettes om det gis tillatelse eller ikke. En søknad skal anses som fullstendig dersom søkeren har fremlagt den informasjonen som er nevnt i artikkel 7(2)(a)–(d) og artikkel 7(3)(a) og (b). Kompetent myndighet kan forlenge behandlingstiden med ytterligere tre måneder, dersom dette anses nødvendig på grunn av sakens særlige omstendigheter. Det forutsettes at søker underrettes om forlengelsen innen utløpet av den opprinnelige behandlingsfristen på tre måneder.

7.3.3 Kapitalkrav

I følge artikkel 8(1)(b) skal det ikke gis tillatelse med mindre forvalter har tilstrekkelig startkapital og ansvarlig kapital i henhold til artikkel 9. Se nærmere om dette i kapittel 7.4.

7.3.4 Godkjennelse av ledelsen

I følge artikkel 8(1)(c) skal det ikke gis tillatelse med mindre de personer som faktisk deltar i ledelsen har tilstrekkelig god vandel, relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, herunder også med hensyn til de investeringsstrategier som skal benyttes for de alternative investeringsfond som skal forvaltes.

Plikten til å gi opplysninger om de personer som faktisk deltar i ledelsen av forvalter ved søknad om tillatelse fremgår av artikkel 7(2)(a). Hvilke opplysninger som skal gis fremgår ikke av direktivet, men det forventes at EU-kommisjonen vil vedta nivå-2 regler som angir nærmere hvilke opplysninger som skal legges frem. Forvalter skal etter artikkel 8(1)(c) informere kompetent myndighet om hvem som skal være faktiske ledere. Dette gjelder også ved utskiftning av lederne. Den faktiske ledelsen av forvalter skal forestås av minst to personer som oppfyller kvalifikasjonskravene.

7.3.5 Eierkontroll

Etter artikkel 8(1)(d) skal det ikke gis tillatelse med mindre aksjeeiere eller deltakere i forvalteren med betydelig eierandel er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. I direktivet benyttes uttrykket "qualifying holding", som i artikkel 4(1)(ah) er definert som en direkte eller indirekte eierandel som utgjør minst 10 % eller mer av kapitalen eller stemmene, eller som gjør det mulig å øve betydelig innflytelse på ledelsen av forvalteren. Søker skal etter artikkel 7(2)(b) gi opplysninger om direkte eller indirekte betydelige eiere eller deltakere, herunder størrelsen på eierandelene.

Kompetent myndighet må foreta en egnethetsvurdering av eiere eller deltakere med en betydelig eierandel i forbindelse med behandlingen av søknad om tillatelse. Kravet til egnethet må være oppfylt til enhver tid, jf. artikkel 6(1) annet avsnitt.

7.3.6 Hovedkontor og forretningskontor

I følge artikkel 8(1)(e) skal både forvalterens hoved- og forretningskontor være i samme EØS-land. Tilsvarende prinsipp ligger til grunn for reguleringen i MiFID (direktiv 2004/39/EF).

7.3.7 Arbeidsgruppens forslag

AIFMD artikkel 8 inneholder vilkår for å gi tillatelse til forvaltere og rammer for myndighetenes saksbehandlingstid ved behandling av søknad. Bestemmelsen åpner i liten grad for nasjonalt spillerom ved gjennomføring. Arbeidsgruppen foreslår som nevnt i kapittel 7.1.2 at Finanstilsynet kan fastsette begrensninger i virkeområdet for forvalterens tillatelse.

Arbeidsgruppen foreslår lovbestemmelser som gjennomfører direktivets regler om vilkår for å gi tillatelse til forvaltere. Arbeidsgruppen foreslår videre at det inntas forskriftshjemler som gjør det mulig å innta nærmere nivå-to regulering.

Det vises til utkastet § 2-5.

7.4 Startkapital og krav til ansvarlig kapital

7.4.1 EØS-rett

Et internt forvaltet AIF skal ha en startkapital på minst 300 000 euro, og et en ekstern forvalter skal ha en startkapital på minst 125 000 euro. Dette følger av artikkel 9(1) og (2). Dersom de verdiene som forvaltes overstiger 250 millioner euro, skal forvalteren ha tilleggskapital som svarer til 0,02 % av forvaltningskapitalen som overstiger 250 millioner euro, men likevel slik at summen av startkapital og tilleggskapital ikke overstiger 10 millioner euro, jf. artikkel 9(3). Forvalterens ansvarlige kapital skal uansett ikke være mindre enn det beløp som kreves i henhold til artikkel 21 i direktiv 2006/49/EF (kapitaldekningsdirektivet). Kapitaldekningsdirektivet artikkel 21 er gjennomført i norsk rett i kapitalkravforskriften § 41-2 første ledd hvor det fremgår at:

"Verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1, 4 og 5, og forvaltningsselskap for verdipapirfond med tillatelse til å yte investeringstjeneste som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 4 skal, uten hensyn til størrelsen på kapitalkravet beregnet etter andre deler av denne forskrift, ha en ansvarlig kapital som minst svarer til en fjerdedel av foretakets faste kostnader i det foregående år. Dersom en institusjons virksomhet har pågått i mindre enn ett år, skal kostnadene i driftsplanen legges til grunn."

Tilsvarende vil således gjelde for forvaltere som har tillatelse til å yte aktiv forvaltning av investorers portefølje av instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt, jf. artikkel 6(4)(a), investeringsrådgivning, jf. artikkel 6(4)(b)(i), oppbevaring og forvaltning av fondsandeler, jf. artikkel 6(4)(b)(ii) og mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter (jf. artikkel 6(4)(b)(iii)).

Ved vurdering av hvorvidt det skal beregnes tilleggskapital skal forvaltningskapital til AIFer hvor forvaltningsoppgaver er utkontraktert medregnes, mens de AIFene som forvaltes i medhold av utkontraktering fra andre forvaltere skal unntas, jf. artikkel 9(4).

Medlemsstatene kan etter artikkel 9(6) gi forvaltere tillatelse til at inntil 50 % av tilleggskapitalen erstattes av en garanti med tilsvarende beløp fra en kredittinstitusjon eller et forsikringsselskap som enten har hovedkontor i en EØS-stat eller en tredjestat etter vilkår.

For å dekke potensiell risiko knyttet til yrkesansvar som skriver seg fra forvaltes tjenester, skal forvalter enten ha ytterligere tilleggskapital, eller en ansvarsforsikring som dekker slikt ansvar. De nærmere regler om dette følger av artikkel 9(7). Etter artikkel 9(8) skal den ansvarlige kapitalen, herunder også tilleggskapital etter artikkel 9(7), plasseres i likvide aktiva eller aktiva som kan realiseres på kort sikt. Den ansvarlige kapitalen skal ikke plasseres i spekulative posisjoner.

Etter artikkel 9(9) skal EU-kommisjonen gi nærmere regler om:

- Risikoer som må dekkes av tilleggskapital eller ansvarsforsikring.

- Betingelser for å fastslå om tilleggskapitalen eller dekningen under ansvarsforsikringen er tilstrekkelig.

- Hvordan løpende justeringer av tilleggskapital eller dekning under ansvarsforsikring skal fastslås.

Artikkel 9, med unntak av (7) og (8), samt rettsakter vedtatt i samsvar med (9), kommer ikke til anvendelse for forvaltere som har tillatelse som forvaltningsselskap for UCITS-fond.

7.4.2 Arbeidsgruppens forslag

AIFMD artikkel 9 stiller krav til startkapital og ansvarlig kapital for forvaltere som er underlagt krav om tillatelse. Etter AIFMD artikkel 9(6) kan medlemsstatene åpne for at forvaltere gis tillatelse til at inntil 50 % av tilleggskapitalen erstattes av en garanti. Arbeidsgruppen foreslår at det åpnes for en adgang til å benytte garanti, i likhet med hva som gjelder for forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak.

Arbeidsgruppen foreslår lovbestemmelser som gjennomfører direktivets regler om krav til startkapital og ansvarlig kapital. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en hjemmel som gjør det mulig å vedta nærmere forskrifter.

Det vises til utkastet § 2-8.

7.5 **Endring av tillatelse**

7.5.1 EØS-rett

Artikkel 10(1) regulerer forvalternes plikt til å underrette kompetent myndighet om vesentlige endringer i de forutsetninger som lå til grunn for tillatelsen, herunder i opplysninger gitt i forbindelse med søknaden. Endringene kan bare gjennomføres etter at myndighetene har blitt underrettet.

Kompetent myndighet kan gripe inn i ved slike endringer, for eksempel ved å kreve endringer eller å nekte at de gjennomføres. Dersom kompetent myndighet beslutter å gripe inn i forbindelse med slike endringer, skal forvalter motta melding om dette innen én måned etter at kompetent myndighet er varslet. Behandlingstiden kan forlenges med ytterligere én måned dersom dette anses nødvendig på grunn av sakens særlige omstendigheter. Det forutsettes at søker underrettes om forlenget behandlingstid innen utløpet av den opprinnelige fristen. Endringene kan gjennomføres dersom myndighetene ikke motsetter seg endringene innen fristen.

7.5.2 Arbeidsgruppens forslag

Artikkel 10 regulerer fremgangsmåten ved endringer av betydning for tillatelsen. Arbeidsgruppen foreslår lovbestemmelser som gjennomfører AIFMDs regler på dette punkt.

Det vises til utkastet § 2-9.

7.6 **Tilbakekall**

7.6.1 EØS-rett

Kompetent myndighet kan etter artikkel 11 tilbakekalle en tillatelse dersom forvalter:

a) innen tolv måneder ikke gjør bruk av tillatelsen, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har avviklet den virksomhet som omfattes av direktivet for mer enn seks måneder siden, med mindre det er fastsatt at tillatelsen i slike tilfeller skal bortfalle,

b) har fått tillatelse på grunnlag av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,

c) ikke lenger oppfyller vilkårene som ble stilt for tillatelsen,

d) ikke overholder kravene i kapitaldekningsdirektivet for de tilfeller tillatelsen også omfatter forvaltning av investors portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt i samsvar med direktivets artikkel 6(4) bokstav a),

e) foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av direktivet,

f) foretar overtredelser som i følge nasjonal lovgivning skal lede til tilbakekall av tillatelse.

7.6.2 Arbeidsgruppens forslag

AIFMD artikkel 11 oppstiller vilkår for tilbakekall av tillatelse som i liten grad åpner for nasjonalt spillerom ved gjennomføring. Etter arbeidsgruppens vurdering er det ikke hensiktsmessig å innføre en regel om automatisk bortfall av tillatelse, når tillatelsen ikke er benyttet i en viss periode. En slik regel vil kunne gi uheldige konsekvenser for forvaltere som har konkrete planer om å gjenoppta virksomheten.

Reglene for tilbakekall har store likhetstrekk med tilsvarende regler i UCITS-direktivet og MiFID. Arbeidsgruppen går ut fra at bestemmelsen vil praktiseres på tilsvarende måte som ved vedtak etter verdipapirhandelloven der tilbakekall med mislighold blir benyttet som sanksjon ved de mest alvorlige overtredelser av lovgivningen.

I samsvar med direktivet foreslår arbeidsgruppen lovbestemmelser som gjennomfører AIFMDs regler om vilkår for tilbakekall.

Det vises til utkastet § 8-5.

8 OPERASJONELLE KRAV

8.1 God forretningsskikk

8.1.1 Gjeldende rett

For forvaltningsselskap for verdipapirfond gjelder krav til god forretningsskikk i verdipapirfondloven § 2-15 med tilhørende forskriftsbestemmelser. Bestemmelsene gjennomfører UCITS-direktivet artikkel 14, med tilhørende gjennomføringsregler. Andre Forvaltere, som heller ikke er underlagt krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven, er ikke gjenstand for særlige krav til god forretningsskikk utover det som følger av generelle avtalerettslige prinsipper om god forretningsskikk etter avtaleloven og markedsføringslovens krav til handelspraksis og avtalevilkår i forbrukerforhold.

8.1.2 EØS-rett

AIFMD artikkel 12 krever at alle AIF-forvaltere pålegges å følge krav til god forretningsskikk. Bestemmelsen har mange fellestrekk med UCITS-direktivet artikkel 14 og inneholder grunnleggende krav til god forretningsskikk som skal gjelde alle AIF-forvaltere med tillatelse.

Artikkel 12(1)(a) til (f) krever at AIF-forvaltere skal:

- opptre ærlig og ryddig, med behørig kompetanse og omhu,
- opptre i samsvar med interessene til fond under forvaltning eller andelseierne, og markedets integritet,
- ha og effektivt benytte de ressurser og framgangsmåter som er nødvendige for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
- gjennomføre alle rimelige forholdsregler for å unngå interessekonflikter og, dersom de ikke kan unngås, identifisere, styre og overvåke, og dersom relevant, opplyse om slike interessekonflikter,
- etterleve alle offentligrettslige regler som gjelder for virksomheten for å bidra til å ivareta interessene til fond under forvaltning eller andelseierne og markedets integritet og
- behandle alle andelseiere i fond under forvaltning ryddig.

Artikkel 12(1) annet avsnitt forutsetter at investorene i alternative investeringsfond likebehandles. Dersom en investor skal behandles mer fordelaktig enn andre, skal det informeres om denne behandlingen i det aktuelle fondets regler eller stiftelsesdokumenter.

Artikkel 12(2) inneholder spesifikke krav for AIF-forvaltere som også har tillatelse til å yte investeringstjenesten aktiv forvaltning av investorers porteføljе av instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt. Slike forvaltere skal forbys å investere hele eller deler av midlene til den aktive forvaltningskunden i andeler i fond under forvaltning, uten forutgående samtykke fra kunden. AIF-forvaltere som i tillegg har tillatelse til å yte aktiv forvaltning skal være medlem av en sikringsordning, jf. direktiv 97/9 EC av 3. mars 1997.

Artikkel 12(3) gir EU-Kommisjonen kompetanse til å fastsette nærmere regler om de kriterier kompetent myndighet skal legge til grunn ved vurderingen av om en forvalter oppfyller kravene til god forretningsskikk i artikkel 12(1).

8.1.3 Arbeidsgruppens forslag

Artikkel 12 inneholder et generelt krav om å utøve virksomheten i samsvar med god forretningsskikk. Det vil være en rettslig standard, og det nærmere innholdet i kravet til god forretningsskikk vil kunne endre seg i tråd med utviklingen.

Etter artikkel 12(1)(d) skal forvalteren ta "all reasonable steps" for å unngå interessekonflikter. Håndtering av interessekonflikter er særlig regulert i artikkel 14. Av hensyn til et mer oversiktlig regelverk foreslår arbeidsgruppen at direktivets bestemmelser om håndtering av interessekonflikter i artikkel 12(1)(d) og artikkel 14, samles i en paragraf, se kapittel 8-2. nedenfor. Artikkel 12 inneholder ikke alternativer for gjennomføring og arbeidsgruppen foreslår for øvrig at artikkelen gjennomføres etter mønster av verdipapirfondloven § 2-15, med nødvendige tilpasninger.

Direktivet inneholder ikke konkrete bestemmelser om taushetsplikt for ansatte og andre, men et slikt krav kan utledes av kravene til god forretningsskikk. Dette vil særlig omfatte taushetsplikt om kunders forhold eller forretningshemmeligheter. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en presisering om taushetsplikt i § 3-2 femte ledd. Bestemmelsen formuleres tilsvarende § 2-7 sjette ledd i verdipapirfondloven der det heter at ansatte, tillitsvalgte og personer med bestemmende innflytelse i forvaltningsselskap har taushetsplikt om det de i sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrifter. Taushetsplikten omfatter også enhver som utfører oppdrag for forvaltningsselskapet.

Alternative investeringsfond opererer i enkelte tilfeller med forskjellige vilkår for ulike investorer. Det kan dreie seg om redusert honorar over visse grenser for investert beløp. For aktive eierfond, hvor investorene gjerne er institusjonelle investorer med egne investeringsmandat, er det vanlig at investorene får særlige vilkår når det gjelder mandatet. Gjennom en såkalt "Most Favoured Nations"-bestemmelse kan de øvrige investorene kreve tilsvarende vilkår. For en nærmere omtale av slike vilkår vises det til kapittel 3.2.4.

Etter arbeidsgruppens vurdering er ikke direktivet til hinder for at alternative eierfond kan operere med differensierte vilkår for ulike andelseiere, forutsatt at det er behørig informert om dette og slike vilkår for øvrig er i samsvar med de generelle regler om god forretningsskikk og tiltak mot interessekonflikter.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta eventuelle nærmere regler vedtatt av EU-Kommisjonen med hjemmel i artikkel 12(3). Det vises til lovutkastet § 3-2.

8.2 **Håndtering av interessekonflikter**

8.2.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskap for verdipapirfond er i dag underlagt regler om håndtering av interessekonflikter som del av kravet til god forretningsskikk og organisering av virksomheten, jf. verdipapirfondloven § 2-15 og § 2-7 sjette ledd. Utfyllende regler er inntatt i verdipapirfondforskriften kapittel 2 del VI. Andre forvaltere, som heller ikke har tillatelse etter verdipapirhandelloven, er ikke underlagt særlig krav til håndtering av interessekonflikter

8.2.2 EØS-rett

AIFMD artikkel 14 krever at det fastsettes generelle krav til håndtering av interessekonflikter. Bestemmelsen har enkelte fellestrekk med MiFID artikkel 18, som inneholder generelle regler om håndtering av interessekonflikter i verdipapirforetak.

Artikkel 14(1)(a) til (e), inneholder krav om at AIF-forvalter treffer alle rimelige forholdsregler for å identifisere interessekonflikter mellom:

- Forvalteren, herunder forvalterens ledelse, ansatte eller enhver person som er direkte eller indirekte forbundet til forvalteren gjennom kontroll, og fond forvaltet av forvalteren eller andelseierne i slike fond,
- Fondet eller andelseierne i fondet, og et annet fond eller andelseierne i det fondet,
- Fondet eller andelseierne i fondet, og en annen kunde av forvalteren,
- Fondet eller andelseierne i fondet og UCITS forvaltet av forvalterne, eller andelseierne i dette/disse UCITS, eller
- To kunder av forvalteren.

Artikkel 14(1) annet avsnitt krever at AIF-forvaltere etablerer effektive organisatoriske og administrative ordninger for å treffe alle rimelige forholdsregler for å identifisere, unngå, styre og overvåke interessekonflikter for å unngå at disse negativt påvirker interessene til fond eller andelseiere. Bestemmelsen regulerer til dels det samme som deler av artikkel 12(1)(d), jf. kapittel 8.1.3. ovenfor.

Artikkel 14(1) tredje avsnitt krever at AIF-forvaltere i sin daglige drift skiller oppgaver og ansvarsområder som anses uforenlige, eller som potensielt kan føre til systematiske interessekonflikter. Forvaltere skal herunder vurdere om organiseringen av virksomheten gir opphav til andre vesentlige interessekonflikter, og i så fall gi opplysning om dette til andelseierne i fond under forvaltning.

Dersom de forholdsregler som er truffet i medhold av artikkel 14(1) annet og tredje avsnitt ikke har vært tilstrekkelige til å, med rimelig grad av sikkerhet, sikre andelseiernes interesser på en betryggende måte, skal forvalteren gi andelseierne opplysning om den aktuelle interessekonflikt eller kilden til interessekonflikten før forvalteren gjør forretninger på andelseierens vegne, samt utarbeide egnede interne retningslinjer, se artikkel 14(2).

Artikkel 14(3) inneholder særlige regler for AIF-forvaltere som benytter primærmegler. Dersom primærmegler benyttes, skal vilkårene for slike tjenester reguleres i en skriftlig avtale. Avtalen

skal regulere hvordan overdragelse og gjenbruk av fondsaktiva kan gjennomføres, og reguleringen skal være i samsvar med fondets regler eller stiftelsesdokumenter. Avtalen skal fastsette at fondets depotmottaker skal gis informasjon om avtalen. Bestemmelsens annet avsnitt krever at forvalteren skal utvise behørig kompetanse og omhu ved valg og oppnevning av primærmegler.

Artikkel 14(4) gir EU-Kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere regler om typer av interessekonflikter, og det forvalter forventes å gjøre for å identifisere, forhindre, styre, overvåke og gi opplysning om interessekonflikter. Forslag til slike regler er inntatt i forordning publisert 19. desember 2012.

8.2.3 Arbeidsgruppens forslag

AIF-forvalterens generelle krav til håndtering av interessekonflikter fremgår av artikkel 12(1) bokstav (d), jf. kapittel 8.1.3 om kravet til god forretningsskikk. Direktivets artikkel 14 utdyper hvilke plikter som gjelder for nærmere definerte interessekonflikter. Hovedregelen er at forvalter skal søke å unngå interessekonflikter. Dersom dette ikke fullt ut lar seg gjøre, påligger det særlige forpliktelser. Direktivet stiller med andre ord ikke opp et "forbud mot interessekonflikter", eller at interessekonflikter skal elimineres. Det vil være iboende interessekonflikter i alle typer virksomheter. I fondsstrukturer vil det for eksempel kunne oppstå interessekonflikter mellom ulike investorer. Direktivet stiller opp spesifikke krav til hvordan interessekonflikter skal håndteres i forvalterens virksomhet.

Artikkel 14(1) tredje avsnitt, jf. 14(2), krever at forvaltere i visse tilfeller internt må separere ulike oppgaver. Bestemmelsen lyder som følger:

> «Forvaltere skal innenfor sitt eget driftsmiljø skille mellom oppgaver og ansvarsområder som kan oppfattes som uforenlige med hverandre, eller som kan gi opphav til systematiske interessekonflikter. Forvalterne skal vurdere om deres driftsvilkår kan medføre andre vesentlige interessekonflikter og informere investorene i AIF-ene om disse.»

Direktivet krever at AIF-forvaltere har organisatoriske skiller mellom porteføljeforvaltning og risikostyring, jf. kapittel 8.4.2, og mellom den funksjonen som forestår verdivurdering og øvrig virksomhet, jf. kapittel 9.2.2. Videre er forvaltere forpliktet til å etablere en uavhengig kontrollfunksjon (compliance). Arbeidsgruppen antar at det i mange tilfeller ikke vil være nødvendig å innføre andre organisatoriske skiller. Hvorvidt andre systematiske interessekonflikter vil kreve ytterligere organisatoriske tilpasninger, må vurderes konkret i lys av forvalterens virksomhet og de fond som forvaltes.

Som nevnt i punkt 8.1.3. foreslår arbeidsgruppen å gjennomføre bestemmelsen artikkel 12(1)(d) i bestemmelser til gjennomføring av artikkel 14 om interessekonflikter.

Bestemmelsen i artikkel 14 inneholder ikke alternativer for gjennomføring og foreslås gjennomført etter mønster av verdipapirhandelloven § 10-10, med nødvendige tilpasninger.

Etter arbeidsgruppens vurdering bør bestemmelsen i artikkel 14(3) om bruk av primærmegler skilles ut i en egen paragraf.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta nærmere regler vedtatt av EU-Kommisjonen etter artikkel 14(4). Det vises til lovutkastet § 3-3.

8.3 **Godtgjøring**

8.3.1 Gjeldende rett

Forvaltere av nasjonale fond er underlagt reglene i lov 10. juni 1998 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner §§ 2-18 – 2-22 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, og de nærmere reglene i forskrift 1. desember 2010 nr. 1507. Tilsvarende regler gjelder ikke for andre forvaltere av alternative investeringsfond, som heller ikke har tillatelse etter verdipapirhandelloven.

8.3.2 EØS-rett

AIFMD artikkel 13(1) krever at konsesjonspliktige forvaltere skal etablere godtgjørelsesordninger og retningslinjer for godtgjørelse for følgende kategorier av personell:

- Øverste ledelse,
- Risikotakere,
- Personer med kontrollfunksjoner, samt
- Enhver ansatt som mottar en total godtgjørelse som den øverste ledelse og risikotakere og som har en vesentlig innflytelse på forvalterens risikoprofil, eller risikoprofilen til fond under forvaltning.

Godtgjørelsesordningene og retningslinjene for disse skal være i samsvar med og bidra til en forsvarlig og effektiv risikostyring, og ikke oppmuntre til å ta risiko som er uforenlig med risikoprofilen, reglene eller stiftelsesdokumentene til fond under forvaltning.

Retningslinjene og godtgjørelsesordningene skal være i samsvar med de nærmere reglene inntatt i vedlegg II til direktivet. ESMA har som forutsatt i artikkel 13(2) utarbeidet nærmere retningslinjer for forsvarlige godtgjørelsesordninger i samsvar med vedlegg II, se ESMAs "Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD" (ESMA /2013/201 av 11. februar 2013).

8.3.3 Arbeidsgruppens forslag

AIFMD innfører krav til godtgjørelsesordninger for forvaltere av alternative investeringsfond. Reglene har store fellestrekk med de som i dag følger EUs kapitaldekningsregelverk og som gjelder for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak. Gjeldende norske regler stiller opp like regler for alle pliktsubjektene (banker, verdipapirforetak, forsikringsselskaper, forvaltningsselskaper for verdipapirfond), med unntak av enkelte særregler for banker.

Artikkel 13(1) knytter kravet til godtgjørelsesordninger og retningslinjer for godtgjørelse til risikoprofilen, vedtektene eller stiftelsesdokumentet til de fond som den aktuelle forvalteren forvalter. Videre inneholder direktivets vedlegg II enkelte særlige regler for godtgjørelsesordninger for ansatte hos forvaltere. AIFMD krever at det fastsettes særlige regler om godtgjørelsesordninger for forvaltere av alternative investeringsfond. Reglene i vedlegg II er

av en slik detaljgrad at de etter arbeidsgruppens vurdering bør plasseres i en forskrift heller enn i lovs form.

Det skal gjelde et forholdsmessighetsprinsipp ved gjennomføring av prinsippene i vedlegg II punkt 1(a) – (r), hvor det blant annet skal tas hensyn til forvaltes størrelse, størrelsen på fond som forvaltes og virksomhetens interne organisering, omfang art og kompleksitet. Dette følger forutsetningsvis av artikkel 13(2) og vedlegg II til direktivet.

Direktivet regulerer forvaltning av en bredt spekter ulike typer fond. Forvaltere av alternative investeringsfond vil kunne ha forskjellig virksomhet alt etter hvilke typer fond som forvaltes og alt fra mindre venture-fond til store oppkjøpsfond eller spesialfond med komplekse investeringsstrategier. Det er hensiktsmessig at forvaltere kan tilpasse godtgjørelsesordningene og retningslinjene til den konkrete virksomheten. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en regel om forholdsmessighet ved anvendelse av kravene.

Prinsippene for godtgjørelsesordninger i vedlegg II punkt 1 gjelder i følge punkt 2 i prinsippet godtgjørelser av enhver art betalt av forvalter eller fondet, herunder såkalt "carried interest". Artikkel 4(1)(d) definerer "carried interest" som resultatavhengig vederlag, og som en andel av AIF-ets overskudd som tilfaller forvalteren som godtgjøring for forvaltningen av AIF-et, eksklusive eventuell andel i AIF-ets overskudd som tilfaller forvalteren som avkastning på eventuell investering som forvalteren har gjort i AIF-et. Denne definisjonen avviker fra det som normalt forstås med "carried interest" hvor "carried interest" er et uttrykk for den fordeling av gevinst som foretas i aktive eierfond når avkastningen i fondet overstiger et nærmere fastsatt "normalavkastning". Det vanligste grunnlaget for rett til "carried interest" er at nøkkelpersoner hos forvalteren investerer i fondet gjennom hovedmannen/ general partner. I ESMAS retningslinjer om godtgjørelsesordninger er det lagt til grunn at "carried interest" faller utenfor virkeområdet for godtgjørelsesreglene når den representerer en "pro-rata" avkastning på investeringen.

Etter arbeidsgruppens vurdering bør virkeområdet for godtgjørelsesreglene og forholdsmessighetsprinsippet presiseres i lovs form. Det vises til utkastet § 3-6 første ledd.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som åpner for å fastsette nærmere regler om godtgjørelsesordninger. Det vises til lovutkastet § 3-6 annet ledd.

8.4 **Risikostyring**

8.4.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskap for verdipapirfond er underlagt regler om risikostyring i verdipapirfondloven § 2-12 med tilhørende forskrifter (verdipapirfondforskriften kapittel 2 del IV og forskrift om risikostyring og internkontroll av 22. september 2008 nr. 1080). Reglene gjennomfører UCITS-direktivet artikkel 51 og direktiv 2010/43/EU artikkel 12. Andre forvaltere, som heller ikke har tillatelse etter verdipapirhandelloven, er ikke underlagt krav til risikostyring ut over det som følger av generelle selskapsrettslige krav til forsvarlig organisering av virksomheten.

8.4.2 EØS-rett

Risikostyring er den ene av de to kjerneoppgaver som i følge artikkel 4(1)(w) utgjør forvaltning av alternative investeringsfond. Det vises til nærmere omtale av dette i kapittel 5.3. Artikkel 15(1) krever at risikostyringsfunksjonen er organisatorisk adskilt fra operasjonell virksomhet, herunder forvalterens porteføljeforvaltning.

Artikkel 15(1) annet avsnitt inneholder en særlig regel om forholdsmessighet eller proporsjonalitet ved organisering av risikostyringsfunksjonen og den funksjonelle og hierarkiske adskillelsen av risikostyringsfunksjonen. Bestemmelsen åpner for at kompetent myndighet, ved vurdering av om risikostyringsfunksjonen er adskilt fra annen operasjonell virksomhet, skal benytte et forholdsmessighetsprinsipp. Forvalteren skal uansett være i stand til å vise at det er truffet særlige forholdsregler for å unngå interessekonflikter slik at risikostyringsfunksjonen er uavhengig og effektiv, samt at risikostyringsfunksjonen til enhver tid oppfyller de øvrige kravene i artikkel 15. Til forskjell fra reglene som gjelder for forvaltningsselskaper for verdipapirfond i direktiv 2010/43/EU artikkel 12(2) annet avsnitt, åpner ikke direktivet artikkel 15(1) annet avsnitt for et rent unntak fra kravet til å ha en selvstendig risikostyringsfunksjon på grunnlag av virksomhetens art, omfang og kompleksitet.

Artikkel 15(2) første avsnitt krever at forvaltere etablerer systemer for risikostyring for forsvarlig å identifisere, måle, styre og overvåke alle relevante risiki for hvert fonds investeringsstrategi og som hvert fond er eller kan være eksponert for. Artikkel 15(2) annet avsnitt krever at forvalteren med passende mellomrom, og minst én gang årlig, foretar en gjennomgang av risikostyringsfunksjonen.

Etter artikkel 15(3) skal AIF-forvalter:

- etablere en hensiktsmessig og dokumentert prosedyre for due diligence ved investering på vegne av fond som er tilpasset det aktuelle fondets investeringsstrategi, investeringsmål og risikoprofil. Prosedyren skal gjennomgås regelmessig og oppdateres ved behov,
- påse at risikoen ved inngåtte posisjoner for fond under forvaltning, og dens innvirkning på samlet risikoprofil kan identifiseres, måles, styres og overvåkes løpende, herunder gjennom bruk av egnede stresstester, og
- påse at risikoprofilen til fond som forvaltes stemmer overens med størrelse, porteføljestruktur, investeringsstrategi og investeringsmål, i fondets regler eller stiftelsesdokumenter, prospekt og tilbudsdokumenter.

Artikkel 15(4) inneholder krav om at forvalteren fastsetter risikorammer i form av øvre grenser for finansiell giring for fond under forvaltning, samt adgang til gjenbruk av aktiva stilt som sikkerhet eller garantier under lånearrangementer. Bestemmelsen krever at grensene fastsettes under hensyn til blant annet følgende momenter:

- type fond,
- investeringsstrategi,
- kilde til finansiell giring,
- forbindelser eller forhold til andre institusjoner for finansielle tjenester,

- behov for begrensning av eksponering mot en enkelt motpart,
- i hvilken grad det stilles sikkerhet for finansiell giring,
- forholdet mellom aktiva og passiva og
- art, relativ og absolutt omfang av forvalterens aktivitet i det aktuelle markedet.

Etter artikkel 15(5)(a)-(e) kan EU-Kommisjonen fastsette nærmere regler om:

- retningslinjer og prosedyrer for risikostyring,
- passende mellomrom for gjennomgang av risikostyringssystemer,
- hvordan risikostyringsfunksjoner skal være funksjonelt og hierarkisk adskilt fra operasjonell virksomhet, herunder porteføljeforvaltning,
- særlige tiltak for å unngå interessekonflikter som nevnt i artikkel 15(1) annet avsnitt, samt
- minimumskrav til oppgaver risikostyringsfunksjonen skal utføre som nevnt i artikkel 15(3).

8.4.3 Arbeidsgruppens forslag

Artikkel 15 inneholder krav til risikostyring, og har fellestrekk med tilsvarende krav for forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak. Arbeidsgruppen foreslår at disse kravene gjennomføres etter mønster av verdipapirfondloven og verdipapirfondforskriften med nødvendige tilpasninger.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta nærmere regler vedtatt av EU-Kommisjonen med hjemmel i artikkel 15(5).

Det vises til lovutkastet § 3-7.

8.5 **Likviditetsstyring**

8.5.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskap for verdipapirfond vil under forvaltningen av fond måtte følge relevante plasseringsregler i verdipapirfondloven, herunder krav som skal bidra til tilstrekkelig likviditet. Verdipapirfondlovens generelle bestemmelser i § 2-12 om risikostyring gjelder også for styring av likviditet. I tillegg gjelder verdipapirfondforskriften § 2-15 tredje ledd om systemer for styring av likviditetsrisiko. Forvaltningsselskap for verdipapirfond er dessuten underlagt kravene i forskrift 29. juni 2007 nr. 747 om forsvarlig likviditetsstyring. Forskriften gjelder likviditetssituasjonen til forvalteren, og ikke fond som forvaltes eller kundeporteføljer.

8.5.2 EØS-rett

Etter AIFMD artikkel 16 skal AIF-forvaltere ha et egnet likviditetsstyringssystem for fond som forvaltes.

Artikkel 16(1) første avsnitt krever at forvaltere for hvert fond under forvaltning, med unntak av fond som er lukket og ikke har finansiell giring, etablerer et hensiktsmessig system for styring av likviditeten. Det skal utarbeides retningslinjer som gjør forvalteren i stand til å overvåke

likviditetsrisikoen til fondet og sikre at likviditetsprofilen til fondets investeringer samsvarer med fondets underliggende forpliktelser.

Artikkel 16(1) annet avsnitt krever at AIF-forvalteren regelmessig skal foreta stresstester, under normale og ekstraordinære likviditetssituasjoner, som gjør det mulig å vurdere og overvåke likviditetsrisikoen for fondene.

Etter artikkel 16(2) må AIF-forvaltere for hvert alternativt investeringsfond som forvaltes sørge for at det er samsvar mellom investeringsstrategien, innløsningsadgangen og likviditetsprofilen.

Artikkel 16(3) gir EU-Kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere regler om systemer og retningslinjer for likviditetsstyring, samt om samordning mellom investeringsstrategi, innløsningsadgang og likviditetsprofil som nevnt i artikkel 16(2). Forslag til slike regler er gitt i forordning publisert 19. desember 2012.

8.5.3 Arbeidsgruppens forslag

Artikkel 16 inneholder ikke alternativer for gjennomføring. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta eventuelle nærmere regler vedtatt av EU-Kommisjonen med hjemmel i artikkel 16(3)

Det vises til lovutkastet § 3-9.

8.6 **Investering i verdipapiriserte posisjoner**

8.6.1 EØS-rett

I følge AIFMD artikkel 17 skal EU-Kommisjonen vedta nærmere regler om adgangen for forvaltere av alternative investeringsfond til å investere i verdipapiriserte posisjoner. EU-Kommisjonen skal fastsette nærmere krav til opprinnelig långiver, foretak for verdipapirisering og sponsor for verdipapiriserte porteføljer av ett eller flere engasjementer utstedt etter 1. januar 2011, jf. artikkel 17(a), og kvalitative krav til forvaltere som på vegne av fond under forvaltning investerer i verdipapiriserte porteføljer av ett eller flere engasjementer, jf. artikkel 17(b).

I artikkel 63 legges det til rette for at det innføres en tilsvarende bestemmelse i UCITS-direktivet ved innføring av en ny artikkel 50a som gir EU-Kommisjonen hjemmel til å vedta delegerte rettsakter.

8.6.2 Arbeidsgruppens forslag

Verdipapirisering er i Norge regulert i finansieringsvirksomhetsloven kapittel 2 del V. Verdipapirisering vil her si at en finansinstitusjon overdrar en nærmere fastsatt fordringsmasse til et spesialforetak for verdipapirisering. Spesialforetaket skal finansiere ervervet ved opptak av obligasjonslån, men er unntatt fra kravet om konsesjon som finansieringsforetak og heller ikke underlagt tilsyn. I utgangspunktet skal spesialforetaket være helt uavhengig av den overdragende finansinstitusjonen. Hvis vilkårene er oppfylt, kan den overdragende institusjonen fjerne utlånene fra sin balanse og trenger ikke lenger å beregne kapitalkrav for den. Spesialforetaket kan bare erverve den bestemte fordringsmassen. Spesialforetaket kan ikke utstede obligasjoner løpende,

men kan likevel utstede flere obligasjonslån. Det må opprettes et nytt spesialforetak dersom finansinstitusjonen ønsker å verdipapirisere en annen fordringsmasse. Obligasjonseierne har ikke særskilt sikkerhet i fordringsmassen, men siden spesialforetaket ikke kan drive annen virksomhet enn å erverve, eie og inndrive den konkrete fordringsmassen, vil den ha få andre kreditorer enn obligasjonseierne. Til nå er det bare en finansinstitusjon i Norge som har opprettet spesialforetak for verdipapirisering.

Det er tidligere innført en liknende bestemmelse som artikkel 17 og 63 i direktiv 2006/48/EF (Capital Requirement Directive (CRD)) artikkel 122a (innført med CRD II). Ved å innføre tilsvarende bestemmelser i AIFMD og UCITS-direktivet oppnås like krav til investeringer i verdipapiriserte posisjoner i ulike sektorer. CRD artikkel 122a er gjennomført blant annet i kapitalkravsforskriften §§ 26-3 og 26-4 som trådte i kraft 1. januar 2011. Bakgrunnen for disse bestemmelsene er negative erfaringene gjort under finanskrisen. Ved tradisjonell kredittyting har kreditor en interesse i å kontrollere og overvåke utlånene ettersom kreditor har risikoen. Verdipapirisering innebærer at kredittrisikoen overføres til en annen part. Formålet ved å kreve at utsteder, sponsor eller opprinnelig kreditor beholder en netto økonomisk interesse på minst fem prosent av den verdipapiriserte utlånsporteføljen er å sikre at alle parter har interesse i å kontrollere kredittrisikoen i utlånsporteføljen.

Obligasjoner med fortrinnsrett er regulert av finansieringsvirksomhetsloven kapittel IV. Disse obligasjonene utstedes av kredittforetak som har konsesjon og er underlagt tilsyn. I og med at kredittforetak er underlagt tilsyn og kapitalkrav, regnes ikke utlån overført til kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett, som verdipapiriserte posisjoner etter kapitalkravsforskriften §§ 26-3 og 26-4. Etter arbeidsgruppens vurdering tilsier dette at obligasjoner med fortrinnsrett heller ikke vil omfattes av bestemmelsene i AIFMD artikkel 17 og 63.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta nærmere regler vedtatt av EU-Kommisjonen med hjemmel i artikkel 17(a) og 17(b).

Det vises til lovutkastet § 1-4.

9 ORGANISATORISKE KRAV

9.1 Generelle krav

9.1.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskap for verdipapirfond er underlagt generelle krav til organisering av virksomheten i verdipapirfondloven § 2-11 og verdipapirfondforskriften § 2-6. For disse foretak gjelder reglene om ansattes egenhandel i verdipapirhandelloven kapittel 8. Tilsvarende krav gjelder for verdipapirforetak.

9.1.2 EØS-rett

AIFMD artikkel 18 inneholder grunnleggende krav til organiseringen av virksomheten til AIF-forvaltere.

Artikkel 18(1) første avsnitt krever at kompetent myndighet skal stille krav til at forvaltere til enhver tid skal ha tilstrekkelige menneskelige og tekniske ressurser for forsvarlig forvaltning av relevante fond. Bestemmelsens annet avsnitt krever videre at forvalteren, under hensyn til arten av fond under forvaltning, etablerer forsvarlige administrative rutiner og regnskapsrutiner, systemer for IKT-sikkerhet og forsvarlige systemer for internkontroll, herunder regler om ansattes egenhandel. Sistnevnte regler skal sikre at enhver transaksjon som involverer fond under forvaltning kan rekonstrueres med hensyn til opprinnelse, parter, art, tid og sted for gjennomføring, samt at eiendelene til fond under forvaltning investeres i samsvar med reglene eller stiftelsesdokumentene til fond under forvaltning, samt øvrige bindende regler.

Artikkel 18(2) gir EU-Kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere krav til organisering av virksomheten som nevnt i artikkel 18(1). Forslag til slike regler er inntatt i forordning publisert 19. desember 2012.

9.1.3 Arbeidsgruppens forslag

Arbeidsgruppen foreslår at direktivets artikkel 18 gjennomføres etter mønster av verdipapirfondloven § 2-11, og at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta nærmere regler vedtatt av EU-Kommisjonen med hjemmel i artikkel 18(2).

Det vises til lovutkastet § 3-1.

For så vidt gjelder bestemmelsen om internkontroll i artikkel 18, vises det til forskrift av 22. september 2008 nr. 1080 om risikostyring og internkontroll. Arbeidsgruppen foreslår at forskriften gjøres gjeldende for forvaltere som har tillatelse etter den nye loven. Dette vil kreve en endring av forskriften § 1.

9.2 **Verdivurdering og kommunikasjon av andelsverdi**

9.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirfondloven § 4-8 inneholder regler for beregning og kunngjøring av andelsverdi for verdipapirfond. Etter verdipapirfondloven § 4-9 tredje ledd skal markedsverdien legges til grunn ved beregning av tegningskursen. Det er også nærmere regler om beregning av netto andelsverdi i verdipapirforskriften. Videre inneholder verdipapirfondforskriften § 6-13 særlige krav til beregning av verdien av såkalte OTC derivater. Beregning og kunngjøring av andelsverdien skal skje minst én gang i uken eller oftere dersom det er bestemt i fondets vedtekter, jf. verdipapirfondloven § 4-8 annet ledd.

Andre forvaltere enn forvaltningsselskaper for verdipapirfond er ikke underlagt regler om verdivurdering utover det som følger av aktuelle regnskapsregler, herunder regler om beregning av verdi av aktiva og passiva. Rådgivere til aktive eierfond vil gjennom sitt avtaleverk typisk være underlagt et frivillig men detaljert regelverk i International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines. Retningslinjene er tilpasset verdivurdering i aktive eierfond. Rapportering av andelsverdien i alternative investeringsstrukturer vil normalt skje gjennom kvartalsrapporter til andelseierne og verdiene vil ikke gjøres kjent for andre enn andelseierne.

9.2.2 EØS-rett

Artikkel 19 er direktivets samlebestemmelse for krav til verdivurdering, beregning og kommunikasjon av andelsverdi. Artikkel 19(1) krever at AIF-forvalteren fastsetter egnede og konsistente interne retningslinjer for beregning verdien av eiendelene til fond under forvaltning, slik at verdivurdering kan gjøres på ryddig og uavhengig måte og i samsvar med reglene eller stiftelsesdokumentet for fondet, samt relevant nasjonal lovgivning.

I følge artikkel 19(2) skal beregning av andelsverdi reguleres av nasjonale regler i fondets hjemstat og/eller i reglene for fondet, herunder i vedtekter eller stiftelsesdokumentet for fondet.

Artikkel 19(3) inneholder krav til når netto andelsverdi skal beregnes og opplyses til investorene, og krever at dette skal skje i samsvar med relevante regler der fondet er etablert og fondets regler eller stiftelsesdokumenter. Artikkel 19(3) annet avsnitt krever at verdien av eiendelene og netto andelsverdi beregnes minst én gang årlig. Artikkel 19(3) tredje avsnitt gjelder fond som er åpent for innløsninger. For slike fond kreves at beregning skjer så ofte det er hensiktsmessig av hensyn til eiendelene til fondet samt reglene for utstedelse og innløsning av andeler. Etter artikkel 19(3) fjerde avsnitt skal forvaltere av fond som er lukket gjennomføre beregning hver gang det skjer en forhøyelse eller nedsettelse av fondets kapital. Investorene skal informeres om verdiberegningen.

Etter artikkel 19(4) bokstav (a) og (b) skal verdivurdering foretas av:

- en ekstern aktør som er uavhengig av fondet, forvalteren og andre personer med nære forbindelser til fondet eller forvalteren, eller
- forvalteren selv, dersom dette skjer funksjonelt uavhengig fra porteføljeforvaltningen. I så fall skal godtgjørelsesordningene og andre tiltak sikre at verdivurderingen skjer forsvarlig.

Etter artikkel 19(4) annet avsnitt kan verdivurderingen ikke utkontrakteres til fondets depotmottaker med mindre depotmottakeren har gjennomført funksjonelle og hierarkiske skiller mellom depottjenestene og tjenester knyttet til verdivurdering. Dessuten skal potensielle interessekonflikter være identifisert, godt håndtert, overvåket og opplyst til andelseierne.

Artikkel 19(5) krever at forvaltere som har utkontraktert verdivurderingen kan godtgjøre følgende:

- at oppdragstakeren er underlagt obligatorisk registreringsplikt eller regler for god forretningsskikk,
- at oppdragstakeren kan stille tilstrekkelige garantier til å sette vedkommende i stand til å yte verdsettelsestjenestene og de forpliktelser som følger av dette, samt
- at utkontrakteringen skjer i samsvar med de øvrige bestemmelsene om utkontraktering.

Etter artikkel 19(6) skal oppdragstakeren ikke kunne utkontraktere verdivurderingen til andre.

Artikkel 19(7) krever at forvalteren gir kompetent myndighet melding om utkontrakteringen. Kompetent myndighet kan pålegge forvalteren å oppnevne en annen oppdragstaker dersom vilkårene for utkontrakteringen i artikkel 19(5) ikke er oppfylt.

Artikkel 19(8) krever at verdivurdering skal være uavhengig og gjennomføres forsvarlig.

Artikkel 19(9) gjelder for forvaltere med intern verdivurderingsfunksjon. Kompetent myndighet skal da kunne kreve at rutinene for verdivurdering og/eller gjennomførte verdivurderinger bekreftes av en ekstern verdsetter eller revisor.

I følge artikkel 19(10) første avsnitt er forvalteren ansvarlig for beregning av fondets eiendeler, andelsverdi og kunngjøring av andelsverdi. Dette gjelder uavhengig av hvem som faktisk gjennomfører disse oppgavene. Bestemmelsens annet avsnitt fastslår at en ekstern aktør som gjennomfører verdivurdering skal være ansvarlig overfor forvalteren for ethvert tap som skyldes aktørens uaktsomhet eller forsett.

Etter artikkel 19(11)(a) til (c) har EU-Kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere regler om:

- kriterier til retningslinjer for verdivurdering av eiendeler og netto andelsverdi, jf. 19(1),
- garantier som en oppdragstaker må kunne stille, jf. 19(5)(b), og
- hyppigheten for gjennomføring av verdivurdering i fond som er åpne for tegning og innløsning, jf. 19(3).

9.2.3 Arbeidsgruppens forslag

Etter arbeidsgruppens vurdering er det ved gjennomføring av kravene i artikkel 19 hensiktsmessig å skille mellom krav til retningslinjer og rutiner for verdivurdering, organisering av verdivurderingen, gjennomføring av verdivurderingen og krav til kommunikasjon av andelsverdi. Bestemmelsene åpner ikke for alternativ gjennomføring i nasjonal lovgivning.

Alternative investeringsfond som omfattes av direktivet utgjør en vid krets av fond med et svært variert investeringsunivers. Dette strekker seg fra noterte instrumenter som har en objektiv markedspris, til lite likvide investeringer i for eksempel fast eiendom, unoterte selskaper eller unoterte derivater som ikke har noen objektiv markedspris, og hvor verdivurderingen kan være utfordrende. Hyppigheten av verdivurderingene beror på om fondet er lukket eller et åpent for innløsninger. I ESMAs utkast til gjennomføringsregler om typer av forvaltere (ESMA/2012/844 av 19. desember 2012) gis det nærmere regler om hvilke fond som skal regnes som henholdsvis åpne eller lukkede alternative investeringsfond.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta nærmere regler vedtatt av EU-Kommisjonen med hjemmel i artikkel 19(11).

Det vises til lovforslaget §§ 3-10 og 3-11.

9.3 **Utkontraktering**

9.3.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskap for verdipapirfond er underlagt nærmere begrensninger for utkontraktering av virksomhet i verdipapirfondloven § 2-9,verdipapirfondforskriften kapittel 2 punkt II (§§ 2-3 til 2-5) og forskrift av 21. mai 2003 nr. 630 om bruk av informasjons- og kommunikasjonsteknologi (IKT) § 12. Andre forvaltere, som ikke er verdipapirforetak, står fritt

til å organisere sin virksomhet innenfor generelle selskapsrettslige krav til forsvarlig organisering av virksomheten, og er ikke underlagt særlige regler om utkontraktering.

9.3.2 EØS-rett

AIFMD artikkel 20 regulerer adgangen for forvaltere til å utkontraktere. Forvalteren skal gi melding til kompetent myndighet før slik utkontraktering tar til. Etter artikkel 20(1)(a) til (f) må:

- forvalteren kunne begrunne den samlede utkontrakteringen på objektivt grunnlag,
- oppdragstakeren ha tilstrekkelige ressurser til å kunne utføre de relevante oppgavene. De personene som leder virksomheten til oppdragstakeren må ha tilstrekkelig erfaring og være egnet,
- oppdragstakeren være underlagt krav om nødvendig tillatelse eller registrering og være underlagt tilsyn dersom utkontrakteringen omfatter porteføljeforvaltning eller risikostyring. Dersom disse vilkårene ikke kan oppfylles kan ikke utkontraktering foretas uten at tilsynsmyndighet i hjemstaten til forvalter gir tillatelse til dette,
- dersom utkontrakteringen omfatter porteføljeforvaltning eller risikostyring og oppdragstaker er etablert utenfor EØS må det i tillegg være etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i oppdragstakerens hjemstat og Norge,
- utkontrakteringen ikke hindre effektivt tilsyn med forvalteren, eller være til hinder for at forvalteren kan opptre og fond forvaltes i samsvar med andelseiernes interesser,
- forvalter kunne dokumentere at oppdragstakeren er kvalifisert og i stand til å ivareta de utkontrakterte oppgavene, at oppdragstakeren ble valgt på forsvarlig måte, at forvalteren til enhver tid kan overvåke utførelsen av den utkontrakterte virksomheten og gi instrukser til oppdragstakeren, samt til å bringe utkontrakteringen til opphør med umiddelbar virkning dersom det er i andelseiernes interesse.

Artikkel 20(1) siste avsnitt krever at forvalteren skal gjennomgå de utkontrakterte tjenestene på løpende basis.

Artikkel 20(2) inneholder enkelte særlige krav ved utkontraktering av porteføljeforvaltning og risikostyring. I bokstav (a) og (b) forbys at disse tjenestene utkontrakteres til:

- depotmottaker, eller en oppdragstaker til depotmottaker, eller
- til andre som har motstridende interesser til forvalteren eller andelseierne, med mindre slik utkontraktering er funksjonelt og hierarkisk adskilt fra de tjenester som interessekonflikten springer ut av. Dessuten må potensielle interessekonflikter være forsvarlig identifisert, håndtert, overvåket og opplyst andelseierne.

Artikkel 20(3) presiserer at forvalterens ansvar overfor fond som forvaltes og andelseierne ikke påvirkes av eventuell utkontraktering av oppgaver. Videre fastsetter bestemmelsen at en AIF-forvalter ikke kan utkontraktere funksjoner slik foretaket i realiteten ikke lenger kan anses å være forvalter for fondet og slik at det må anses som et "postkasseselskap" ("letter-box entity").

Artikkel 20(4) til 20(6) inneholder regler om utkontraktering i flere ledd. For at oppdragstaker kan utkontraktere videre må forvalteren samtykke til utkontrakteringen og forvalteren må melde

utkontrakteringen til forvalterens hjemstatsmyndighet. I tillegg må vilkårene i artikkel 20(1) være oppfylt.

I følge artikkel 20(5) er det i utgangspunktet ikke adgang til å utkontraktere videre porteføljeforvaltningen eller risikostyringsfunksjonen til depotmottaker eller til noen depotmottaker har utkontraktert oppgaver til. Dette gjelder også utkontraktering til andre som har motstridende interesser til forvalteren eller andelseierne. Dersom slik utkontraktering skal kunne foretas må porteføljeforvaltning eller risikostyring være funksjonelt og hierarkisk adskilt fra de tjenester som interessekonflikten springer ut av. Dessuten må potensielle interessekonflikter være forsvarlig identifisert, håndtert, overvåket og opplyst andelseierne. Den som har utkontraktert tjenester skal løpende gjennomgå de tjenester som er utkontraktert.

For eventuell videre utkontraktering gjelder artikkel 20(4) tilsvarende.

Etter artikkel 20(7) kan EU-Kommisjonen fastsette nærmere regler om vilkår for utkontraktering.

9.3.3 Arbeidsgruppens forslag

Alternative investeringsfond omfatter som nevnt en bred og variert gruppe av kollektive investeringer som er organisert på forskjellig måte. Det vises til nærmere omtale av ulike typer alternative investeringsfond i kapittel 3. Organiseringen er typisk tilpasset fondets investeringsstrategi, samt markedsmessige forhold og regulatoriske vilkår.

Det er vanlig for forvaltere av alternative investeringsfond å utkontraktere flere oppgaver. Etter arbeidsgruppens vurdering vil reglene for utkontraktering gjelde for de oppgaver som er listet opp i direktivets vedlegg I. Støttefunksjoner som for eksempel personaladministrasjon, HMS-arbeide, utbetaling av lønn, innkjøp av rekvisita, renhold, mv. vil ikke være omfattet av reglene om utkontraktering.

Forvalter vil ikke nødvendigvis utføre de tjenester som er nevnt i Vedlegg I nr.2 (administrasjon, markedsføring og andre tjenester knyttet til fondets eiendeler). Dersom forvalter ikke er utpekt av fondet til å utføre disse tjenestene, vil reglene om utkontraktering etter arbeidsgruppens vurdering ikke gjelde for forvalter hva angår disse tjenestene. Forvalter er uansett ansvarlig for at lovens krav oppfylles, jf. artikkel 5(2).

EU-kommisjonens forslag til forordning publisert 19. desember 2012, inneholder nærmere regler om utkontraktering, herunder når en forvalter må anses som et "postkasseselskap" eller ikke lenger kan anses å forvalte et alternativt investeringsfond.

Bestemmelsen inneholder ikke alternativer for gjennomføring. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta nærmere regler vedtatt av EU-kommisjonen med hjemmel i artikkel 20(7).

Det vises til lovforslaget § 3-5.

10 OPPLYSNINGSKRAV

10.1 Innledning

Artikkel 22-24 og 29 inneholder særlige regler om AIF-forvalters rapporteringsplikter. Artikkel 22, 23 og 29 gir nærmere regler om årsrapport og annen informasjon som skal formidles til fondenes investorer, mens artikkel 24 regulerer hvilken informasjon forvalteren er forpliktet til å gi nasjonale kompetente myndigheter. Informasjonen til kompetent myndighet skal blant annet sikre mulighet til å overvåke risiko i det finansielle systemet.

10.2 Krav til årsrapport

10.2.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskaper for verdipapirfond er i dag forpliktet til å utarbeide årsrapport med årsregnskap og årsberetning i samsvar med verdipapirfondloven § 8-1 for hvert verdipapirfond det forvalter. Årsrapporten skal avgis innen fire måneder fra regnskapsårets utgang, og være tilgjengelig vederlagsfritt for investor slik det er fastsatt i prospekt og nøkkelinformasjon. Investor kan be om vederlagsfri kopi av dokumentene.

10.2.2 EØS-rett

Etter AIFMD artikkel 22(1) skal AIF-forvaltere utarbeide en årsrapport for hvert fond forvalteren forvalter som er etablert i EØS, og for øvrige fond som forvalteren markedsfører i EØS-området. Fond som forvalteren forvalter utenfor EØS og som ikke markedsføres i EØS-området, er ikke omfattet av forpliktelsen til å utarbeide årsrapport etter artikkel 22. Etter artikkel 22(1) skal årsrapporten avgis innen seks måneder fra regnskapsårets utgang.

Andelseierne skal kunne motta rapporten på anmodning. Årsrapporten skal også gjøres tilgjengelig for kompetent myndighet i forvalterens hjemstat, og om relevant fondets hjemstat. Dersom det aktuelle fondet er forpliktet til å avgi regnskap i samsvar med regler som gjennomfører direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet), kan forvalteren velge å gi de opplysninger som kreves i artikkel 22(2) i et separat dokument, eller som vedlegg til årsregnskapet, jf. artikkel 22(1) andre avsnitt.

Artikkel 22(2)(a) til (f) stiller spesifikke minstekrav til årsrapportens innhold. Rapporten skal minst inneholde følgende punkter:

- balanseoppstilling,
- kontantstrømoppstilling,
- årsberetning,
- opplysning om vesentlige endringer i løpet av regnskapsåret i opplysninger gitt andelseierne etter artikkel 23,
- opplysning om totalt beløp for godtgjørelse, inndelt i fast og variabel godtgjørelse, som er betalt av forvalteren til forvalterens ansatte, herunder carried interest, samt
- opplysning om totalt beløp for godtgjørelse fordelt på forvalterens ledelse og personell som har en vesentlig innflytelse på fondets risikoprofil.

Årsregnskapet skal i henhold til artikkel 22(3) avgis i samsvar med de regnskapsregler som gjelder i hjemstaten til fondet og de regnskapsregler som er fastsatt i fondets regler eller stiftelsesdokumenter. Årsregnskapet skal revideres av en revisor godkjent i medhold av nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2006/43/EF. Dersom fondet er etablert i en stat utenfor EØS, kan årsregnskapet revideres av revisor som oppfyller internasjonale revisjonsstandarder i kraft i fondets hjemstat. Revisjonsberetningen skal vedlegges i årsregnskapet. Den enkelte medlemsstat kan tillate at AIF-forvaltere som markedsfører fond etablert utenfor EØS å la årsregnskapet revideres i samsvar med internasjonale revisjonsstandarder i kraft i det landet hvor fondet er etablert.

Artikkel 22(4) gir EU-Kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere regler om innholdet og formatet for årsrapport. Kravene skal være tilpasset den relevante type fond.

Årsrapporten fra et unotert selskap, som er kontrollert av et fond etter direktivet, eller fondets egen årsrapport, skal etter artikkel 29 minst inneholde en rettvisende oversikt over utviklingen av selskapets virksomhet som gjenspeiler situasjonen på slutten av året. Årsrapporten skal også inneholde opplysninger om:

- viktige hendelser som har inntruffet etter regnskapsårets slutt,
- selskapets sannsynlige fremtidige utvikling, og
- opplysninger om erverv av egne aksjer, jf. 77/91/EEC.

Forvalteren av et slikt fond skal anmode om og gjøre sitt ytterste for at styret i det unoterte selskapet informerer de ansattes representanter om årsrapporten for det unoterte selskapet, eller tar inn årsrapportene for hvert unotert selskap som de utøver kontroll over i AIFets egen årsrapport i henhold til artikkel 22. Dersom det ikke er oppnevnt representanter for de ansatte, skal de ansatte informeres.

10.2.3 Arbeidsgruppens forslag

Direktivets regler åpner ikke for alternativ gjennomføring.

Av hensyn til lovens brukervennlighet, foreslår arbeidsgruppen at artikkel 29 behandles i forbindelse med de generelle reglene om innholdet i årsrapport etter artikkel 22. Heller ikke artikkel 29 inneholder alternativer til gjennomføring.

Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel for nærmere regler fastsatt av EU-kommisjonen i medhold av artikkel 22(4).

Det vises til lovutkastet § 4-1.

10.3 **Opplysning til potensielle andelseiere**

10.3.1 EØS-rett

Artikkel 23(1) og (2) stiller krav til informasjon AIF-forvalteren til enhver tid skal sørge for foreligger om EØS-etablerte AIF-fond som forvaltes, eller om AIF-fond forvalteren markedsfører i EØS-området. Denne informasjonen skal gjøres tilgjengelig for potensielle investorer før de eventuelt investerer i fondet.

Hvilken informasjon som til enhver tid skal foreligge er detaljert beskrevet i artikkel 23(1)(a)-(p):

- beskrivelse av fondets investeringsstrategi og investeringsmål, de typer aktiva som fondet kan investere i, investeringsteknikker og alle tilknyttede risiki, investeringsbegrensninger, omstendigheter som tillater at fondet belånes, godkjente typer og kilder til belåning og tilknyttede risiki, begrensninger for belåning og alle ordninger for sikkerhetsstillelse eller gjenbruk av aktiva,
- dersom fondet er et tilføringsfond, opplysning om hvor mottakerfondet er etablert, og dersom fondet er et fond-i-fond, opplysning om hvor underliggende fond er etablert,
- beskrivelse for fremgangsmåten for endring av investeringsstrategi og/eller investeringsstrategi,
- beskrivelse av de hovedsakelige rettslige følgene av avtaleforholdet inngått i forbindelse med investeringen, herunder informasjon om verneting, rettsvalg og hvorvidt det finnes traktater som åpner for anerkjennelse og fullbyrdelse av rettsavgjørelser i fondets hjemstat,
- identiteten til forvalteren, fondets depotmottaker, revisor og andre tjenestetilbydere, og en beskrivelse av deres forpliktelser og andelseiernes rettigheter,
- beskrivelse av hvordan forvalteren oppfyller kravene til sikkerhetsstillelse, jf. artikkel 9(7),
- beskrivelse av eventuell utkontraktering av forvaltningen av fondet og av oppbevaringsfunksjoner av depotmottakeren med opplysning om identiteten til oppdragstakeren og interessekonflikter som utkontrakteringen kan gi opphav til,
- beskrivelse av fondets fremgangsmåte for verdsettelse og metode for prising av aktiva, herunder metoder for aktiva som er vanskelig å verdsette i samsvar med artikkel 19,
- beskrivelse av fondets styring av likviditetsrisiko, herunder innløsningsrett under normale og ekstraordinære forhold, samt eksisterende ordning for innløsning av andelseiere,
- beskrivelse av alle kostnader som direkte eller indirekte belastes andelseierne med angivelse av maksimale beløp,
- beskrivelse av hvordan forvalteren sikrer rett behandling av andelseierne og, dersom en andelseier gis mer fordelaktige behandling eller rett til slik behandling, en beskrivelse av denne differensieringen, den type andelseiere som oppnår fordelaktig behandling og om relevant, deres rettslige eller økonomiske forbindelser til fondet eller forvalteren,
- fondets seneste årsregnskap (om noe),
- vilkår og fremgangsmåte for utstedelse og salg av andeler eller aksjer,
- seneste netto aktivaverdi av fondet eller seneste markedspris for fondets andeler eller aksjer i beregnet i samsvar med artikkel 19,

- dersom tilgjengelig, fondets tidligere resultater,
- identiteten til eventuell primærmegler med beskrivelse om eventuelle vesentlige disposisjoner mellom fondet og primærmegleren med informasjon om hvordan interessekonflikter håndteres, samt informasjon om eventuell avtale med depotmottaker om overføring og gjenbruk av fondets aktiva, herunder om overdragelse av ansvar til primærmegler.
- beskrivelse av hvordan og når rapporter som nevnt i artikkel 23(4) og (5) vil gjøres tilgjengelig

Etter artikkel 23(2) skal forvalteren på samme måte gi opplysning om avtale med depotmottaker om begrensning av ansvar i samsvar med artikkel 21(13).

For AIF-forvaltere som allerede offentliggjør prospekt for fondet i tråd med regler som gjennomfører direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) eller nasjonale regler, begrenses forpliktelsen til å gi informasjon som nevnt i artikkel 23(1) og (2) til opplysninger som ikke allerede fremgår av prospektet. Informasjonen skal i tilfelle enten gis i et eget dokument eller som vedlegg til prospektet, jf. artikkel 23(3). I tillegg til den informasjon som skal gis alle potensielle investorer etter art. 23(1) og (2), stiller artikkel 23(4) og (5) også opp krav om periodisk informasjon som skal gjøres tilgjengelig for investorene. Opplysningene i artikkel 23(4) gjelder for hvert EØS-baserte fond forvalteren forvalter eller fond den markedsfører i EØS. Etter denne bestemmelsen skal det utarbeides periodisk informasjon til investorene om følgende:

- prosentandelen av fondets aktiva som er gjenstand for særlige tiltak på grunn av lav likviditet,
- eventuelle nye disposisjoner for styring av fondets likviditet og
- fondets gjeldende risikoprofil og systemer for risikostyring benyttet av forvalteren for å styre disse risiki.

Videre skal AIF-forvaltere av fond som kan benytte finansiell giring også gjøre følgende opplysninger tilgjengelig for andelseierne på periodisk basis, jf. artikkel 23(5):

- endringer i maksimal nivå for finansiell giring for fondet og rett til gjenbruk av aktiva stilt som sikkerhet eller garantier avgitt under ordninger for finansiell giring og
- totalt nivå for den finansielle giringen av fondet.

EU-Kommisjonen kan i medhold av artikkel 23(6) gi nærmere regler om opplysningskravene i artikkel 23(4) og 23(5), herunder rapporteringsfrekvens.

10.3.2 Arbeidsgruppens forslag

Artikkel 23 regulerer for det første hvilke opplysninger som skal gis potensielle investorer før de eventuelt investerer i et fond. Dernest inneholder artikkelen bestemmelser om hvilke opplysninger som periodisk skal gjøres tilgjengelig for andelseierne i et fond. Etter arbeidsgruppens vurdering bør bestemmelsene gjennomføres i to ulike paragrafer for å gi et mer oversiktlig regelverk.

Etter arbeidsgruppens vurdering inneholder ikke bestemmelsene valgfrihet knyttet til gjennomføringen. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en forskriftshjemmel for gjennomføring av nærmere regler vedtatt i medhold av artikkel 23(6).

Det vises til utkastet §§ 4-2 og 4-3.

Markedsføring av andeler i alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer reiser etter arbeidsgruppens vurdering særlige problemstillinger. Disse behandles i kapittel 15.

10.4 **Forvalters rapportering til kompetent myndighet**

10.4.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskaper for verdipapirfond er i medhold av finanstilsynsloven, verdipapirfondloven, samt forskrift og enkeltvedtak gitt i medhold av disse bestemmelsene, pålagt rapporteringsplikt til Finanstilsynet. Rapporteringsplikten gjelder blant annet kapitaldekningsoppgave, kvartalsoppgave og ICAAP-rapport.

10.4.2 EØS-rett

Artikkel 24 inneholder bestemmelser om AIF-forvalters plikt til å rapportere til kompetent myndigheten i hjemstaten. Etter artikkel 24(1) skal forvaltere blant annet rapportere om hvilke markedsplasser forvalteren handler aktivt på og hvilke instrumenter som forvalteren handler i på vegne av fond den forvalter. I tillegg skal de viktigste engasjementer og konsentrasjonene rapporteres.

Kompetent myndighet skal for hvert fond få informasjon om blant annet andel illikvide eiendeler, nye tiltak for å styre fondets likviditet, fondets risikoprofil og risikohåndteringssystemer, hovedkategoriene av aktiva som fondet har investert i og resultatet av stresstester.

Artikkel 24(2) krever at forvalteren for hvert AIF-fond som forvaltes eller markedsføres gir følgende opplysninger, jf. bokstav (a) – (e):

- Prosentandelen av fondets aktiva som er gjenstand for særlige tiltak på grunn av lav likviditet,
- eventuelle nye tiltak for å styre fondets likviditet,
- fondets gjeldende risikoprofil og systemene for styring av markedsrisiko, likviditetsrisiko, motpartsrisiko og andre risiki, herunder operasjonell risiko, benyttet av forvalteren,
- hovedkategoriene av aktiva som fondet har investert i, og
- resultater av stresstester utført i samsvar med bestemmelsene i artikkel 15(3) og 16(1).

Artikkel 24(3)(a) og (b) krever at forvalteren på anmodning fra kompetent myndighet skal gi opplysninger om årsregnskap for hvert AIF-fond som forvalteren forvalter og for hvert AIF-fond som forvalteren markedsfører i EØS i tillegg til en kvartalsvis liste over AIF-fond under forvaltning. Videre er forvalteren forpliktet til, på anmodning fra kompetent myndighet, å fremskaffe årsrapport som nevnt i artikkel 22(1) for hvert EØS-etablerte AIF-fond forvalteren

forvalter eller AIF-fond forvalteren markedsfører i EØS, samt en kvartalsvis liste over AIF-fond forvalteren forvalter.

Dersom AIF-forvalteren forvalter AIF-fond som i "vesentlig grad" benytter finansiell giring, skal forvalteren også gi kompetent myndigheten ulike opplysninger om nivået for den finansielle giringen for hvert AIF-fond under forvaltning, jf. artikkel 24(4). Av samme bestemmelse følger det også at kompetent myndighet skal få informasjon om de fem største kildene til lån av penger eller verdipapirer for hvert fond under forvaltning, og absolutte beløp for belåning mottatt av disse kildene. Rapporteringsforpliktelsene etter artikkel 24(4) er for forvaltere etablert utenfor EØS-området begrenset til opplysninger om AIF-fond etablert i EØS som de forvalter, eller AIF-fond etablert utenfor EØS som forvalteren markedsfører i EØS-området.

I følge artikkel 24(6) kan EU-Kommisjonen fastsette nærmere regler om når finansiell giring skal anses som anvendt i ”vesentlig grad”, jf. artikkel 24(4), og om rapporteringsforpliktelsene.

Artikkel 24(5) gir kompetent myndighetene fullmakt til å pålegge rapportering av ytterligere opplysninger både på regelmessig grunnlag og på anmodning. ESMA skal underrettes om kravene om tilleggsopplysninger. ESMA kan under ekstraordinære forhold kreve at kompetent myndighet i hjemstaten til AIF-forvalteren fastsetter ytterligere rapporteringskrav.

10.4.3 Arbeidsgruppens forslag

Etter arbeidsgruppens vurdering inneholder ikke bestemmelsen handlingsrom knyttet til gjennomføringen. Ettersom ESMAs rolle overfor norske myndigheter er uavklart, foreslås ikke bestemmelser for gjennomføring av ESMAs mulighet til å kreve at kompetent myndighet fastsetter ytterligere rapporteringsplikter for AIF-forvaltere. Det vises her til kapittel 1.2 om avgrensning av arbeidet.

Det vises til lovutkastet § 8-3.

11 FORVALTERE AV SÆRLIGE TYPER ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND M.V

11.1 EØS-rett

AIFMD artikkel 25 inneholder enkelte plikter som retter seg mot AIF-forvaltere (artikkel 25(3)). Hoveddelen av bestemmelsen gjelder derimot krav til hvordan kompetent myndighet skal benytte informasjonen etter artikkel 24, samarbeid mellom kompetente myndigheter og ESMAs rolle.

Forvaltere som forvalter fond med finansiell giring skal etter artikkel 25(3) godtgjøre at grensene for finansiell giring for hvert fond er rimelig og at forvalteren etterlever disse grensene til enhver tid. Kompetent myndighet skal vurdere risikoen knyttet til forvalteres bruk av finansiell giring. Under visse forutsetninger kan forvalteren pålegges grenser for finansiell giring, eller andre begrensninger, dersom dette anses nødvendig for å begrense oppbyggingen av systemrisiko eller markedsuro i det finansielle systemet.

Medlemsstatene skal etter artikkel 25(1) sikre at kompetent myndighet benytter informasjon innhentet med hjemmel i artikkel 24 til å identifisere i hvilken grad finansiell giring bidrar til oppbygning av systemrisiko i det finansielle systemet, risiko for markedsuro og risiko som kan true langsiktig vekst i økonomien.

Etter artikkel 25(2) skal kompetent myndighet sikre at informasjon som er innhentet med hjemmel i artikkel 24 og artikkel 7 gjøres tilgjengelig for kompetente myndigheter i andre EØS-stater, ESMA og ESRB gjennom fremgangsmåtene i artikkel 50 om tilsynssamarbeid. Dersom en forvalter eller et fond forvaltet av forvalteren kan utgjøre en viktig kilde til motpartsrisiko for en kredittinstitusjon eller andre systemviktige institusjoner i andre EØS-stater, skal fremgangsmåten i artikkel 50 også følges.

Kompetent myndighet skal sende melding om eventuelle restriksjoner fastsatt for den finansielle giringen til ESMA, ESRB og andre kompetente myndigheter i samsvar med en nærmere bestemt fremgangsmåte angitt i artikkel 50 og 25. Melding skal gis minimum 10 virkedager før pålegget trer i kraft eller blir fornyet. I ekstraordinære tilfelle kan kompetent myndighet beslutte at tiltakene trer i kraft på et tidligere tidspunkt. Meldingen skal inkludere en detaljert beskrivelse av det foreslåtte tiltaket, begrunnelse for tiltaket og når tiltaket er ment å tre i kraft.

Artikkel 25(5) til artikkel 25(8) omhandler særlig ESMAs rolle ved meldinger avgitt etter artikkel 25(2) og (3). ESMA skal ha en koordinerende rolle med hensyn til tiltak som beskrevet i artikkel 25(3), og søke å sikre lik tilsynspraksis. Etter at ESMA har mottatt melding som fastsatt i artikkel 25(3), skal ESMA gi råd til kompetent myndighet om det foreslåtte tiltaket. ESMA kan uttale seg om hvorvidt vilkårene for pålegget anses oppfylt, om pålegget er hensiktsmessig og påleggets varighet.

EMSA kan etter å ha rådført seg med ESRB også på eget initiativ konkludere med at den finansielle giringen benyttet av en forvalter eller en gruppe forvaltere utgjør en vesentlig risiko for det finansielle systemets stabilitet, og på den bakgrunn utferdige råd til nasjonale myndigheter om hvilke tiltak som bør iverksettes i denne forbindelse.

Dersom kompetente myndigheter ikke følger ESMAs råd, så skal dette begrunnes overfor EMSA. ESMA kan offentliggjøre både det faktum at vedkommende myndighet ikke etterlever ESMAs råd, og de grunner som er anført for dette. Kompetente myndigheter skal motta forhåndsvarsel om slik offentliggjøring.

EU-Kommisjonen skal, etter artikkel 25(9), fastsette nærmere regler om de pålegg som kan gis etter artikkel 25(3).

11.2 **Arbeidsgruppens forslag**

Artikkel 25 retter seg i første rekke til kompetente myndigheter og hvordan myndighetene skal kunne identifisere i hvilken grad finansiell giring bidrar til oppbygning av systemrisiko i det finansielle systemet, risiko for markedsuro og risiko som kan true langsiktig vekst i økonomien.

Bestemmelsen forutsetter at forvalterne kan godtgjøre at grensene for finansiell giring for hvert fond er forsvarlige og at de til enhver tid overholdes. Kravene til hvordan grensene for finansiell giring skal fastsettes fremgår av artikkel 15(4).

Artikkel 25(3) inneholder en hjemmel for kompetente myndigheter til å fastsette grenser for nivået for den finansielle giringen, eller andre begrensninger på forvaltningen av fondet. For at kompetente myndigheter skal kunne gripe inn på denne måten må dette anses nødvendig for å sikre finansiell stabilitet og tilliten til det finansielle systemet. En beslutning om å fastsette grenser for den finansielle giringen vil være et enkeltvedtak fra kompetent myndighet som må følge forvaltningslovens regler, herunder om varsel og begrunnelse.

ESMA skal ha en koordinerende rolle i de tilfeller kompetente myndigheter vil sette grenser for forvaltningen og skal gi råd om det foreslåtte tiltaket. ESMA kan også på eget initiativ gi råd til kompetente myndigheter om å gripe inn. Beslutning om eventuelt tiltak skal fattes av kompetent myndighet, men dersom kompetent myndighet ikke følger ESMAs råd kan ESMA offentliggjøre dette. Etter arbeidsgruppens vurdering er det ikke behov for å innta bestemmelser om den prosessen mellom ESMA og kompetent myndighet som forutsettes ved bruk av inngrepshjemmelen.

Det vises til lovutkastet § 3-8.

12 SÆRLIGE FORPLIKTELSER VED ERVERV AV UNOTERTE SELSKAPER OG UTSTEDERE

12.1 Innledning

AIFMD artikkel 26-30 gjelder for forvaltere som forvalter alternative investeringsfond som erverver og utøver forskjellige grader av kontroll i unoterte selskaper og utstedere. Artiklene regulerer delvis forvalterens informasjonsplikt ved erverv over visse terskler og delvis forvalterens plikt til å avstå fra visse disposisjoner som er egnet til å tappe selskaper for midler.

12.2 Informasjonsplikter ved erverv i ikke-noterte selskaper og utstedere

12.2.1 EØS-rett

Etter artikkel 26(1)(a) og (b) gjelder artikkel 26 – 30 kun for AIF-forvaltere av ett eller flere AIF-fond som alene eller i fellesskap med ett eller flere andre AIF-fond tar kontroll i et unotert selskap, og AIF-forvaltere som samarbeider med andre forvaltere på grunnlag av en avtale som innebærer at fond forvaltet av disse forvalterne i fellesskap erverver kontroll i et unotert selskap.

Etter artikkel 26(2)(a) og (b) gjelder ikke reglene i artikkel 26 – 30 der det unoterte selskapet regnes som små eller mellomstore bedrifter (SMB som definert i Kommisjonsanbefaling 2003/361/EF) eller spesialforetak for erverv, eie eller drift av fast eiendom.

Etter artikkel 26(3) kommer artikkel 27(1) også til anvendelse for forvalter ved nærmere angitt erverv av en ikke-kontrollerende andel i et unotert selskap.

I følge artikkel 26(4), jf. artikkel 4(1)(t), gjelder artikkel 28(1), (2) og (3) samt artikkel 30 også forvaltere som erverver kontroll i notert selskap (utsteder).

I Artikkel 26(5) defineres kontroll i et unotert selskap som innehav av mer enn 50 prosent av stemmerettighetene i selskapet. I beregningen inkluderes også andeler som er eid av unotert foretak kontrollert av det alternative investeringsfondet, samt enhver som opptrer på vegne av det alternative investeringsfondet eller på vegne av et foretak kontrollert av det alternative investeringsfondet. Beregningen skal skje på grunnlag av foretakets totale stemmeberettigede aksjer, uavhengig av om stemmeretten er midlertidig opphevet.

Etter artikkel 26(5) fjerde avsnitt skal kontroll i utstedere defineres i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2004/25/EF (direktivet om overtakelsestilbud).

Etter artikkel 25(6) skal direktivets artikkel 27 – 30 gjennomføres i samsvar med kravene i artikkel 6 i direktiv 2002/14/EF (arbeidstakerdirektivet). I følge artikkel 25(7) skal bestemmelsene komme til anvendelse uavhengig av eventuelt strengere nasjonale regler om erverv av aksjer i noterte og unoterte selskaper.

Forvaltere skal informere kompetente myndighet om andelen av stemmerettigheter som kontrolleres i et unotert selskap når andelen når, overstiger eller faller under 10 prosent, 20 prosent, 30 prosent, 50 prosent og 75 prosent av stemmerettighetene i selskapet, jf. artikkel 27(1).

Etter artikkel 27(2) og (3) gjelder en særlig meldeplikt ved erverv av kontroll i unoterte selskaper. Slik melding skal gis til kompetent myndighet, det aktuelle selskapet og selskapets aksjonærer dersom identiteten fremgår av aksjeeierbok eller verdipapirregister. Meldingen skal omfatte:

- dato for erverv av kontroll,

- beholdning i stemmerettigheter etter transaksjonen og

- opplysning om vilkårene for erverv av kontroll, herunder identiteten til involverte aksjeeiere, identiteten til eventuelle personer eller selskaper med fullmakt til å stemme på deres vegne og rekken av virksomheter som stemmerettighetene eies gjennom.

Etter artikkel 27(4) er forvalteren forpliktet til å anmode styret om å informere arbeidstakernes tillitsvalgte i selskapet om kontrollskiftet og opplysningene i artikkel 27(3) uten ugrunnet opphold. Dersom ikke selskapet har tillitsvalgte, skal selskapets ansatte informeres.

Melding etter artikkel 27(1) og (2) skal gis så raskt som mulig, og ikke senere enn 10 virkedager etter den dagen fondet ervervet kontroll i selskapet.

Etter artikkel 28(1) skal en forvalter ved erverv av kontroll i unoterte selskaper eller utstedere informere kompetent myndighet, det aktuelle selskapet og selskapets aksjonærer for så vidt deres identitet fremgår av aksjeeierbok eller verdipapirregister om

- identiteten til de forvaltere som alene eller etter avtale med andre forvaltere forvalter de alternative investeringsfondene som har ervervet kontroll,

- forvalterens retningslinjer for håndtering av interessekonflikter, særlig mellom forvalteren, fondet og foretaket, herunder opplysning om særlige tiltak for å sikre at enhver avtale mellom forvalteren og eller fondet og foretaket skjer på armlengdes avstand og

- retningslinjer for intern og ekstern kommunikasjon, særlig med hensyn til ansatte.

Medlemstatene kan kreve at informasjonen også skal gis til kompetent myndighet i den stat hvor det unoterte selskapet er etablert.

Etter artikkel 28(3) skal forvalteren i meldingen anmode styret om å informere arbeidstakernes tillitsvalgte om kontrollskiftet og opplysningene angitt i artikkel 28(1) uten ugrunnet opphold. Dersom selskapet ikke har tillitsvalgte, skal de ansatte informeres.

I melding om erverv av kontroll i unoterte foretak som går til foretaket og dets aksjeeiere skal det etter artikkel 28(4) også informeres om hvilke intensjoner forvalter har på vegne av selskapet om fremtidig virksomhet og sannsynlige følger for arbeidstakerne i selskapet, herunder vesentlige endringer i arbeidsvilkår. Forvalteren skal etter beste evne sørge for at selskapets styre gjør opplysningene tilgjengelig for de tillitsvalgte, eller dersom det ikke er tillitsvalgte, de ansatte.

Etter artikkel 28(5) skal forvaltere som erverver kontroll i et unotert selskap gi kompetent myndighet og andelseierne opplysninger om finansieringen av ervervet.

Artikkel 29 oppstiller særlige krav til innholdet i årsrapport for alternativt investeringsfond som utøver kontroll i unotert selskap. Etter artikkel 29(1)(a) og skal forvaltere av fond som har ervervet kontroll i unotert foretak sørge for at følgende opplysninger inntas i enten fondets årsrapport, eller årsregnskapet til det aktuelle selskapet:

- En forsvarlig gjennomgang av selskapets virksomhet i gjeldende regnskapsperiode og angivelse av situasjonen på tidspunktet for avslutning av regnskapsåret,

- indikasjon om vesentlige hendelser etter regnskapsårets avslutning,

- foretakets sannsynlige fremtidige utvikling og

- opplysning om erverv av egne aksjer, jf. direktiv 77/91/EF artikkel 22(2).

Forvalter skal enten sørge for at nødvendig informasjon inntas i årsrapporten for det unoterte selskapet og gjøres tilgjengelig for selskapets ansatte, eller at informasjonen omfattes av AIFets årsrapport, jf. artikkel 22. Forvalter skal videre sørge for at informasjonen i årsrapporten til det unoterte selskapet gjøres tilgjengelig for fondets andelseiere, eller at informasjonen i AIFets årsrapport gjøres tilgjengelig for selskapets ansatte. Uavhengig av fremgangsmåte og valg av rapportering skal både fondets andelseiere og det unoterte selskapets ansatte få informasjonen som angitt i artikkel 29(2).

Artikkel 30 behandles nedenfor i punkt X.X.

12.2.2 Arbeidsgruppens forslag

AIFMD artikkel 26 til 29 inneholder særlige regler for fond som erverver kontroll i porteføljeselskaper. Det anses i første rekke å få betydning for ulike typer aktive eierfond. Reglene gjelder hovedsakelig unoterte selskaper, men enkelte regler gjelder også noterte selskaper. Reglene knyttet til erverv av kontroll i noterte selskaper vil komme i tillegg til dagens regler om flaggeplikt og regler om frivillig og tvungent tilbud i verdipapirhandelloven.

I følge artikkel 26(2) får ikke reglene anvendelse for unoterte foretak som er små og mellomstore bedrifter, samt foretak hvis eneste formål er å erverve, eller eie og/eller drifte fast eiendom.

Små og mellomstore bedrifter er definert i Kommisjonsanbefaling 2003/361/EF. Etter arbeidsgruppens vurdering bør definisjonen inntas i et særlig definisjonskapittel. Unntaket knyttet til spesialforetak for erverv, eie eller drift av fast eiendom er blant annet relevant for store eiendomsselskaper (som ikke anses som SMB).

Artikkel 26(7) innebærer at det kan fastsettes strengere regler om meldeplikt ved erverv av større poster og kontroll i noterte/unoterte foretak. Arbeidsgruppen har ikke funnet grunn til å foreslå strengere regler enn de relativt omfattende kravene som følger av direktivets bestemmelser eller eksisterende regler i verdipapirhandelloven.

Artikkel 29 gjelder særlige krav til innhold i årsrapport dersom fond erverver kontroll i unoterte foretak. Etter arbeidsgruppens vurdering bør bestemmelsen plasseres sammen med de alminnelige bestemmelsene om krav til innhold i årsrapport.

Bestemmelsene inneholder for øvrig ingen valg med hensyn til gjennomføring.

Det vises til lovutkastet §§ 3-12 og 3-13 .

12.3 **Tapping av selskaper**

12.3.1 EØS-rett

AIFMD artikkel 30 gjelder forvaltere av ett eller flere AIF-fond som alene eller i fellesskap med ett eller flere andre slike fond tar kontroll i et unotert foretak eller en utsteder. Forvalteren skal i en periode på 24 måneder etter erverv av kontroll ikke bidra til, støtte eller instruere følgende utdelinger, nedsetting av selskapskapital, innløsning av aksjer og/eller erverv av egne aksjer:

- Utdeling til aksjeeierne når selskapets nettoformue ifølge balansen for siste regnskapsår blir lavere enn tegnet selskapskapital, i tillegg til beløp som etter gjeldende rett eller vedtekter er avsatt til bundet fond og som ikke kan utdeles. Dersom uinnkalt selskapskapital ikke er balanseført skal beløp for uinnkalt selskapskapital trekkes fra tegnet selskapskapital.
- Utdelinger til aksjeeierne som overstiger resultat for siste regnskapsår, med tillegg av etterfølgende overskudd og beløp trukket av fond for dette formål, og med fradrag for tap, og beløp som i samsvar med gjeldende rett eller vedtekter er avsatt til bundet fond.
- Erverv av egne aksjer dersom det reduserer foretakets netto tilganger under det beløp som er fastsatt etter artikkel 30(2)(a).

Forvalteren skal heller ikke stemme i selskapets styrende organer til støtte for slik utdeling, nedsetting av selskapskapital, innløsning av aksjer og/eller erverv av egne aksjer. Forvalteren skal etter beste evne forhindre slike utdelinger, kapitalnedsettelser, innløsning av aksjer og/eller erverv av egne aksjer.

I artikkel 30(3)(a) til (c) presiseres også at:

- Begrepet "utdeling" skal omfatte utbetaling av utbytte og rente knyttet til aksjer,
- Begrensninger knyttet til nedsetting av selskapskapital ikke skal gjelde nedsetting av selskapskapital med som formål å dekke tap eller for å sette av beløp til bundne fond som ikke kan utdeles, dersom beløp for slik avsetning ikke overgår 10 % av den nedsatte selskapskapitalen.
- Begrensningene på erverv av egne aksjer skal være i samsvar med direktiv 77/91/EF artikkel 20(1)(b) til (h).

Bestemmelsene i direktiv 77/91/EF (annet selskapsrettsdirektiv) artikkel 20(1)(b) til (h) gjelder unntak fra nærmere regler om erverv av egne aksjer i artikkel 19 av annet selskapsrettsdirektiv med hensyn til:

- aksjer som er ervervet som en følge av en universalsuksesjon,
- fullt innbetalte aksjer som er ervervet vederlagsfritt eller ervervet av banker og andre finansinstitusjoner som kjøpsprovisjon,
- aksjer som er ervervet i henhold til en lovbestemt plikt eller som følge av en rettsavgjørelse som skal verne de aksjeeiere som representerer mindretallet, særlig ved fusjon, ved endring av selskapets form eller formål, overføring av forretningskontoret til utlandet eller ved innføring av restriksjoner på overdragelsen av aksjer,
- aksjer som er ervervet fra en aksjeeier som følge av manglende betaling,
- aksjer som er ervervet med sikte på å erstatte tap for aksjeeiere som representerer mindretallet i tilknyttede selskaper,
- fullt innbetalte aksjer ervervet under tvangsinndrivelse av aksjeeieres gjeld til selskapet,
- fullt innbetalte aksjer utstedt av et investeringsselskap med fast kapital, som definert i artikkel 15 nr. 4 annet ledd, og ervervet av dette selskap eller et tilknyttet selskap på anmodning fra investorene. Artikkel 15 nr. 4 bokstav a) får anvendelse. Disse ervervene kan ikke medføre at netto aktiva reduseres til under beløpet for den tegnede kapital tillagt fond som i henhold til lov ikke kan utbetales.

Annet selskapsrettsdirektiv gjelder i utgangspunktet kun allmennaksjeselskaper. Direktivet er et minimumsdirektiv og det er ikke plikt til å gjennomføre unntakene i artikkel 20(1).

12.3.2 Arbeidsgruppens forslag

AIFMD artikkel 30 innfører særlige regler mot "tapping" av selskaper for alternative investeringsfond som erverver kontroll i unoterte foretak eller utstedere.

Gjeldende norsk selskapsrett inneholder en rekke bestemmelser til vern om selskapskapitalen ved utdelinger og regler om erverv av egne aksjer. Disse reglene vil gjelde uforandret for porteføljesleskaper. Direktivets regler vil særlig få betydning der norsk forvalter av alternativt investeringsfond erverver kontroll i selskaper etablert i andre jurisdiksjoner hvor regler om vern av selskapskapitalen avviker fra norsk selskapslovgivning. Etter arbeidsgruppens vurdering må eventuelle strengere nasjonale selskapsrettslige regler til vern av selskapskapitalen uansett oppfylles.

Etter arbeidsgruppens vurdering må artikkel 30(3)(c) forstås slik at adgangen gjelder der slike regler er gjennomført i nasjonal lovgivning og for alle selskaper som er underlagt tilsvarende regler, for eksempel norske aksjeselskaper.

Bestemmelsen inneholder for øvrig ingen valg med hensyn til gjennomføring.

Det vises til lovutkastet § 3-14.

13 DEPOTMOTTAKER

13.1 Gjeldende rett

Lovgivningen inneholder ikke krav til å ha depotmottaker for andre alternative investeringsfond enn for nasjonale fond som reguleres etter verdipapirfondloven.

Norske fondsforvaltningsselskaper plikter å inngå avtale om depot av fondets midler med en depotmottaker. Verdipapirfondloven kapittel 10 regulerer plikten til å ha depotmottaker og depotmottakers oppgaver. Det er gitt nærmere forskriftsbestemmelser om kravene til depotmottaker og innholdet i avtalen som skal inngås mellom depotmottakeren og forvaltningsselskapet. For nasjonale verdipapirfond som er spesialfond gjelder et tilleggskrav i verdipapirfondloven § 7-6 om at depotmottakeren skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelsen. Det er videre gitt hjemmel for at Finansdepartementet i forskrift kan gi nærmere regler om depotmottakers plikter som depotmottaker for spesialfond. Slike forskriftsbestemmelser er så langt ikke gitt.

Depotmottakeren skal være kredittinstitusjon med vedtektsfestet hjemsted i en EØS-stat og skal være etablert i Norge. Finanstilsynet kan samtykke i at en kredittinstitusjon etablert i Norge, men med vedtektsfestet hjemsted utenfor EØS-området kan være depotmottaker dersom institusjonen er underlagt betryggende tilsyn og regulering i hjemlandet. Skifte av depotmottaker krever tillatelse fra Finanstilsynet.

Depotmottakeren har en sentral rolle i å ivareta andelseiernes interesse og skal være uavhengig av forvaltningsselskapet. Alle midler som inngår i et verdipapirfond (verdipapirer, likvide

midler) skal holdes atskilt fra forvaltningsselskapets midler ved at fondets midler skal oppbevares eller føres på en konto i et verdipapirregister av depotmottakeren. I tillegg har depotmottakeren en kontrollerende oppgave, ved at den skal kontrollere at forvaltningsselskapets disposisjoner over fondet, herunder handel for fondet, er i overensstemmelse med lov, forskrift og fondets vedtekter. Depotmottakerens skal videre kontrollere beregningen av andelsverdien og at utbytte eller annen avkastning på fondets midler anvendes riktig. I tillegg skal depotmottakere kontrollere at transaksjoner for fondet gjennomføres innen alminnelige oppgjørsfrister.

Depotmottakeren skal ikke etterkomme instruksjoner fra forvaltningsselskapet som er i strid med lov, forskrift eller fondets vedtekter. Finanstilsynet skal varsles dersom slike forhold avdekkes og forvaltningsselskapet ikke retter dette innen rimelig tid.

13.2 **EØS-rett**

Etter AIFMD skal alle AIFer som er forvaltet av en AIF-forvalter som har konsesjon (pliktig eller frivillig) ha depotmottaker. Artikkel 21 inneholder bestemmelser om hvem som kan være depotmottaker og hvilke oppgaver og ansvar depotmottakeren skal ha. Artikkelen inneholder dessuten bestemmelser om god forretningsskikk, håndtering av interessekonflikter og utkontraktering.

Etter artikkel 21(1) skal forvalter sikre at det utpekes en depotmottaker for hvert AIF som forvaltes. Etter artikkel 21(2) skal dette dokumenteres i en skriftlig avtale. Denne avtalen skal blant annet regulere den informasjonsutveksling som er nødvendig for at depotmottakeren skal kunne utføre sine oppgaver i tråd med de krav som følger av direktivet.

Artikkel 21(3) regulerer hvilke typer institusjoner som kan være depotmottaker. For det første kan dette være en kredittinstitusjon som har sitt vedtektsfestede hjemsted i en EØS-stat og som er godkjent i samsvar med kredittinstitusjonsdirektivet (direktiv 2006/48/EF). For det andre kan det være et verdipapirforetak som har sitt vedtektsfestede hjemsted i en EØS-stat og som er godkjent i samsvar med MiFID. For at et verdipapirforetak skal kunne være depotmottaker må foretaket være underlagt kapitaldekningsreglene i samsvar med artikkel 20 nr. 1 i kapitaldekningsdirektivet (direktiv 2006/49/EF) og ha konsesjon til å yte den tilknyttede tjenesten oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter. Verdipapirforetakets ansvarlige kapital kan ikke være mindre enn den startkapital som er nevnt i artikkel 9 i kapitaldekningsdirektivet (730 000 Euro).

Andre kategorier av foretak som er underlagt betryggende tilsyn og regulering kan opptre som depotmottaker, forutsatt at nasjonale myndigheter i medhold av artikkel 23(3) i UCITS-direktivet (direktiv 2009/65/EF) har åpnet for dette.

For AIF-er etablert i stater utenfor EØS-området kan depotmottakeren være en kredittinstitusjon eller annet foretak tilsvarende de som nevnt i artikkel 21(3) bokstav a og b, forutsatt at depotmottakeren er underlagt effektiv og betryggende regulering, herunder minstekrav til kapital, og tilsyn som har samme virkning som EØS-retten og håndheves effektivt.

For alternative investeringsfond som ikke har innløsningsrett de fem første årene etter tidspunktet for første investering, og som dessuten i hovedsak enten investerer i aktiva som ikke må oppbevares i depot som nevnt i artikkel 21(8)(a), eller som investerer i utstedere eller

unoterte selskaper med hensikt i å oppnå kontroll over slike selskaper i samsvar med artikkel 26, kan det åpnes for at også andre enn de institusjoner nevnt i artikkel 21(3)(a) til (c) kan utpekes som depotmottaker. Disse må i så fall være registreringspliktige depotmottakere som nærmere bestemt i artikkel 21(3)(c) siste avsnitt. Det kreves videre at foretaket kan stille tilstrekkelige garantier. Fondene kan ikke ha innløsningsrett de fem første årene etter tidspunktet for første investering. De må dessuten i hovedsak enten investere i aktiva som ikke må oppbevares i depot som nevnt i artikkel 21(8)(a), eller investere i utstedere eller unoterte selskaper med hensikt om å oppnå kontroll over slike selskaper i samsvar med artikkel 26.

For å unngå interessekonflikter mellom depotmottaker, forvalter og/eller AIF-er og/eller dets investorer, kan ikke en forvalter utøve virksomhet som depotmottaker. Dette følger av artikkel 21(4). En primærmegler (se kapittel 5.6.3) som utøver virksomhet som motpart til AIF, kan ikke opptre som depotmottaker for dette AIF-et, med mindre den funksjonelt og hierarkisk har skilt utførselen av depotmottakerfunksjonene fra oppgavene som prime broker, og de potensielle interessekonfliktene er tilstrekkelig identifisert, håndtert, overvåket og opplyst til investorene i AIF-et. Depotmottakeren kan utkontraktere oppbevaringsoppgaver til prime broker i samsvar med artikkel 21(11), forutsatt at de relevante vilkårene er oppfylt.

For AIF-et etablert i en EØS-stat, skal depotmottakeren være etablert i AIF-ets hjemstat. Dersom AIF-et er etablert i en stat utenfor EØS, skal depotmottakeren enten være etablert i samme stat eller i hjemstaten til forvalteren av AIF-et. Dette følger av artikkel 21(5).

I artikkel 21(6) oppstilles følgende tilleggsvilkår for å kunne utpeke en depotmottaker som ikke er etablert i en EØS-stat for AIFer etablert utenfor EØS:

a) Myndighetene i de stater hvor AIF-et skal markedsføres og forvalterens hjemstat (hvis forskjellig) har undertegnet en avtale om samarbeid og utveksling av opplysninger med myndighetene i depotmottakerens hjemstat.
b) Depotmottakeren er underlagt effektiv og betryggende regulering, herunder minstekrav til kapital, og tilsyn som har samme virkning som EØS-retten og håndheves effektivt.
c) Hjemstaten til depotmottakeren er ikke oppført som et ikke-samarbeidsvillig land og territorium av Financial Action Task Force (FATF).
d) Myndighetene i den stat hvor AIF-et skal markedsføres og forvalterens hjemstat (hvis forskjellig) har undertegnet en avtale med myndighetene i depotmottakers hjemstat, og som i sin helhet er i samsvar med standardene fastsatt i artikkel 26 i OECDs mønsteravtale om beskatning av inntekter og kapital og sikrer en effektiv utveksling av opplysninger i skattesaker, herunder multilaterale skatteavtaler.
e) Depotmottakeren skal være kontraktsmessig ansvarlig overfor AIF-et eller overfor investorene i AIF-et, tilsvarende det som følger av artikkel 21(12) og (13), og skal samtykke i å overholde artikkel 21(13).

Dersom myndighetene i en annen EØS-stat er uenig i den vurdering som er gjort av kompetent myndighet i forvalterens hjemstat vedrørende vilkår a), c) og e), kan saken bringes inn for ESMA.

Kommisjonen skal vedta gjennomføringsrettsakter om at regulering og tilsyn foretatt i en stat utenfor EØS-området har samme virkning som EØS-retten.

Etter artikkel 21(7) skal depotmottakeren kontrollere at AIF-ets kontantstrømmer blir tilbørlig overvåket. Depotmottakeren skal særlig kontrollere at alle betalinger fra eller på vegne av investorer ved tegning av aksjer eller andeler i AIF-er er mottatt og at alle likvide midler i AIF-et er bokført på kontoer som er åpnet i AIF-ets navn eller i forvalterens eller depotmottakerens navn på vegne av AIF-et hos en sentralbank eller kredittinstitusjon (foretak nevnt i artikkel 18 nr. 1 bokstav a) – c) i direktiv 2006/73/EF). Slike betalinger kan også foretas hos foretak av samme art, på det relevante markedet der kontoer kreves, forutsatt at foretak er underlagt betryggende tilsyn og regulering som har samme virkning som EØS-retten og håndheves effektivt (i samsvar med prinsippene i artikkel 16 i direktiv 2006/73/EF).

Dersom kontoene er åpnet i depotmottakerens navn på vegne av AIF-et, skal ingen likvide midler hverken fra den kontoførende enheten eller depotmottakeren bokføres på samme kontoer.

Depotmottakers oppgaver knyttet til oppbevaring av AIF-ets aktiva eller de aktiva som forvalteren forvalter på vegne av AIF-et, er regulert i artikkel 21(8)(a) og (b).

a) For finansielle instrumenter som kan holdes i depot er depotmottakerens oppbevaringsoppgaver følgende:
   - Å oppbevare alle finansielle instrumenter som kan registreres på en konto for finansielle instrumenter som er åpnet i depotmottakerens navn, samt alle finansielle instrumenter som fysisk kan leveres til depotmottakeren.
   - Å sikre at alle de finansielle instrumentene som kan registreres på en verdipapirkonto hos depotmottakeren, holdes på segregerte konti og atskilt fra depotmottakerens egne midler i samsvar med prinsippene i artikkel 16 i direktiv 2006/73/EF, og at de kontoer eller depoter som benyttes er opprettet i AIF-ets eller forvalterens navn på dets vegne, slik at de til enhver tid tydelig kan identifiseres som tilhørende AIF-et i samsvar med gjeldende lov.

b) For andre aktiva som ikke kan holdes i depot er depotmottakerens oppbevaringsoppgaver følgende:
   - Å kontrollere at AIF-et eller forvalteren som opptrer på vegne av AIF-et, er eier av slike aktiva.
   - Å føre og vedlikeholde en ajourført oversikt over de aktiva hvor det er godtgjort at AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et er eier. Vurderingen av hvorvidt eieren er AIF-et eller forvalteren som opptrer på vegne av AIF-et, skal baseres på opplysninger eller dokumenter som legges fram av AIF-et eller forvalteren samt eventuell tilgjengelig ekstern dokumentasjon..

Oppbevaringsoppgavene kan under gitte vilkår utkontrakteres, jf. nærmere omtale under.

Depotmottakeren skal etter artikkel 21(9):

a) Kontrollere at salg, utstedelse, gjenkjøp, innløsning og mortifikasjon av andeler eller aksjer i AIF-et utføres i samsvar med gjeldende nasjonal lovgivning og AIF-ets vedtekter eller stiftelsesdokumenter.

b) Kontrollere at verdien av andelene eller aksjene i AIF-et beregnes i samsvar med gjeldende nasjonal lovgivning, AIF-ets vedtekter eller stiftelsesdokumenter og prosedyren fastsatt i artikkel 19.
c) Utføre forvalterens instruksjoner, med mindre de er i strid med gjeldende nasjonal lovgivning eller AIF-ets vedtekter eller stiftelsesdokumenter.
d) Kontrollere at AIF-et ved transaksjoner som berører AIF-ets aktiva mottar vederlag innen vanlige oppgjørsfrister.
e) Kontrollere at AIF-ets inntekter anvendes i samsvar med gjeldende nasjonal lovgivning og AIF-ets vedtekter eller stiftelsesdokumenter.

Artikkel 21(10) inneholder et krav til god forretningsskikk. Forvalteren og depotmottakeren skal ved utførelsen av sine respektive oppgaver handle ærlig, rettferdig, profesjonelt, uavhengig og i AIF-ets og dets investorers interesse. Depotmottakeren skal ikke utføre sin virksomhet på en måte som kan medføre interessekonflikt mellom de berørte parter. Dette er ikke til hinder for at depotmottaker tilbyr andre tjenester dersom depotmottakeren funksjonelt og hierarkisk har skilt utførelsen av depotmottakerfunksjonen fra oppgaver som kan komme i konflikt med disse, og de potensielle interessekonfliktene er tilstrekkelig identifisert, håndtert, overvåket og opplyst til AIF-ets investorer. Finansielle instrumenter og andre aktiva som depotmottakeren oppbevarer skal ikke gjenbrukes av depotmottakeren uten forhåndssamtykke fra AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et.

Depotmottaker kan etter artikkel 21(11) ikke utkontraktere til tredjepart andre oppgaver enn oppbevaringsoppgaver. Dette vil særlig være aktuelt for utenlandske finansielle instrumenter som holdes i depot gjennom utenlandske depotmottakere. For å kunne utkontraktere må følgende være oppfylt:

a) Hensikten med utkontrakteringen er ikke å unngå kravene i AIFMD.
b) Depotmottakeren kan godtgjøre at det foreligger en saklig grunn for utkontrakteringen.
c) Depotmottakeren utviser tilbørlig aktsomhet både ved utvelgelsen av tredjepart og løpende gjennom regelmessig kontroll og overvåking av tredjepart og av tredjeparts systemer for å utføre oppgavene.
d) Depotmottakeren kontrollerer at tredjepart til enhver tid:
    i. Har nødvendige systemer og ekspertise som er passende for arten og kompleksiteten av de aktiva som AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et har overlatt oppbevaringen til.
    ii. Er underlagt effektiv og betryggende regulering, herunder minstekrav til kapital og krav om periodisk eksternrevisjon, ved utkontraktering av oppbevaringsoppgaver knyttet til finansielle instrumenter.
    iii. Holder depotmottakerens kunders aktiva atskilt fra sine egne aktiva og fra depotmottakerens aktiva på en slik måte at de til enhver tid klart kan identifiseres som tilhørende en bestemt depotmottakers kunder.
    iv. Ikke gjør bruk av aktiva uten forhåndssamtykke fra AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et og underretter depotmottaker på forhånd.
    v. Overholder de generelle forpliktelser og forbud som er fastsatt i artikkel 21(8) og (10).

Dersom lovgivningen i en tredjestat krever at visse finansielle instrumenter skal oppbevares i depot hos et lokalt foretak, og ingen lokale foretak oppfyller kravene i punkt d) ii, kan utkontrakteringen skje til et slikt lokalt foretak forutsatt at investorene i det relevante AIF-et er behørig informert om dette før de foretar investeringen, og AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et pålegger depotmottakeren å utkontraktere oppbevaringen til slikt lokalt foretak.

Tredjepart kan utkontraktere oppbevaringsoppgavene videre, dersom de samme vilkår er oppfylt. Reglene om depotmottakers erstatningsansvar får tilsvarende anvendelse for de berørte parter.

Yting av tjenester gjennom et verdipapiroppgjørssystem som angitt i finalitetsdirektivet (direktiv 98/26/EF) (gjennomført i norsk rett gjennom lov om betalingssystemer) eller yting av tilsvarende tjenester til oppgjørssystemer i tredjeland, anses ikke som utkontraktering av depotmottakers oppbevaringstjenester.

Depotmottakeren er etter artikkel 21(12) ansvarlig overfor AIF-et eller AIF-ets investorer for tap av finansielle instrumenter som holdes i depot i henhold til artikkel 21(8)(a), forårsaket av depotmottakeren eller av en tredjepart som oppbevaringen er utkontraktert til. Dersom slikt tap oppstår, skal depotmottakeren uten unødig opphold erstatte tapet ved å overføre et finansielt instrument av identisk type eller tilsvarende beløp til AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et.

Depotmottakeren er ikke ansvarlig dersom den kan godtgjøre at tapet skyldes en ytre hendelse som depotmottakeren ikke med rimelighet kunne forventes å ha kontroll over, og hvis konsekvenser ville ha vært uunngåelige til tross for alle rimelige forholdsregler for å unngå dette.

Depotmottakeren er videre ansvarlig overfor AIF-et eller dets investorer for ethvert annet tap disse måtte lide som følge av at depotmottakeren har utvist uaktsomhet eller forsettlig har misligholdt sine forpliktelser i henhold til AIFMD.

Utkontraktering av depotmottakers oppbevaringsoppgaver har som utgangspunkt ikke noen betydning for depotmottakers erstatningsansvar. Dette følger av artikkel 21(13). Depotmottakeren kan fraskrive seg ansvaret for tap av finansielle instrumenter hvor oppbevaringen er utkontraktert tredjepart, forutsatt at det kan dokumenteres at:

a) Alle krav som følger av artikkel 21(11) annet avsnitt knyttet til utkontrakteringen av depotmottakerens oppbevaringsoppgaver er oppfylt,
b) en skriftlig kontrakt mellom depotmottakeren og tredjepart uttrykkelig overdrar depotmottakerens ansvar til denne tredjeparten, og gjør det mulig for AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et (eller depotmottakeren på deres vegne) å gjøre krav gjeldende overfor denne tredjeparten i forbindelse med tapet, og
c) en skriftlig kontrakt mellom depotmottakeren og AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et uttrykkelig tillater en slik ansvarsfraskrivelse fra depotmottakerens side og angir den objektive grunnen til å avtale en slik fraskrivelse.

Dersom lovgivningen i en tredjestat krever at visse finansielle instrumenter skal oppbevares i depot hos et lokalt foretak, og ingen lokale foretak oppfyller kravene i artikkel 21(11) d) ii, kan depotmottakeren etter artikkel 21(14) dessuten fraskrive seg ansvar dersom samtlige av følgende vilkår er oppfylt:

a) Vedtektene eller stiftelsesdokumentene for det berørte AIF-et uttrykkelig tillater slik fraskrivelse i henhold til disse vilkårene.
b) Investorene i det berørte AIF-et er behørig informert om nevnte fraskrivelse og om omstendighetene som berettiger dette før de foretar investeringen.
c) AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et har pålagt depotmottakeren å utkontraktere oppbevaringen av slike finansielle instrumenter til slikt lokalt foretak.
d) Det foreligger en skriftlig kontrakt mellom depotmottakeren og AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et som uttrykkelig tillater en slik fraskrivelse.
e) Det foreligger en skriftlig kontrakt mellom depotmottakeren og tredjepart som uttrykkelig overdrar depotmottakernes erstatningsansvar til det lokale foretaket og gjør det mulig for AIF-et eller forvalteren på vegne av AIF-et (eller depotmottakeren på deres vegne) å gjøre krav gjeldende overfor nevnte lokale foretak i forbindelse med tapet.

Det følger videre av artikkel 21(15) at erstatningsansvar overfor investorene i AIF-et kan påberopes direkte av investor, eller indirekte gjennom forvalteren, avhengig av rettsforholdet mellom depotmottakeren, forvalteren og investorene.

Etter artikkel 21(16) skal depotmottakeren på anmodning gjøre tilgjengelig for sine tilsynsmyndigheter alle de opplysninger som depotmottakeren har mottatt under utførelsen av sine plikter, og som kan være nødvendig for AIF-ets eller forvalterens tilsynsmyndigheter. Dersom tilsynsmyndighetene for AIF-et eller forvalteren er forskjellig fra depotmottakerens, skal depotmottakerens tilsynsmyndigheter uten opphold oversende de mottatte opplysningene til AIF-ets og forvalterens tilsynsmyndigheter.

Kommisjonen skal i henhold til artikkel 21(17) vedta delegerte rettsakter i samsvar med artikkel 56 om følgende forhold:

- Hvilke opplysninger som skal inngå i avtalen mellom depotmottaker og AIF-et.
- Kriterier for å vurdere hvorvidt regulering og tilsyn i tredjestater har samme virkning som EØS-retten.
- Vilkårene for å utføre depotmottakertjenestene.
- Depotmottakerens forpliktelser til å utvise behørig aktsomhet.
- Forpliktelsene til å holde aktiva atskilt.
- Vilkår og omstendigheter for at finansielle instrumenter som oppbevares i depot anses tapt.
- Hva som skal forstås med eksterne hendelser utenfor rimelig kontroll og hvis konsekvenser ikke kunne vært unngått til tross for alle rimelige anstrengelser for å unngå dem.
- Vilkår og omstendigheter for at det finnes en objektiv grunn til å avtale ansvarsfraskrivelse.

Det vises her til Kommisjonens forslag til gjennomføringsforordning.

13.3 **Arbeidsgruppens forslag**

Direktivets regler om depotmottaker gir lite nasjonalt handlingsrom. Arbeidsgruppen foreslår lovbestemmelser som gjennomfører AIFMDs regler om plikt for et AIF-fond til å ha

depotmottaker, hvem som kan oppnevnes som depotmottaker og de oppgaver og ansvar som depotmottakeren skal ha. Det vises til lovutkastet kapittel x.

Arbeidsgruppen foreslår i henhold til artikkel 21(3)(a) og (b) at både kredittinstitusjoner og verdipapirforetak kan godkjennes som depotmottaker for alternative investeringsfond, jf. lovutkastet § 5-2 første ledd.

Direktivet åpner i artikkel 21(3)(c) første avsnitt for at også andre foretak enn kredittinstitusjoner og verdipapirforetak, og som er underlagt betryggende tilsyn og regulering, kan oppnevnes som depotmottaker dersom nasjonale myndigheter har åpnet for at slike foretak kan være depotmottaker etter nasjonal lovgivning som gjennomfører artikkel 23(3) i UCITS-direktivet (direktiv 2009/65/EF). Etter norsk rett er det kun kredittinstitusjoner som kan godkjennes som depotmottaker for verdipapirfond (herunder UCITS-fond), jf. verdipapirfondloven § 10-3 første ledd. Dette betyr, slik arbeidsgruppen forstår direktivet, at andre typer foretak ikke kan være depotmottaker for alternative investeringsfond etablert i Norge etter denne bestemmelsen. For alternative investeringsfond etablert i andre EØS-stater som har gjennomført denne bestemmelsen, kan det oppnevnes slik depotmottaker. Arbeidsgruppen foreslår derfor at det innføres en bestemmelse tilsvarende artikkel 21(3)(c) første avsnitt for å klargjøre at en norsk AIF-forvalter kan utpeke et slikt foretak som depotmottaker når hjemstaten for AIF-et har åpnet for dette.

Artikkel 21(3) siste avsnitt åpner også for at andre enn de institusjoner som er nevnt i artikkel 21(3)(a) til (c) på bestemte vilkår kan godkjennes som depotmottaker. Forutsetningen er at disse opptrer som depotmottaker for AIF-er som er lukket i minst fem år og som investerer i aktiva som ikke må oppbevares i depot eller investerer i utstedere eller unoterte selskaper med sikte på å oppnå kontroll. Dette alternativet vil dermed kun være aktuelt for AIF-er som har en begrenset innløsningsrett og som investerer i andre aktiva enn finansielle instrumenter som kan oppbevares i depot eller investerer i utstedere eller unoterte selskaper med sikte på å oppnå kontroll (slik dette er definert i artikkel 26(5)). Dette vil for eksempel kunne gjelde aktive eierfond eller eiendomsfond. Lukkede fond etableres gjerne for å gjennomføre investeringer i mindre likvide eiendeler med sikte på mer langsiktig eierskap. Lukkede fond gjennomfører som regel langt færre investeringer og realisasjoner, og vil i mange tilfeller også være basert på en modell for innkalling av kapital i takt med behov, jf. kapittel 3.2.1.

Etter arbeidsgruppens vurdering bør det åpnes for at andre enn kredittinstitusjoner og verdipapirforetak kan oppnevnes som depotmottaker for denne typen fond. Bakgrunnen er at lukkede fond, typisk aktive eierfond og eiendomsfond, gjerne har en annen type investorbase og investeringsvirksomhet enn andre typer fond. Investorbasen vil typisk være mer snever og sjelden mer enn et hundretalls. Ettersom fondet ikke tilbyr innløsningsrett, vil det ikke være løpende tegninger eller innløsninger med tilhørende jevnlige inn- og utbetalinger og oppdatering av andelseierregistre. Ofte vil fondene være basert på en modell for innkalling av kapital i takt med fondets investeringsvirksomhet slik at fondets kontantbeholdning til enhver tid vil være lav.

Det foretas gjerne langt færre transaksjoner enn i et verdipapirfond. Aktive eierfond og eiendomsfond foretar typisk noen titalls transaksjoner (kjøp og salg) gjennom levetiden. Kontantstrømmer knyttet til investeringsvirksomheten blir derfor mer oversiktlig. Investeringene skjer typisk i unoterte selskaper, og det er dermed sjelden behov for "oppbevaring" av fondets

aktiva. Som følge av de særlige karakteristika for denne typen fond må det legges til grunn at oppbevarings- og kontrolloppgavene vil bli mindre omfattende.

I direktivets fortale 34 nevnes blant annet notarius publicus og advokat som eksempler på de som vil kunne være depotmottaker etter dette alternativet. Internasjonalt er det det vanlig at lukkede fond pålegges å oppnevne en administrator, se nærmere omtale i punkt 3.2.2. Administratoren vil utføre de aller fleste kontrolloppgavene som en depotmottaker for et åpent fond gjennomfører.

Arbeidsgruppen har ikke oversikt over hvilke eventuelle norske foretak som vil kunne være depotmottaker etter dette alternativet, men antar at det vil kunne komme tilbydere dersom det viser seg å være et tilstrekkelig markedsmessig grunnlag.

Arbeidsgruppen mener som nevnt ovenfor at direktivets adgang til å kunne godkjenne flere kategorier av depotmottakere bør benyttes, og foreslår på denne bakgrunn lovbestemmelser som innfører en slik adgang og en forskriftshjemmel som gjør det mulig å innta eventuelle nærmere regler, jf. lovforslaget § 5-2 annet ledd. Etter arbeidsgruppens vurdering er det viktig å sikre at aktører som ikke er kredittinstitusjon eller verdipapirforetak, og som oppnevnes som depotmottaker for et lukket fond, oppfyller direktivets krav og er egnet til å ivareta dette vervet. Arbeidsgruppen foreslår at det utformes en bestemmelse som gir Finanstilsynet adgang til, gjennom enkeltvedtak eller forskrift, å samtykke til oppnevningen av depotmottaker.

Når det gjelder krav til depotmottaker for AIF-fond som er etablert utenfor EØS og forvaltet av norske forvaltere vises det til kapittel X-X. For fond som forvaltes av en AIF-forvalter, men som ikke markedsføres i EØS, gjelder det etter artikkel 34(1) ikke krav til oppnevning av depotmottaker. Fond forvaltet av forvalter etablert i Norge og som skal markedsføres i et EØS-land etter reglene om "*private placement*" etter artikkel 36 må sørge for at det er oppnevnt enheter som utfører enkelte av kontrolloppgavene i artikkel 21, men stiller ikke krav til oppnevning av depotmottaker (med mindre den enkelte medlemsstat har stilt strengere krav). Fond forvaltet av forvalter etablert utenfor EØS og som markedsføres i et EØS-land etter reglene om "private placement" etter artikkel 42 er ikke underlagt krav til oppnevning av depotmottaker (med mindre den enkelte medlemsstat har stilt strengere krav).

Arbeidsgruppen antar at artikkel 21(9)(c) om at depotmottaker ikke skal utføre forvalterens instruksjoner dersom disse er i strid med lov, vedtekter med videre, må forstås med den begrensning at instrukser som er en oppfølgning av rettslige bindende avtaler for AIF-et, likevel må utføres, og at depotmottaker i stedet må rapportere forholdet til selskapet og om nødvendig til tilsynsmyndighetene. Det vises i den forbindelse til forarbeidene til verdipapirfondloven, jf. Prop. 149 L(2010-2011), s. 155 der det heter:

> ”Arbeidsgruppen foreslår en videreføring av bestemmelsen om at depotmottaker ikke kan etterkomme instruks fra forvaltningsselskapet, hvis instruksen er i strid med lov, forskrift eller fondets vedtekter. I tilfeller der instruksen er en oppfølging av rettslig bindende avtaler mellom forvaltningsselskapet og en kontraktsmotpart, foreslås det en presisering av at depotmottaker skal be forvaltningsselskapet rette det lovstridige eller vedtektsstridige forholdet snarest. Hvis nødvendig oppretting ikke gjennomføres, skal det etter arbeidsgruppens forslag gis melding til Finanstilsynet.”

Departementet sluttet seg til dette forslaget. Arbeidsgruppen foreslår at det tas inn en tilsvarende presisering om at depotmottaker skal be AIF-et eller forvalteren på dets vegne rette det lovstridige eller vedtektsstridige forholdet snarest, og at forholdes skal meldes til Finanstilsynet dersom ikke nødvendig oppretting gjennomføres innen rimelig tid. Det vises til lovforslaget § 5-3 femte ledd nr. 3.

Når det gjelder det nærmere innholdet i øvrige bestemmelser, vises til omtalen av direktivkravene i kapittel 13.2.

EU-kommisjonen la 3. juli 2012 fram forslag til endringer i UCITS-direktivet (UCITS V), som blant annet inneholder endringer i bestemmelsene om depotmottakerfunksjonen. Forslaget innebærer at disse bestemmelense i stor grad harmoniseres med tilsvarende bestemmelser i AIFMD. Blant annet foreslås innført et tilsvarende skille som i AIFMD når det gjelder oppbevaring av finansielle instrumenter som kan holdes i depot og øvrige aktiva. I forarbeidene til verdipapirfondloven ga departementet uttrykk for at man ville avvente nytt regelverk fra EU før det gjøres større endringer i det norske regelverket for depotmottakere. I Prop. 149 L (2010-2011) uttalte departementet følgende (s. 156):

> *"*Etter departementets vurdering synes et hovedproblem å være at det er uklart hva som ligger i direktivets krav om at et verdipapirfonds midler skal «oppbevares av depotmottaker», jf. direktivet art. 22(1). I den engelske versjonen av direktivet heter det: «The assets of a common fund shall be *entrusted* to a depositary for *safekeeping*» (departementets kursivering).
> (…)
> De uklarheter knyttet til hva som nærmere ligger i kravet til oppbevaring, er noe av bakgrunnen for at det i EU er igangsatt arbeid med ytterligere å harmonisere depotmottakerrollen. Departementet mener som nevnt at det er hensiktsmessig å avvente nytt regelverk fra EU før det gjøres større endringer i det norske regelverket for depotmottakere.*"*

Arbeidsgruppen viser til at artikkel 21(8) i AIFMD benytter den samme ordlyden som departementet refererer til over. Avklaringen på hva som skal forstås med oppbevaring er dermed foretatt i AIFMD og er også fulgt opp i forslaget til UCITS V.

14 GRENSEKRYSSENDE MARKEDSFØRING OG FORVALTNING

14.1 Markedsføring av alternative investeringsfond

14.1.1 Gjeldende rett

Markedsføring av alternative investeringsfond som er nasjonale verdipapirfond i verdipapirfondlovens forstand reguleres av verdipapirfondloven. Når det gjelder markedsføring av verdipapirfond som er etablert i Norge krever verdipapirfondloven at potensielle investorer skal gis nøkkelinformasjon om det aktuelle fondet før tegning av andeler, jf. verdipapirfondloven § 8-4. Videre gjelder krav til offentliggjøring av et prospekt for fondet som inneholder fondets

vedtekter, jf. verdipapirfondloven § 8-2 første ledd. Det vises til nærmere omtale i kapittel 4.1 om gjeldende rett og kapittel 15.2.2 om markedsføring av nasjonale fond etter verdipapirfondloven.

Markedsføring av kollektive investeringsstrukturer som ikke er verdipapirfond kan være regulert av verdipapirhandelloven. Markedsføring av kollektive investeringsstrukturer som utsteder andeler som er omsettelige verdipapirer vil kunne utløse prospektplikt, med mindre et relevant unntak fra prospektplikten kommer til anvendelse.

Et særlig trekk ved markedsføring av aktive eierfond og tilsvarende strukturer som markedsføres i det institusjonelle markedet, er at markedsføringsprosessen består av forhandling mellom forvalteren og potensielle investorer. Det vil si at de endelige vilkårene for fondet og endelig markedsføringsmateriale, herunder selskapsavtale og prospekt/informasjonsmemorandum, ikke er ferdig utarbeidet ved start av markedsføringen.

14.1.2 EØS-rett

Artikkel 31 regulerer adgangen for forvaltere av alternative investeringsfond til å markedsføre fond under forvaltning som er etablert i en EØS-stat til profesjonelle investorer i hjemlandet. Dersom det aktuelle fondet er et tilføringsfond, må også mottakerfondet oppfylle vilkårene i bestemmelsen.

Artikkel 31(2) krever at forvalteren skal gi kompetent myndighet melding for hvert fond som søkes markedsført. Meldingen skal inneholde opplysningene nevnt i AIFMD vedlegg II.

Senest 20 virkedager etter at kompetent myndighet har mottatt fullstendig melding etter artikkel 31(2), skal kompetent myndighet underrette forvalteren om at markedsføring av det aktuelle AIF-et kan starte, jf. artikkel 31(3). Markedsføring av et fond kan bare nektes dersom direktivets krav til forvalteren eller til forvaltningen av fondet ikke er oppfylt. Forvalteren kan starte markedsføringen etter 20 virkedager, eller ved mottak av bekreftelse fra kompetent myndighet. Dersom fondet er etablert i en annen EØS-stat enn forvalteren, skal tilsynsmyndigheten også underrette kompetent myndighet i fondets hjemstat om at forvalteren kan begynne å markedsføre andeler i AIF-et.

Artikkel 31(4) pålegger forvalteren å sende melding til kompetent myndigheten ved vesentlige endringer i den dokumentasjonen som er innsendt etter artikkel 31(2). Ved planlagte endringer skal melding gis minst én måned før den skal tre i kraft. Ved uforutsette endringer skal melding gis umiddelbart etter at endringen har trådt i kraft. Dersom en endring innebærer at forvaltningen av fondet eller forvalteren ikke lenger tilfredsstiller direktivkravene, skal kompetent myndighet informere forvalteren om at endringen ikke kan gjennomføres. Dersom endringen likevel gjennomføres, eller er gjennomført, skal kompetent myndighet i forvalterens hjemstat treffe alle nødvendige tiltak, herunder forby markedsføring av AIF-et, jf. artikkel 46.

Artikkel 31(4) og (5) gir henholdsvis ESMA og EU-Kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere regler.

Artikkel 35 gir nærmere regler om markedsføring av AIF-er etablert utenfor EØS, men forvaltet av en forvalter etablert i EØS etter en *meldingsordning*. Denne bestemmelsen har ikke trådt i

kraft, og ikrafttredelsen er betinget av prosesser som beskrevet i artikkel 67. Det foreslås ikke regler for gjennomføring av denne bestemmelsen.

Artikkel 36 regulerer adgangen til markedsføring til profesjonelle investorer av fond etablert utenfor EØS forvaltet, av en forvalter etablert i en EØS-stat. Etter artikkel 36 kan den enkelte medlemsstat *tillate* markedsføring av slike alternative investeringsfond til profesjonelle investorer dersom følgende vilkår er oppfylt, jf. artikkel 36(1)(a) – (c):

- Forvalteren har konsesjon og etterlever direktivets krav med unntak av bestemmelsene i artikkel 21 (depotmottaker). Forvalteren skal likevel sikre at det er oppnevnt aktører som ikke er forvalteren selv og som utfører pliktene i artikkel 21(7), (8) og (9),
- Det er inngått avtale om tilsynssamarbeid mellom kompetent myndighetene til forvalterens hjemstat og fondets hjemstat, og
- Fondets hjemstat ikke er oppført av FATF blant av land og territorier som ikke anses som samarbeidsvillige.

EU-Kommisjonen og ESMA skal etter artikkel 36(3) og (4) gi nærmer regler om avtale om tilsynssamarbeid mellom de kompetente myndigheter i forvalterens hjemstat og fondets hjemstat.

14.1.3 Arbeidsgruppens vurdering

Bestemmelsene i AIFMD artikkel 31 inneholder ingen nasjonale valg. Det vises til utkastet § 6-1.

Som nevnt over foreslås det ikke regler for gjennomføring av bestemmelsene i artikkel 35.

Bestemmelsen i artikkel 36 er svært viktig ettersom det gir mulighet for delvis å videreføre gjeldende rett og tillate markedsføring av en lang rekke fond som i dag ikke er omfattet av regler om markedsføring. I perioden før bestemmelsene i artikkel 35 settes i kraft er dette den eneste muligheten for å tillate markedsføring av fond etablert utenfor EØS som forvaltes av norske og andre europeiske forvaltere. Det vises i denne sammenheng til at mange norske aktive eierfond er hjemmehørende på Guernsey eller Jersey.

Dersom adgangen ikke benyttes så vil dette etter arbeidsgruppens vurdering medføre store vanskeligheter for norske forvaltningsmiljøer som har etablert fondsstrukturer i land utenfor EØS, og deres investorer.

Etter arbeidsgruppens vurdering bør adgangen i artikkel 36 benyttes i den utstrekning det er tillatt under direktivet med hensyn til markedsføring til profesjonelle investorer. Det vises til lovutkastet § 6-7. Markedsføring til ikke-profesjonelle er behandlet i kapittel 15.

14.2 **Grensekryssende markedsføring av alternative investeringsfond**

14.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirfond etablert utenfor Norge, og som ikke er UCITS-fond, kan bare markedsføres i Norge etter forutgående tillatelse fra Finanstilsynet, jf. verdipapirfondloven § 9-4. Spesialfond kan, uavhengig av om det er etablert i Norge eller er utenlandsk, bare tilbys profesjonelle kunder.

Markedsføring av andre alternative investeringsfond enn de som faller inn under verdipapirfondloven, vil kunne omfattes av regler om prospektplikt.

14.2.2 EØS-rett

Direktivet legger til rette for grensekryssende markedsføring. Reglene bygger på samme struktur som andre direktiv på verdipapirområdet, men er mer omfattende. Dersom en EØS-stat som hjemland godkjenner markedsføring av et AIF, vil AIF-et også kunne markedsføres i andre medlemsland etter notifikasjon. Ordningen kan sammenlignes med tilsvarende regler om markedsføringspass etter UCITS-direktivet, som i norsk rett er gjennomført i verdipapirfondloven. Direktivet gjelder kun markedsføring av AIF-er til profesjonelle investorer.

Artikkel 32 regulerer adgangen for forvaltere etablert i EØS til å markedsføre fond etablert i en annen EØS-stat til profesjonelle investorer.

Artikkel 32(2) krever at forvalteren skal gi kompetent myndigheten i hjemstaten melding for hvert fond som søkes markedsført. Meldingen skal inneholde opplysningene nevnt i AIFMD vedlegg IV.

Senest 20 virkedager etter at kompetent myndighet har mottatt fullstendig melding etter artikkel 31(2), skal tilsynsmyndigheten etter artikkel 31(3) sende meldingen til kompetent myndighet(er) i de(n) staten(e) hvor fondet søkes markedsført. Meldingen skal ikke sendes med mindre direktivets krav til forvalteren eller til forvaltningen av fondet er oppfylt. Kompetent myndigheten skal vedlegge en bekreftelse på at forvalterens konsesjon omfatter forvaltning av det aktuelle fondet.

Kompetent myndighet skal uten opphold gi forvalteren melding om at meldingen er sendt, jf. artikkel 32(4). Forvalteren kan da starte markedsføringen. Dersom fondet er etablert i en annen EØS-stat enn forvalteren, skal kompetent myndighet også underrette kompetent myndighet i fondets hjemstat om at forvalteren kan begynne å markedsføre andeler i AIF-et.

Artikkel 32(5) og (6) inneholder nærmere krav til meldingen og rettsvalg knyttet til markedsføringen.

Etter artikkel 32(7) skal forvalteren sende melding til kompetent myndighet ved vesentlige endringer i den dokumentasjonen som er innsendt etter artikkel 32(2). Ved planlagte endringer skal melding gis minst én måned før den skal tre i kraft. Ved uforutsette endringer skal melding gis umiddelbart etter endringen har trådt i kraft. Dersom en endring innebærer at forvaltningen av fondet eller forvalteren ikke lenger tilfredsstiller direktivkravene, skal kompetent myndighet informere forvalteren om at endringen ikke kan gjennomføres. Dersom endringen likevel gjennomføres, eller er gjennomført, skal forvalterens hjemstatsmyndighet treffe alle nødvendige tiltak, herunder forby markedsføring av AIF-et, jf. artikkel 46. Dersom endringene ikke har slike virkninger skal kompetent myndighet i forvalterens hjemstat uten opphold gi opplysning til kompetent myndigheten i vertsstaten om endringene.

Artikkel 32(8) gir ESMA og EU-Kommisjonen hjemmel til å fastsette nærmere regler knyttet til melding etter artikkel 32(2), bekreftelsen i 32(3) samt overføringene nevnt i 32(3) og (7).

Direktivets artikkel 37-41 gir nærmere regler om grensekryssende markedsføring av AIF-er der enten AIF-et, forvalteren eller begge er etablert utenfor EØS etter en meldingsordning. Disse bestemmelsene har ikke trådt i kraft og ikrafttredelsen er betinget av prosesser som beskrevet i AIFMD artikkel 67. Arbeidsgruppen har dermed valgt å ikke foreslå regler for gjennomføring av disse bestemmelsene.

Artikkel 42 regulerer adgangen til markedsføring av alternative investeringsfond forvaltet av en forvalter etablert utenfor EØS. Etter artikkel 42 kan den enkelte medlemsstat tillate markedsføring av slike alternative investeringsfond til profesjonelle investorer dersom følgende vilkår er oppfylt, jf. artikkel 36(1)(a) til (c):

- Forvalteren etterlever bestemmelsene i direktivets artikkel 22, 23, og 24, samt 26 til 30 der det er relevant for fondet.
- Det er inngått avtale om tilsynssamarbeid mellom norske tilsynsmyndigheter, samt tilsynsmyndighetene i fondets og forvalterens hjemstat(er), og
- Forvalterens og fondets hjemstat ikke er oppført av FATF blant av land og territorier som ikke anses som samarbeidsvillige.

Artikkel 42(1) siste avsnitt gir ESMA enkelte rettigheter dersom en medlemsstat ikke inngår nødvendig avtale om tilsynssamarbeid.

EU-Kommisjonen og ESMA skal etter artikkel 42(3) og (4) gi nærmer regler om avtale om tilsynssamarbeid mellom kompetente myndigheter i forvalterens hjemstat og fondets hjemstat.

14.2.3 Arbeidsgruppens vurdering

Bestemmelsene i AIFMD artikkel 32 inneholder ingen nasjonale valg. Det vises til utkastet § 6-2.

Som nevnt over foreslås det ikke regler for gjennomføring av bestemmelsene i artikkel 37 til 41.

Bestemmelsen i AIFMD artikkel 42 anses viktig ettersom det gir mulighet for delvis å videreføre gjeldende rett og tillate markedsføring av en lang rekke fond som i dag ikke er omfattet av regler om markedsføring. I perioden før bestemmelsene i artikkel 37 til 41 settes i kraft er dette den eneste muligheten for å tillate markedsføring av fond etablert utenfor EØS med forvalter etablert utenfor EØS.

Etter arbeidsgruppens vurdering bør adgangen i artikkel 42 benyttes i den utstrekning det er tillatt under direktivet, og når det er tale om markedsføring til profesjonelle investorer. Det vises til lovutkastet § 6-8. Markedsføring til ikke-profesjonelle er behandlet i punkt 15.

14.3 **Grensekryssende forvaltning av alternative investeringsfond**

14.3.1 Gjeldende rett

Gjeldende regler om grensekryssende forvaltning følger av verdipapirfondloven og verdipapirhandelloven. Sett bort fra de regler som gjelder for grensekryssende fondsforvaltning,

kan utenlandsk forvalter bare yte verdipapirfondsforvaltning i Norge etter tillatelse fra Finanstilsynet etter verdipapirfondloven § 3-4. Det stilles nærmere vilkår for slik tillatelse.

Forvaltning av andre typer investeringsstrukturer enn verdipapirfond, som for eksempel lukkede investeringsselskaper eller lignende, hvor forvalteren har fullmakt til å fatte investeringsbeslutninger knyttet til finansielle instrumenter, er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven. Utenlandsk forvalter kan bare drive slik virksomhet i Norge med tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-24 (for forvaltere etablert i en annen EØS-stat) eller § 9-25 (for forvaltere etablert utenfor EØS). Forvaltere etablert utenfor EØS kan som hovedregel ikke yte tjenester i Norge uten etablering av en filial, jf. verdipapirhandelloven § 9-25 første ledd. Visse typer forvaltning, som forvaltning av investeringsselskaper som investerer i varederivater, kan etter de nærmere omstendigheter være omfattet av unntak fra konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd.

14.3.2 EØS-rett

Artikkel 33 regulerer adgangen for forvaltere etablert i enn EØS-stat med konsesjon til å forvalte fond etablert i andre EØS-stater, enten direkte eller gjennom etablering av filial.

Forvalter som ønsker å drive slik virksomhet må gi melding til kompetent myndighet i hjemstaten.

Artikkel 33(2) og (3) stiller nærmere krav til meldingen. Meldingen skal inneholde opplysninger om i hvilken medlemsstat forvalteren har til hensikt å forvalte AIF-ene direkte eller ved etablering av filial, samt en virksomhetsplan som angir hvilke tjenester forvalteren har til hensikt å yte, og angivelse av hvilke AIF-er som skal forvaltes. Ved etablering av filial skal det i tillegg informeres om hvordan filialen skal organiseres, adresse i AIF-ets hjemstat som dokumenter kan innhentes fra og navn og kontaktopplysninger til de personer som har ansvar for ledelsen av filialen.

Meldinger etter artikkel 33(2) skal oversendes kompetent myndighet i vertsstaten innen én måned etter at fullstendig melding er mottatt. Melding om filialetablering etter artikkel 33(3) skal oversendes innen to måneder etter mottagelse av fullstendig melding. Det skal vedlegges en bekreftelse fra kompetent myndigheten på at forvalteren har konsesjon. Forvalteren skal straks underrettes om oversendelsen, og kan begynne å yte sine tjenester i vertsstaten ved mottagelse av slik underretning.

Vertsstaten kan ikke pålegge ytterligere krav enn de som følger av AIFMD, jf. artikkel 33(5).

Etter artikkel 33(6) skal forvalteren sende melding til sin tilsynsmyndighet ved vesentlige endringer i den dokumentasjonen som er innsendt etter artikkel 33(2) eller (3). Ved planlagte endringer skal melding gis minst én måned før den skal tre i kraft. Ved uforutsette endringer skal melding gis umiddelbart etter endringen har trådt i kraft. Dersom en endring innebærer at forvaltningen av fondet eller forvalteren ikke lenger tilfredsstiller direktivkravene, skal kompetent myndighet informere forvalteren om at endringen ikke kan gjennomføres. Dersom endringen likevel gjennomføres (eller er gjennomført), skal forvalterens hjemstatsmyndighet treffe alle nødvendige tiltak, herunder forby markedsføring av AIF-et, jf. artikkel 46. Dersom

endringene ikke har slike virkninger skal kompetent myndighet i forvalterens hjemstat uten opphold informere kompetent myndigheten i vertsstaten.

Artikkel 32(7) og (8) gir ESMA hjemmel til å fastsette nærmere regler knyttet til melding etter artikkel 33(2) og (3).

Direktivets artikkel 37 til 41 gir nærmere regler om godkjenning av forvaltere etablert utenfor EØS som skal drive grensekryssende forvaltning av AIF-er etablert innenfor EØS og rettigheter for slike forvaltere til å drive virksomhet i EØS-området etter en meldingsordning. Disse bestemmelsene har ikke trådt i kraft og ikrafttredelsen er betinget av prosesser som beskrevet i AIFMD artikkel 67. Arbeidsgruppen har dermed valgt å ikke foreslå regler for gjennomføring av disse bestemmelsene nå.

Artikkel 34 regulerer adgangen for å kunne forvalte alternative investeringsfond etablert utenfor EØS. Bestemmelsen regulerer ikke markedsføring i EØS, jf. artikkel 34(1), som reguleres av artikkel 36.

Ifølge artikkel 34(1) skal forvaltere tillates å forvalte slike fond dersom følgende vilkår er oppfylt:

- Forvalteren etterlever alle direktivets regler med unntak av artikkel 21 (depotmottaker) og 22 (opplysninger i årsregnskap),
- Det er avtale om tilsynssamarbeid mellom tilsynsmyndighetene i forvalterens hjemstat og fondets hjemstat.

EU-kommisjonen skal etter artikkel 34(2) fastsette nærmere regler om krav til avtale om tilsynssamarbeid, og ESMA skal etter artikkel 34(3) utarbeide nærmere retningslinjer knyttet til slikt tilsynssamarbeid.

14.3.3 Arbeidsgruppens vurdering

Bestemmelsene i artikkel 33 og 34 må etter arbeidsgruppens vurdering gjennomføres etter sitt innhold og gir ikke rom for nasjonale valg. Det vises til lovutkastet §§ 6-4 til 6-6.

15 MARKEDSFØRING AV ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND TIL IKKE-PROFESJONELLE KUNDER I NORGE

15.1 Innledning

Arbeidsgruppen er bedt om å vurdere om alternative investeringsfond bør kunne markedsføres til ikke-profesjonelle kunder, og i så fall utarbeide forslag til hvordan det nasjonale handlingsrommet etter AIFMD bør benyttes. Arbeidsgruppen er bedt om å se regelverket i sammenheng med blant annet reglene for spesialfond i verdipapirfondloven, og herunder vurdere hvorvidt spesialfond bør kunne tilbys til ikke-profesjonelle kunder.

I dag kan alle typer alternative investeringsfond markedsføres til ikke-profesjonelle kunder, med unntak av spesialfond som ikke kan tilbys til ikke-profesjonelle. Dette betyr at de fleste av de

investeringsprodukt som faller inn under kategorien alternative investeringsfond kan tilbys forbrukere og andre ikke-profesjonelle kunder. Dette gjelder for eksempel aktive eierfond, eiendomsfond, infrastrukturfond og ulike hedgefond som er organisert slik at de faller utenfor kategorien spesialfond og den regulering som følger av verdipapirfondloven. Det er et mangfold av ulike produkt med forskjellig juridisk organisering og ansvarsforhold. Produktene har svært ulike karakteristika både når det gjelder risikoprofil, kompleksitet og gjennomsiktighet. Det vises til kapittel tre for en nærmere beskrivelse av bransjen og de ulike kollektive investeringer som regnes som alternative investeringsfond.

Det er en rekke eksempler på at ikke-profesjonelle kunder har kjøpt alternative investeringsfond som har vært uegnet som investeringsalternativ.

Problemstillingen som arbeidsgruppen er bedt om å vurdere reiser følgende overordnede spørsmål:

- Bør det gjelde et generelt forbud mot å markedsføre alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder?

- Bør alternative investeringsfond, herunder spesialfond, kunne markedsføres til ikke-profesjonelle kunder under bestemte vilkår?

- Bør forbudet mot å markedsføre spesialfond til ikke-profesjonelle videreføres?

Reglene for markedsføring av nasjonale fond som ikke er spesialfond bør etter arbeidsgruppens vurdering videreføres, slik at disse også fremover kan markedsføres til ikke-profesjonelle kunder etter de regler som følger av verdipapirfondlovgivningen. Reglene for nasjonale fond er velregulert og inneholder beskyttelsesmekanismer gjennom for eksempel kravene til plassering av fondets midler, risikospredning, krav til likviditet og informasjonskrav. Reglene har dessuten nylig vært gjenstand for lovrevisjon. Det vises her til Prop. 149 L (2010-2011) om lov om verdipapirfond. Arbeidsgruppen legger i det følgende til grunn at disse reglene videreføres, og at tilsvarende utenlandske fond må kunne markedsføres i Norge på ikke-diskriminerende grunnlag og etter tillatelse fra Finanstilsynet.

Det fremgår ikke av mandatet hva som nærmere skal forstås med markedsføring. I artikkel 4(1)(x) i direktivet defineres markedsføring som det å direkte eller indirekte tilby andeler eller aksjer i et alternativt investeringsfond til investorer som er hjemmehørende i EU på initiativ fra enten forvalter eller andre på vegne av forvalter. Tilsvarende omfattes det å plassere andeler eller aksjer som markedsføring. Markedsføring inngår ikke i definisjonen av forvaltning av alternative investeringsfond i artikkel 4(1)(w), men en forvalter kan markedsføre andeler i tillegg til selve forvaltningen, jf. artikkel 6(1) og Vedlegg I. Dette er en forskjell fra det som følger av UCITS-direktivet og verdipapirfondloven. I følge verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 3 inngår markedsføring i definisjonen av verdipapirfondsforvaltning.

Arbeidsgruppen legger til grunn at markedsføring i denne sammenheng ikke bare omfatter generelle markedsføringstiltak, men også salg av alternative investeringsfond, tilsvarende det som er lagt til grunn i verdipapirfondloven. Passivt salg, eller salg som skjer på kundens eget initiativ, såkalt ”first approach”, faller utenfor det som normalt regnes som markedsføring, gitt at det ikke har vært noen ulovlig markedsføring på forhånd. Arbeidsgruppen legger til grunn at

skillet mellom et markedsføringsforbud og et salgsforbud ikke vil ha særlig stor praktisk betydning, og at konsekvensene av et markedsføringsforbud langt på vei vil være det samme som et salgsforbud.

I det følgende beskrives først gjeldende rett om markedsføring av alternative investeringsfond. Deretter beskrives det handlingsrommet som følger av AIFMD med hensyn til å regulere markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder, og dessuten noen viktige utgangspunkt i direktivet som har betydning for de vurderinger som gjøres (kapittel 15.3). I kapittel 15.4 gis det en oversikt over bakgrunnen for reglene om markedsføring av spesialfond og herunder de sentrale hensyn som ligger til grunn for reguleringen. I kapittel 15.5 drøftes nærmere hvorvidt alternative investeringsfond bør kunne markedsføres til ikke-profesjonelle kunder, og hvilke beskyttelsestiltak som i så fall bør innføres gjennom reguleringen. I dette kapittelet drøftes også hvorvidt forbudet mot markedsføring av spesialfond bør opprettholdes. I kapittel 15.6 beskrives enkelte andre lands regler om markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle.

15.2 Gjeldende rett m.v

15.2.1 Generelt

Det finnes ikke et felles rammeverk som regulerer markedsføring av alternative investeringsfond, verken generelt eller til ikke profesjonelle kunder. Et reguleringsmessig skille går mellom markedsføring av nasjonale fond som reguleres av verdipapirfondloven og markedsføring av andre typer alternative investeringsfond. Reglene om markedsføring til ikke-profesjonelle kunder er dessuten forskjellig avhengig av om det er tale om spesialfond eller andre typer nasjonale fond.

15.2.2 Markedsføring av nasjonale fond etter verdipapirfondloven

Verdipapirfondforskriften § 9-5 definerer markedsføring som det å invitere eller oppfordre til å erverve rettigheter i et verdipapirfond. Bare invitasjon eller oppfordring som er bestemt for eller særlig egnet til å ha virkning i Norge er å anse som markedsføring. Forvaltningsselskap kan markedsføre nasjonale fond som ikke er spesialfond til ikke-profesjonelle kunder i kraft av sin tillatelse til å yte verdipapirfondsforvaltning. Forvaltningsselskap kan etter verdipapirfondloven § 2-10 også benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester og å formidle ordre om andeler i fond.

Finansdepartementet er i verdipapirfondloven § 7-7 gitt myndighet til i forskrift å gi nærmere regler om salg og markedsføring av spesialfond. Etter verdipapirfondforskriften § 7-4 kan spesialfond kun tilbys profesjonelle kunder. Finansdepartementet har lagt til grunn at dette innebærer at spesialfond verken kan markedsføres eller selges til ikke-profesjonelle kunder, uavhengig av om initiativet kommer fra kunden eller foretaket. Dette betyr blant annet at verdipapirforetak eller forvaltningsselskap for verdipapirfond ikke har adgang til å selge eller formidle spesialfond til ikke-profesjonelle kunder som tar kontakt med foretaket om kjøp av spesialfond på eget initiativ.

Ved markedsføring av spesialfond og tilsvarende utenlandsk innretning (utenlandsk spesialfond) skal det fremgå klart at det er tale om spesialfond. For å kunne tilby spesialfond i Norge til profesjonelle kunder må fondet enten være et norsk verdipapirfond med tillatelse, etablert av et

forvaltningsselskap for verdipapirfond og som betegnes som spesialfond gjennom vedtekter, eller utenlandsk spesialfond som Finanstilsynet har gitt tillatelse til å markedsføre i Norge.

Kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirforetak kan i følge verdipapirfondloven § 9-1 forestå salg av nyutstedte andeler i verdipapirfond.

15.2.3 Markedsføring av utenlandske verdipapirfond som ikke er UCITS

Markedsføring av utenlandske verdipapirfond som ikke er UCITS (utenlandske nasjonale fond, herunder utenlandske spesialfond) krever som nevnt tillatelse fra Finanstilsynet etter verdipapirfondloven § 9-4. Det stilles en rekke vilkår for at slik tillatelse skal gis, blant annet at det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i forvaltningsselskapets hjemland og Norge og at verdipapirfondet og forvaltningen er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet. Dessuten må kravene til verdipapirfondet og forvaltningen gi investorer i Norge beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i nasjonale fond. Norge har på dette området inngått tilsynssamarbeid med EØS-stater og USA.

Det er gitt nærmere regler om markedsføring av utenlandske verdipapirfond som ikke er UCITS i verdipapirforskriften § 9-3. I § 9-4 i forskriften er det gitt særskilte krav til hvilke opplysninger som må fremgå ved søknad om tillatelse til å markedsføre utenlandske spesialfond. Dessuten er forbudet mot å tilby utenlandske spesialfond til ikke-profesjonelle kunder inntatt i § 9-4 femte ledd. Vilkårene for å gi tillatelse til å markedsføre utenlandske fond som ikke er UCITS innebærer at adgangen i praksis er begrenset, selv etter at reglene for etablering av spesialfond trådte i kraft 1. juli 2010.

15.2.4 Markedsføring av alternative investeringsfond som ikke er nasjonale fond

Markedsføring av alternative investeringsfond som ikke er nasjonale fond er underlagt et fragmentert regelverk. Markedsføring av finansielle instrument falt bort som en egen investeringstjeneste ved gjennomføringen av verdipapirhandelloven av 2007, blant annet med den begrunnelse at andre investeringstjenester også omfattet markedsføringsfasen. Dersom det er tale om å yte investeringstjenester, for eksempel formidling av finansielle instrumenter, utførelse av ordre eller investeringsrådgivning krever dette tillatelse etter verdipapirhandelloven. Det samme gjelder etter 1. januar 2013 for mellomannstjenester knyttet til andeler i selskaper som reguleres etter selskapsloven, slik som andeler i kommandittselskap og ansvarlige selskaper, dersom disse ytes overfor ikke-profesjonelle kunder. Hovedbegrunnelsen for utvidelsen av konsesjonsplikten var å styrke forbrukervernet. Dette betyr blant annet at rådgivere for aktive eierfond som er organisert etter selskapsloven ikke kan plassere andeler, eller formidle kjøp, salg eller tegning av andeler i fondene til ikke-profesjonelle uten tillatelse etter verdipapirhandelloven. Det er unntak for konsesjonsplikten for de tilfeller kunden påtar seg et samlet forpliktet investeringsbeløp som minst svarer til fem millioner kroner.

Ved offentlig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer og ved opptak til notering på norsk regulert marked plikter utsteder å utarbeide prospekt etter de nærmere regler som følger av verdipapirhandelloven kapittel 7. Prospektene godkjennes av Finanstilsynet som prospektmyndighet. Det er utsteders ansvar å sørge for at opplysningene i prospektet er fullstendige og korrekte. Finanstilsynets kontroll og godkjennelse knytter seg utelukkende til at utsteder har inntatt beskrivelser i henhold til en liste med innholdskrav. Finanstilsynet foretar

heller ikke noen form for kontroll eller godkjennelse av de selskapsrettslige forhold som er beskrevet i prospektet. Alternative investeringsfond som ikke er nasjonale fond markedsføres typisk under et unntak fra prospektplikten, for eksempel unntaket om minstetegning eller om en begrenset krets av investorer.

Utenlandske alternative investeringsfond som ikke er nasjonale fond må forholde seg til nasjonal lovgivning ved markedsføring i Norge.

15.3 **EØS-rett**

AIFMD regulerer forvaltningen av alternative investeringsfond, og inneholder i utgangspunktet ikke regler for de ulike typer fond som faller inn under definisjonen av alternative investeringsfond. Direktivet stenger derfor ikke for å ha nasjonale regler om for eksempel etablering av alternative investeringsfond, herunder spesialfond og om krav til plassering av fondets midler, slik som inntatt i verdipapirfondloven kapitel 6 og 7. Direktivet forutsetter at nasjonale regler om alternative investeringsfond og tilsyn med slike fond etablert i de enkelte land kan videreføres. For Norge betyr dette at reglene om nasjonale fond i verdipapirfondloven kan opprettholdes.

Ettersom det ikke gjelder felleseuropeiske produktregler for alternative investeringsfond vil reguleringen av fondene bero på nasjonale regler i de enkelte EØS-land. I Norge stilles det som nevnt særskilte krav i lovgivningen til nasjonale verdipapirfond, men ikke til andre typer alternative investeringsfond, slik som aktive eierfond og eiendomsfond. Det vises her til omtalen i kapittel fire. Direktivet forutsetter at forvaltere kan benytte retten til å markedsføre alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i et annet EØS-land, selv om fondet ikke oppfyller de eventuelle strengere krav til fondet som følger av nasjonal lovgivning i vertslandet. Dette betyr at utenlandske alternative investeringsfond, herunder spesialfond eller hedgefond, skal kunne markedsføres til profesjonelle investorer i Norge etter markedsføringsreglene uten at det kan stilles tilleggskrav til selve fondet. Etter arbeidsgruppens vurdering betyr dette at det må gjøres endringer i § 9-4 i verdipapirfondloven. Kravet om tillatelse for å kunne markedsføre alternative utenlandske verdipapirfond som ikke er UCITS, kan ikke opprettholdes for fond som kan markedsføres til profesjonelle kunder etter passportreglene i direktivet. For en nærmere redegjørelse vises det til kapittel 15.5.

Det enkelte medlemsland kan innføre eller opprettholde særskilte nasjonale regler for markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. Reglene forutsettes å kunne gjelde også for markedsføring av utenlandske alternative investeringsfond på ikke-diskriminerende grunnlag.

De nærmere reglene om markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer følger av artikkel 31 og følgende. Forvaltere som etterlever direktivet og har konsesjon skal kunne markedsføre alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i hjemlandet og i andre EØS-stater etter et meldesystem.

Direktivet regulerer ikke markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder, og heller ikke markedsføring av fond fra forvaltere som ikke må ha konsesjon som følge av terskelverdiene. De enkelte EØS-land kan regulere dette området nasjonalt.

I følge artikkel 43 kan den enkelte EØS-stat tillate at alternative investeringsfond, enten generelt eller for enkelte typer, markedsføres til forbrukere. Forbruker er definert i artikkel 4(1)(aj) som en investor som ikke regnes som profesjonell kunde. En profesjonell kunde er i følge definisjonen i artikkel 4(1)(ag) en kunde som regnes som profesjonell, eller som kan kreve å bli behandlet som profesjonell etter Annex II til MiFID. Bestemmelsene er gjennomført i §§ 10-2, 10-4 og § 10-5 i verdipapirforskriften.

Dersom det tillates at enkelte typer alternative investeringsfond markedsføres til forbrukere, forutsetter direktivet at det gjøres en særskilt vurdering av hvorvidt en bestemt type fond egner seg for markedsføring overfor forbrukere. Myndighetene kan fastsette strengere regler for både fondet og forvalteren som forutsetning for å markedsføre fondet til forbrukere. Dette gjelder uansett om fondet markedsføres nasjonalt eller grensekryssende. Dersom det tillates at alternative investeringsfond markedsføres til forbrukere, skal dette kunne gjelde uansett i hvilket EØS-land forvalteren er etablert. Det skal ikke kunne innføres strengere regler eller tilleggskrav for alternative investeringsfond etablert i en annen EØS-stat og som markedsføres grensekryssende enn de krav som stilles til alternative investeringsfond etablert i det enkelte EØS-land og som markedsføres nasjonalt.

I følge artikkel 43(2) skal de medlemsland som tillater at alternative investeringsfond markedsføres til forbrukere innen 22. juli 2014 informere Kommisjonen og ESMA om hvilke typer alternative investeringsfond dette gjelder for. Det skal også informeres om hvilke tilleggskrav som er innført for slik markedsføring.

I følge punkt 71 i fortalen til direktivet skal verdipapirforetak som yter investeringstjenester ta hensyn til eventuelle tilleggskrav når det vurderes hvorvidt et bestemt fond er egnet eller hensiktsmessig som investering for en forbruker og hvorvidt det er tale om et komplekst finansielt instrument.

15.4 **Bakgrunnen for de norske reglene om markedsføring av spesialfond**

De norske reglene om etablering og markedsføring av spesialfond er som nevnt inntatt i verdipapirfondloven. Reglene trådte i kraft 1. Juli 2010 etter en lang utrednings- og lovprosess som startet med at Finanstilsynet i 2003 fikk i oppdrag å vurdere «om norske fond på generelt grunnlag fortsatt bør være avskåret fra å tilby enkelte produkter som kan innebære en høy risiko». I mandatet fra Finansdepartementet ble det lagt til grunn at profesjonelle investorer selv ville kunne foreta informerte investeringsvalg, forutsatt at investor mottok god og relevant informasjon om de aktuelle fondene. Finanstilsynet ble bedt om å vurdere om det burde innføres reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle investorer og andre investorer.

I høringsnotatet fra 2004 foreslo Finanstilsynet lovendringer som la til rette for etablering av norske spesialfond. Det ble foreslått at fondsforvaltningsselskaper skulle gis adgang til å tilby produkter som kunne innebære høy risiko, men bare til en nærmere definert krets av personer, såkalte «profesjonelle» investorer. For privatpersoner innebar forslaget et krav om en finansformue på minst 5 millioner kroner og et minstekrav om at minste tegningsbeløp utgjorde minst 500.000 kroner. Forslaget var begrunnet med at innføring av sentrale unntak fra plasseringsregler ville svekke det lovbestemte investorvernet i så stor grad at spesialfond bare burde kunne tilbys profesjonelle investorer. Reglene ville kunne føre til at enkeltpersoner som etter en konkret vurdering måtte anses som profesjonelle, ikke ville kunne investere i

spesialfond. Finanstilsynet mente at hensynet til disse personene måtte vike. Vernet av den alminnelige investor, det vil si den tryggheten allmennheten skal kunne føle ved å tegne andeler i et verdipapirfond, måtte gå foran.

Finansdepartementet fremmet i Ot. prp. nr. 36 (2007-2008) forslag om regler om spesialfond. Spesialfond omfattet hedgefond og andre lignende fondskonstruksjoner med adgang til å benytte et videre spekter av investeringsteknikker enn det som fulgte av verdipapirfondloven. Investeringer i denne type fond ville kunne medføre høyere risiko for tap sammenlignet med investeringer i alminnelige verdipapirfond. Departementet vurderte særlig hensynet til finansiell stabilitet og investorbeskyttelse ved vurderingen av om det burde åpnes for etablering av spesialfond. I kapittel 1 i proposisjonen fremgår følgende om investorbeskyttelse:

"*Når det gjelder hensynet til investorbeskyttelse, må det foretas en avveining mellom investorenes berettigede forventning om beskyttelse og spesialfondenes behov for fleksibilitet. Etter departementets vurdering vil hensynet til investorene kunne ivaretas på en hensiktsmessig måte ved å kreve at spesialfond bare kan selges til allmennheten gjennom en investeringsrådgiver med konsesjon etter verdipapirhandelloven eller forvaltningsselskapet selv, dersom det har gitt melding om at det yter tilleggstjenesten investeringsrådgivning. I tillegg foreslås særskilte informasjonskrav for denne type fond. Etter departementets syn er det verken nødvendig eller hensiktsmessig å forbeholde investeringer i norsketablerte spesialfond for profesjonelle investorer*."

Departementet la til grunn at en potensiell investor i spesialfond burde få kvalifisert hjelp til å foreta en vurdering av om spesialfond egnet seg som investering for den aktuelle investoren. Dersom spesialfond distribueres gjennom en investeringsrådgiver med konsesjon etter verdipapirhandelloven, ville reglene om investeringsrådgivning langt på vei «reparere» den svekkede beskyttelse som lå i de unntak spesialfond måtte ha etter verdipapirfondloven. Rådgiveren ville måtte foreta egnethetstesting etter reglene om god forretningsskikk og dermed pålegges en kontrollfunksjon med hensyn til en eventuell investering. Utfallet av en slik egnethetstest ville etter departementets oppfatning trolig kunne bli at mange spesialfond ville anses som uegnet for ikke-profesjonelle investorer. Departementet foreslo i proposisjonen at både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer ble gitt adgang til å investere i spesialfond, men slik at ikke-profesjonelle investorer bare kunne investere etter en forutgående investeringsrådgivning fra et verdipapirforetak eller et forvaltningsselskap.

I forskriften fra 2010 om ikrafttredelse av de nye reglene ble det fastsatt at spesialfond kun skulle kunne tilbys profesjonelle kunder. Departementet uttalte at investeringsrådgivningssegmentet ikke fungerte godt nok. Dette tilsa, i tillegg til at sentrale forskriftshjemler ikke var benyttet, at spesialfond bare kunne tilbys til profesjonelle kunder. Departementet mente dessuten at det måtte ses hen til den regulering som pågikk i EU på området (AIFM-direktivet).

I Prp. 149 L (2010-2011) om forslag til ny verdipapirfondlov forslo Finansdepartementet at spesialfond inntil videre fortsatt bare skulle kunne tilbys til profesjonelle kunder. Departementet mente at det var nødvendig å opparbeide noe mer erfaring med hvordan spesialfond fungerte i markedet, før det eventuelt ble vurdert å åpne opp for at spesialfond også kunne tilbys til ikke-profesjonelle investorer.

15.5 **Markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder**

15.5.1 Premisser for arbeidsgruppens vurderinger

Det er viktig at det er gode alternativer for sparing og investering i finansmarkedene, og som passer ulike kunders behov og risikotoleranse. En av myndighetenes oppgaver er å bidra til at forbrukernes rettigheter og interesser ivaretas overfor profesjonelle aktører som tilbyr finansielle tjenester, og at det er god konkurranse i disse markedene. Reguleringen bør være slik at forbrukerne trygt og effektivt kan benytte seg av finansielle tjenester.

Hensynet til forbrukerne er i de senere årene blitt sterkere vektlagt i reguleringen, blant annet gjennom mer detaljerte regler til kundebehandlingen i verdipapirhandelloven og gjennom innføring av et tilpasset informasjonsdokument i verdipapirfondloven (nøkkelinformasjon). Inntekstveksten blant husholdningene gjør at det er mer aktuelt for ikke-profesjonelle kunder å investere i finansielle instrumenter og andre alternative investeringsprodukter. Samtidig har produkt og markeder blitt mer komplekse og forbrukeren står overfor flere valg enn tidligere. Forbrukernes investeringsvalg har gjerne stor betydning for den enkeltes privatøkonomi og konsekvensene av feilinvesteringer kan bli alvorlige.

De vanligste alternativene for sparing og investering blant husholdningene er, foruten investering i fast eiendom, bankinnskudd, verdipapirfond, aksjeinvesteringer og pensjonssparing. De senere årene har det kommet til nye alternative investeringsprodukt med mer kompliserte egenskaper, og som krever skjerpet aktsomhet både fra de som tilbyr produktene og kundene. Også obligasjoner med høy kredittrisiko tilbys i dag til forbrukere.

Alternative investeringsfond spenner over et vidt spekter av ulike typer kollektive investeringsstrukturer. Enkelte utgjør komplekse strukturer med høy risiko, andre er relativt enkle og gjennomsiktige. Det finnes både åpne og lukkede fond med ulik likviditet og juridisk organisering. Så vidt arbeidsgruppen er kjent med finnes det ikke datagrunnlag som viser omfanget av husholdningens samlede investeringer i de ulike typer alternative investeringsfond. Ettersom aktive eierfond normalt retter seg mot institusjonelle og profesjonelle investorer, må det kunne legges til grunn at forbrukernes direkteinvesteringer i slike strukturer nærmest er fraværende. Verdipapirfondenes forening fører markedsstatistikker som omfatter nasjonale fond inndelt i ulike kundegrupper, herunder norske personkunder.

Arbeidsgruppen ser det i utgangspunktet som en fordel at forbrukerne har tilgang til ulike investeringsprodukt som kan dekke forskjellige behov og som kan gi en fornuftig diversifisering av formuen. Et større investeringsunivers kan gi bedre tilpassede produkter med hensyn til blant annet risikoprofil, tidshorisont, eksponering mot ulike bevegelser i markedet.

Det er ikke vanlig med regulering av de finansielle instrumentene som sådan, hverken i Norge eller ellers i Europa. Det er ingen godkjenningsordning ved lansering av nye investeringsprodukt. Unntaket er verdipapirfond som må oppfylle lovbestemte egenskaper, og som må ha tillatelse for å kunne selges. Forbud mot salg av bestemte investeringsprodukt, slik som forbudet mot salg av spesialfond til ikke-profesjonelle kunder, må kunne sies å utgjøre en type produktregulering. Lovgivningen stiller krav til de konsesjonspliktige foretakenes organisering og til hvordan tjenestene skal utføres. Herunder stilles det detaljerte krav til god forretningsskikk, informasjonskrav og foretakenes behandlings av interessekonflikter. Foretakenes etterlevelse av reglene skal følges opp gjennom et effektivt tilsyn og håndhevelse av regelbrudd.

Alternative investeringsprodukt kan i seg selv være velegnet som investeringsalternativ for både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. De svakheter som er avdekket i sparemarkedet de senere årene er gjerne at de samlede kostnader knyttet til kjøp er for høye, inkludert kostnader knyttet til lånefinansiering, at informasjonen om produktene er for dårlig og at rådgivningen ikke er kvalitativt god nok. Uegnet markedsatferd på tilbudssiden skyldes flere forhold. En viktig faktor har vært at produsenter og distributører har tjent mer på å selge enkelte produkt fremfor andre, og at selgerne har fått salgsbasert avlønning som har påvirket kundebehandlingen negativt. Foretak og rådgivere har satt hensynet til egen inntjening foran kundenes interesser. Erfaringer fra tilsyn har dessuten vist at kunnskapene om produktene blant selgere og rådgivere har vært mangelfulle.

Informasjonen om produktene er ofte komplisert og omfangsrik, og også til en viss grad lite balansert. Fordelene med produktet blir gjerne fremhevet uten at det samtidig informeres tilstrekkelig om risiko og kostnader. Det er også eksempler på at kundene er feilinformert om likviditet i et annenhåndsmarked. Informasjonen er ofte så vanskelig tilgjengelig og mangelfull at den ikke egner seg som grunnlag for forbrukernes investeringsbeslutninger. For at informasjonen skal ha en verdi for kunden må den være tilpasset forutsetningene til de ulike kundegruppene. Det har vist seg at forbrukerne som gruppe generelt har lite finansiell kunnskap og risikoforståelse. Dette må tilbyderne av finansielle produkter ta hensyn til når informasjonsmateriell utformes. Informasjonen bør også være så standardisert at det kan være mulig å sammenligne produkter fra ulike leverandører.

Det er en viktig del av forbrukerbeskyttelsen at det legges til rette for klageordninger som gjør at ikke-profesjonelle kunder kan få behandlet tvister om kjøp av finansielle tjenester på en effektiv måte. Foruten behandling ved domstolene kan norske forbrukere i dag få behandlet tvister med finansforetak innenfor tjenesteområdene forsikring, bank, finans og verdipapirfond hos Finansklagenemnda. Finansklagenemnda er et utenrettslig bransjebasert tvisteløsningsorgan, og det er gratis for forbrukere å bringe saker inn for behandling hos nemnda. Nemnda behandler klager på medlemmer av bransjeorganisasjonene som har opprettet nemnda eller klager på andre foretak som er tilsluttet nemnda på annen måte. Ut over dette kan Norges Fondsmeglerforbund ved Etisk Råd behandle klager fra kunder av forbundets medlemmer. Det er obligatorisk for medlemmene av bransjeorganisasjonene å være tilknyttet de to respektive klageordninger.

Dersom det tillates at alternative investeringsfond helt eller delvis markedsføres overfor ikke-profesjonelle investorer, anser arbeidsgruppen det som en fortsatt viktig del av forbrukerbeskyttelsen at forbrukere har tilgang til klageordninger utenom domstolene. Arbeidsgruppen antar at forbrukerklager som oppstår som følge av investeringer i alternative investeringsfond i stor grad vil kunne behandles i Finansklagenemnda, og at dette vil gi en tilfredsstillende beskyttelse av forbrukernes interesser hva gjelder tvisteløsning.

15.5.2 Vurdering av hovedalternativer – innføring av forbud

Å innføre et generelt forbud mot markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder vil langt på vei kunne være et effektivt tiltak for å hindre at slike produkt ble solgt til kunder som etter en faglig og veloverveid vurdering ikke burde erverve slike produkt. På den annen side vil et forbud innebære at denne kundegruppen ble avskåret fra å investere i en hel rekke ulike typer produkt som ikke-profesjonelle kunder i dag kan investere i,

og som kan være gode investeringsalternativer for ikke-profesjonelle kunder. Slik sett ville et forbud innebære en helomvending fra dagens situasjon.

Å innføre et generelt forbud vil være svært inngripende for den enkeltes handlefrihet, og noe som antas vil ramme flere enn de som vil være tjent med en slik form for beskyttelse. Et forbud vil ramme bredt og virke unyansert både med hensyn til de ulike typer produkt som da vil omfattes av forbudet, og sett i sammenheng med de finansielle instrument som fortsatt vil kunne tilbys til ikke-profesjonelle kunder, slik som for eksempel ulike typer derivater og sammensatte produkt. Et generelt forbud vil dessuten stenge for utvikling av gode kollektive investeringsprodukt til ikke-profesjonelle kunder. Et forbud vil ikke kunne forhindre at ikke-profesjonelle kunder kjøper slike produkt fra utenlandske aktører. Dessuten vil ikke-profesjonelle kunder kunne oppnå den samme eksponeringen gjennom investering i ulike "feeder" strukturer. Kundene vil da bli eksponert for den risiko som er forbundet med slike investeringer, men gjerne til langt høyere kostnader.

Arbeidsgruppen foreslår ikke at det innføres et generelt forbud mot markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. Det anses som et bedre alternativ å gå inn for økt investorvern gjennom innføring av ulike beskyttelsestiltak.

15.5.3 Vurdering av hovedalternativer – innføring av krav til investorbeskyttelse

Det er arbeidsgruppens utgangspunkt at en heller bør søke å etablere en mer treffende regulering gjennom innføring av ekstra beskyttelsestiltak dersom alternative investeringsfond skal kunne markedsføres overfor ikke-profesjonelle kunder. Etter arbeidsgruppens vurdering vil det være mulig å gi forbrukere tilstrekkelig forbrukervern i reguleringen uten å stenge for markedsføring til ikke-profesjonelle kunder. Innføring av beskyttelsestiltak bør suppleres med et effektivt tilsyn med de aktører som tilbyr alternative investeringsfond, og effektive sanksjonsbestemmelser. Ved denne vurderingen har arbeidsgruppen lagt særlig vekt på at innføring av beskyttelsestiltak i realiteten vil innebære en styrket forbrukerbeskyttelse sammenlignet med dagens situasjon. Det antas dessuten at innføring av ulike beskyttelsestiltak vil kunne utgjøre en etableringshindring som vil kunne stenge useriøse aktører ute fra markedet.

Etter arbeidsgruppens vurdering bør det innføres krav om tillatelse etter den nye loven for at forvaltere skal kunne markedsføre alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. Kravet om tillatelse bør med andre ord gjelde uansett størrelsen på den samlede kapital under forvaltning dersom forvalteren ønsker å markedsføre alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. På denne måten vil forvalterne bli underlagt de krav som følger av loven, blant annet til organisering, virksomhetsutøvelse og til å ha depotmottaker. Forvalteren vil dermed også bli underlagt kontroll i form av offentlig tilsyn. Sett fra investors ståsted vil det være uheldig om det kun er enkelte av de største aktørene, og som gjerne retter seg mot de institusjonelle kundene, som skal være underlagt kravene til tillatelse. Krav om tillatelse som forvalter vil bety at forslaget begrenses til alternative investeringsfond som forvaltes av forvaltere med tillatelse i Norge eller et annet EØS-land. De svakheter som er avdekket i markedsatferden på sparemarkedet de senere årene bør etter arbeidsgruppens vurdering møtes med krav til god forretningsskikk i kundebehandlingen og informasjonskrav. Ettersom kravene til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven er mer detaljert enn det som følger av AIFMD og arbeidsgruppens forslag til regulering, foreslås at verdipapirhandelovens regler bør komme til anvendelse ved markedsføring og salg av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle

kunder. Dette vil kreve at forvalteren ved salg av alternative investeringsfond gjennomfører testing av kunden slik at en sikrer at investeringen passer til den enkeltes investeringsmål, risikotoleranse og kunnskapsnivå. Dette vil sikre like regler til god forretningsskikk uansett om det er forvalteren eller et verdipapirforetak som tilbyr andeler i fondene.

Av hensyn til kontrollarbeidet, både hos forvalteren og tilsynsmyndigheten, bør det også innføres krav om dokumentasjonsplikt etter mønster av verdipapirhandelloven. Det bør stilles krav om at forvalteren dokumenterer hvordan kundebehandlingen er utført, slik at det i ettertid kan være mulig å kontrollere dette. En slik dokumentasjonsplikt vil også kunne bidra til raskere avklaring av tvister mellom foretak og kunde.

Som nevnt ovenfor er den skriftlige informasjonen om finansielle produkter ofte mangelfull, og ikke tilpasset kundegruppen. Den er ofte omfattende, og sentral informasjon, slik som opplysninger om risikoforhold og samlede kostnader kan være vanskelig tilgjengelig eller helt utelatt. Etter arbeidsgruppens vurdering bør en ved markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder innføre krav om utarbeidelse av nøkkelinformasjon etter mønster av verdipapirfondloven. Nøkkelinformasjonen må gis investor i god tid før kunden investerer i fondet og være oversendt tilsynsmyndigheten før markedsføringen kan starte. Dokumentet vil være kortfattet og skal kunne gi den informasjonen som er nødvendig for at kunden skal kunne fatte en velinformert investeringsbeslutning. Nøkkelinformasjonen må inneholde informasjon om sentrale forhold som investeringsstrategi, kostnader og risiko. Arbeidsgruppen antar at det vil være behov for at kravene til nøkkelinformasjonen tilpasses de ulike typer av alternative investeringsfond og at de nærmere regler om innhold, format og fremstilling fastsettes ved forskrift. I det såkalte PRIPS initiativet foreslås det også å innføre krav om utarbeidelse av nøkkelinformasjon for en rekke investeringsprodukt. Etter det arbeidsgruppen forstår er det fortsatt usikkert når endelige EU-regler blir vedtatt og vil tre i kraft. Arbeidsgruppen har derfor ikke tatt stilling til hvilke eventuelle tilpasninger som må gjøres ved gjennomføringen av PRIPS.

Arbeidsgruppen har vurdert hvorvidt det bør stilles krav til notering på regulert marked for at et alternativt investeringsfond skal kunne markedsføres til ikke profesjonelle kunder. Dette vil innebære visse krav til likviditet og til utstederens informasjonsplikter, for eksempel i form av utstedelse av prospekt. Det vises her til børsloven § 24 om at et regulert marked skal ha regler som sørger for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte. Notering på regulert marked vil dessuten gi transparens i form av offentliggjøring av priser.

Arbeidsgruppen ser at et krav om notering vil kunne gi kundene mulighet til å selge seg ut av investeringene og å få oppgjør i form av kontanter. Dessuten vil et krav om notering utgjøre en etableringsterskel som kan bidra til å stenge useriøse aktører ute. På den annen side vil et krav om notering kunne gi økte administrative kostnader for utstederne, noe som vil kunne veltes over på kundene i form av økte gebyrer. Økte gebyrer vil redusere avkastningspotensialet for kundene. Et krav om notering vil ikke innebære en garanti for at kundene til enhver tid får solgt seg ut i et annenhåndsmarked. Dessuten vil notering på regulert marked være egnet til å kunne misbrukes i markedsføringen ved å gi produkt et uriktig kvalitetsstempel. Av denne grunn har arbeidsgruppen kommet til at det ikke bør innføres et krav om notering på regulert marked. Det må informeres klart om likviditetsrisikoen i nøkkelinformasjonen slik at kundene kan vurdere om en finansielt er i stand til å håndtere risikoen.

Det kan anføres at de mest profesjonelle forvaltere av alternative investeringsfond kun retter seg mot profesjonelle kunder, og at de som ikke klarer å reise kapital innenfor det profesjonelle markedet retter seg mot ikke-profesjonelle kunder. Markedsføring mot småsparere krever et fordyrende distribusjonsapparat. Dette kan føre til at det er produkt med dårligere egenskaper som markedsføres mot det ikke-profesjonelle markedet. Enkelte produkt er for kostbare til å kunne gi en forventet positiv avkastning. Andre forvaltes av forvaltere uten særlig kompetanse og erfaring. De institusjonelle kundene har ressurser til å kunne vurdere investeringsalternativene på en kvalitativt god måte, slik at disse ikke går inn i mange av de produkt som ikke burde ha vært markedsført. Dette kunne tilsi at en stilte krav til salg av et visst omfang til profesjonelle kunder før en tillot markedsføring av fondet mot ikke-profesjonelle. Dette kan være en effektiv måte å begrense salg av dårlige investeringsprodukt på. Arbeidsgruppen antar at det vil være vanskelig å praktisere en slik regel for alle typer investeringsfond. Dessuten vil ikke salg til profesjonelle kunder sikre at produktet passer som investeringsalternativ for den enkelte. Arbeidsgruppen har derfor ikke vurdert noe nærmere en slik regel.

Som nevnt er det ikke vanlig med produktregulering innenfor det finansielle markedet. En løsning med mer produktspesifikk regulering vil etter arbeidsgruppens vurdering være vanskelig å praktisere treffende i et innovativt marked, og vil dessuten kunne gi forbrukere et feilaktig bilde av den risiko som alltid vil være forbundet med investeringsprodukt. Flertallet i arbeidsgruppen, alle med unntak av representanten fra Forbrukerombudet, jf. dissens inntatt i kapittel 15.5.4, mener det vil være vanskelig å praktisere en godkjenningsordning før nye finansielle instrumenter lanseres. En slik ordning må spesifisere hvilke kriterier som skal ligge til grunn for en godkjenning, for eksempel for likviditetsrisiko, markedsrisiko, kostnader og informasjonsmateriell. Dette utgjør skjønnsmessige tema som kan være vanskelig å fastsette og praktisere på en måte som vil gi aktørene tilstrekkelig forutberegnelighet. Dessuten kan en offentlig godkjenning av et alternativt investeringsfond skape et uriktig inntrykk av at produktet egner seg som investeringsalternativ for den enkelte. Det er ofte ikke noe i veien med produktet som sådan, i mange saker er det gjerne informasjonen til kundene som har vært mangelfull. Dessuten vil en godkjenningsordning være svært ressurskrevende å administrere. Flertallet i arbeidsgruppen vil derfor ikke foreslå en generell ordning med offentlig godkjenning før et alternativ investeringsfond kan markedsføres til ikke-profesjonelle kunder.

Arbeidsgruppen vil derimot foreslå at Finanstilsynet, på nærmere bestemte vilkår, gis mulighet til å legge ned forbud mot salg av alternative investeringsfond som etter en konkret vurdering ikke bør markedsføres til ikke-profesjonelle kunder. Finanstilsynet bør kunne ha mulighet til å gripe inn i form av markedsføringsforbud for å sikre investorbeskyttelsen og det finansielle systemet. Det vises her også til forslag til EU forordning, MiFIR artikkel 32, der det foreslås at det innføres denne type inngrepshjemmel. En slik hjemmel kan for eksempel tenkes benyttet dersom fondet er etablert med avtaler som inneholder urimelige forretningsmessige vilkår, eller dersom kostnadene forbundet med å investere i fondet er så høye at det med stor sannsynlighet avskjærer muligheten til en positiv avkastning.

Arbeidsgruppen vil videre foreslå at forvaltere må være tilsluttet en ekstern minnelig klageordning for behandling av tvister mellom forvalter og ikke-profesjonelle kunder. Arbeidsgruppen legger til grunn at både eksisterende klageorganer og nye klageordninger kan benyttes, og at det må være opp til forvalterne selv å vurdere hvordan dette bør ordnes, gitt at visse minimumskrav til forsvarlig tvistebehandling sikres. Forvalter må opplyse om

tvisteordningen i søknad om tillatelse som forvalter av alternative investeringsfond dersom det er tale om å markedsføre fond til ikke-profesjonelle kunder.

Medlemmene fra Finansdepartementet er positive til de foreslåtte tiltakene for å styrke forbrukervernet som vil gjelde i tillegg til de krav som gjelder for investeringsrådgivning etter verdipapirhandelloven. Tiltakene som foreslås vil skape et ekstra sikkerhetsnett for ikke-profesjonelle investorer, og styrke denne kundegruppens beskyttelse. Medlemmene støtter forslagene, men viser samtidig til at flere alternative investeringsfond har en struktur som gjør at de er lite egnet for investering for ikke-profesjonelle. Hensikten med tiltakene må være å bringe forbrukerbeskyttelsen opp på et nivå som gir tilstrekkelig trygghet for de ikke-profesjonelle investorene, selv om det skulle svikte i rådgivningsleddet. Finansdepartementets medlemmer er av den oppfatning at de foreslåtte tiltakene er gode virkemidler for å bidra til dette, men tar ikke stilling til hvorvidt forbrukerbeskyttelsen, med de foreslåtte tiltakene, er brakt opp på et tilstrekkelig høyt nivå.

15.5.4 Vurdering av hovedalternativer – bør forbudet mot å markedsføre spesialfond til ikke-profesjonelle videreføres?

Som det fremgår foran bør det etter arbeidsgruppens vurdering fortsatt tillates at alternative investeringsfond markedsføres til ikke-profesjonelle kunder, dog slik at det innføres et styrket investorvern gjennom innføring av blant annet bestemte krav til god forretningsskikk og informasjonsdokument. Det som en her må ta stilling til er om spesialfond står i en slik særstilling at det fortsatt bør gjelde et forbud mot salg til ikke-profesjonelle kunder for denne typen alternative investeringsfond.

Det ble tillatt å etablere spesialfond som en type verdipapirfond i 2010. Spesialfond har unntak fra enkelte sentrale bestemmelser som gjelder for UCITS fond og andre nasjonale verdipapirfond. Blant annet gjelder dette krav til likviditet og plasseringsbegrensninger. Spesialfond står friere til å benytte ulike investeringsteknikker som shortsalg, bruk av derivater og låneopptak. Spesialfond innebærer andre former for risiko sammenlignet med investering i andre typer verdipapirfond, men kan på den annen side også gi andre muligheter i form av for eksempel avkastning i et fallende marked.

Ettersom spesialfond er regulert som et verdipapirfond vil de øvrige bestemmelsene i verdipapirfondloven gjelde, herunder at spesialfond kun kan etableres av et forvaltningsselskap som har tillatelse og er underlagt tilsyn. Det stilles dessuten krav til forvaltningsselskapets organisering, virksomhet og informasjon til investor. Det kreves særskilt tillatelse til å etablere spesialfond og det stilles bestemte krav til vedtektene, risikostyring, føring av andelseierregister og depotmottaker. Lovens regler om god forretningsskikk og likebehandling av andelseierne gjelder fullt ut. Andelseierne er ikke ansvarlige for fondets forpliktelser utover andelsinnskuddet og andelseierne plikter ikke å gjøre ytterligere innskudd i fondet. Andelseierne er med andre ord beskyttet mot å tape mer enn andelsinnskuddet.

Ettersom det ikke er åpnet for å kunne markedsføre spesialfond til ikke-profesjonelle kunder finnes det ikke direkte erfaringer å bygge vurderingene på. De erfaringer som finnes er hentet fra den profesjonelle delen av markedet. Det er per i dag kun registrert seks norsketablerte spesialfond. I tillegg er det tildelt markedsføringstillatelse til 12 utenlandske spesialfond. Brorparten av de utenlandske spesialfondene forvaltes av eller har tilknytning til norske

verdipapirforetak eller forvaltningsselskaper, og samtlige er opprettet i andre EØS-land. Det har med andre ord vært begrenset interesse for å markedsføre spesialfond i Norge etter at det ble åpnet for dette i 2010. Det lave antallet og det faktum at Finanstilsynet har begrenset tilsyn med de utenlandske spesialfondene som markedsføres i Norge, gjør at det er lite erfaringsgrunnlag. Etter det arbeidsgruppen er kjent med er det ikke registrert negative saker eller klager knyttet til spesialfond i Norge.

Begrepet "hedgefond" benyttes som en fellesbetegnelse for fond som har relativt frie rammer for forvaltningen sammenlignet med ordinære verdipapirfond og som ofte har som målsetting å skape positiv avkastning uavhengig av markedsutviklingen. Hedgefond er en uensartet gruppe kollektive investeringer som kan ha ulik juridisk organisering og ansvarsforhold. De hedgefond som er organisert som verdipapirfond må følge reglene for spesialfond i verdipapirfondloven. Andre hedgefond, for eksempel fond som er organisert etter selskapslovgivningen, er ikke underlagt en tilsvarende regulering og kan i dag i utgangspunktet markedsføres til ikke-profesjonelle kunder. Når fremtidige regler for spesialfond skal vurderes er det viktig å se disse i sammenheng med hvilke andre alternative investeringsfond med lignende egenskaper som tilbys på markedet.

Etter arbeidsgruppens vurdering vil det være en lite hensiktsmessig sammenheng i regelverket dersom en fremover skal tillate markedsføring av alle typer alternative investeringsfond med unntak av spesialfond, som i motsetning til de fleste andre alternative investeringsfond er underlagt regulatoriske rammer. Sammenlignet med enkelte andre typer slike fond utgjør ikke spesialfond en gruppe kollektive investeringsfond som investorene særskilt må vernes mot i form av salgs- og markedsføringsforbud. De spesialfond som markedsføres i Norge i dag er underlagt mer "ordnede forhold" gjennom reguleringen enn mange andre kollektive investeringsprodukt. I lys av at en gjennom AIFMD vil få en harmonisert regulering av forvaltningen av alle typer kollektive investeringer som ikke er UCITS, og det økte investorvernet som foreslås ved salg av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder, vil det kunne gi et feilaktig inntrykk i markedet å fortsatt stå igjen med et forbud mot å markedsføre spesialfond til ikke-profesjonelle kunder.

Risikoen for tap og kompleksiteten i investeringsstrategien knyttet til mange spesialfond vil kunne innebære at produktet må anses uegnet som investeringsalternativ for ikke-profesjonelle kunder. På den annen side vil spesialfond kunne være et egnet investeringsprodukt der investor har en godt diversifisert portefølje og vilje og evne til å tåle risikoen. Etter arbeidsgruppens vurdering vil en løsning der det åpnes for salg av spesialfond til ikke-profesjonelle investorer etter forutgående investeringsrådgivning, slik som tidligere vedtatt av Stortinget, kunne gi en bedre tilpasset regulering. Forslaget vil innebære en styrking av investorvernet sammenlignet med den regulering Stortinget vedtok om spesialfond i 2010 ved at det i tillegg foreslås innført krav om utarbeidelse av nøkkelinformasjon og at myndighetene får hjemmel til å gripe inn i form av å kunne nedlegge forbud mot salg av spesialfond, tilsvarende det som foreslås for andre typer alternative investeringsfond. Dette vil bidra til at kundene får et bedre beslutningsgrunnlag, og gi myndighetene en mulighet til å gripe inn ved å forby markedsføring og salg av spesialfond i enkeltsaker.

Verdipapirfondloven § 7-7 annet ledd inneholder en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler for markedsføring av spesialfond, herunder hvem spesialfond kan tilbys

til. Arbeidsgruppen foreslår at denne hjemmelen benyttes og at nærmere regler vurderes i forbindelse med utarbeidelse av forskrifter til lov om forvaltning av alternative investeringsfond.

Medlemmet fra Forbrukerombudet frykter at flertallets forslag ikke gir et tilstrekkelig sterkt forbrukervern og mener alternative investeringsfond, herunder spesialfond, først bør kunne selges til forbrukere etter tillatelse fra Finanstilsynet.

Medlemmet er enig i at det ikke er grunnlag for et regulatorisk skille mellom spesialfond og andre alternative fond. Mindretallet støtter også kravene til investorbeskyttelse som er fremsatt av arbeidsgruppen. Regler om god forretningsskikk med rådgivningskrav som egnethetsvurdering og nøkkelinformasjon m.m. er viktige tiltak som vil gi god forbrukerbeskyttelse dersom reglene følges. Erfaring tilsier imidlertid at slike krav ikke alltid følges opp av dem som selger produktene. Den foreslåtte inngrepshjemmelen, om at Finanstilsynet skal kunne nedlegge forbud mot salg av alternative fond som ikke er egnet for forbrukere, vil kunne løse noe av dette problemet, men antageligvis først reaktivt, etter at produktene har vært på markedet i en periode. Medlemmet mener det her ligger en reell fare for at uegnede spareprodukter, med stort tapspotensiale, havner på forbrukermarkedet, og selv om salgsomfanget blir begrenset, er konsekvensene for den enkelte forbruker så alvorlige at dette tilsier en strengere regulering.

Medlemmet mener derfor at det i likhet med reglene for verdipapirfond må kreves tillatelse før det enkelte alternative investeringsfondet, herunder spesialfond, tilbys på forbrukermarkedet. Departementet bør med hjemmel i verdipapirfondloven § 7-7 annet ledd, og en tilsvarende hjemmel i den nye loven, fastsette nærmere regler for kriteriene som må oppfylles for at produktet kan tilbys forbrukere, noe som også vil gi aktørene som utvikler og selger produktene forutberegnelighet. Finanstilsynet kan da ut fra retningslinjene i forskriftene gi tillatelse etter søknad. Det er etter medlemmets syn ikke vanskeligere å foreta de skjønnsmessige vurderingene dette måtte innebære før produktet lanseres enn etter det er lansert, i et etterfølgende forbudsvedtak. Den forutberegneligheten en forskrift gir, vil også kunne begrense antall søknader om tillatelse for uegnede produkter, noe som igjen vil redusere de økonomiske konsekvensene for Finanstilsynet ved en slik ordning.

15.6 Reglene for markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle i enkelte andre land

15.6.1 Sverige

I Sverige kan spesialfond markedsføres til ikke-profesjonelle investorer etter lag (2004:46) om investeringsfonder (”LIF”). Andre alternative investeringsfond enn spesialfond kan markedsføres etter tilsvarende regime som i Norge. Det skilles ikke mellom ulike kategorier investorer.

I SOU 2012:67 (Forvaltare av alternativa investeringsfonder) foreslås regler for gjennomføring av AIFMD i svensk rett. Det foreslås at gjeldende regler for markedsføring av spesialfond i all hovedsak videreføres uendret. Utvalget anser det ikke som et realistisk alternativ å innføre et forbud mot å markedsføre andre alternative investeringsfond enn spesialfond til ikke-profesjonelle kunder. For at slike fond skal kunne markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, foreslås at enkelte særskilte krav oppfylles. Andeler i slike fond må som hovedregel være opptatt til handel på regulert marked, enten som fondsandeler eller aksjer. Dessuten foreslås at det

utarbeides et lettfattelig faktablad som skal inneholde den informasjon som er nødvendig for at investorene skal kunne vurdere fondet og den risiko som er forbundet med en investering. For enkelte lukkede fond (”risikokapitalfond”) foreslås unntak fra kravet om faktablad og notering på regulert marked.

I SOU 2012:67 foreslås at samtlige av direktivets bestemmelser skal få anvendelse for forvaltere som vil markedsfører alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer. Slik arbeidsgruppen forstår dette vil det, uansett fondenes størrelse og de terskelverdier som er fastsatt, stilles krav til tillatelse for at forvaltere av alternative investeringsfond skal kunne markedsføre fondene til ikke-profesjonelle kunder.

15.6.2 Danmark

Finanstilsynet i Danmark sendte forslag til "lov om forvaltere af alternative investeringsfonde", som gjennomfører AIFMD, og forslag til endring av "lov om investeringsforeninger m.v.". på høring 12. desember 2012. Høringsfristen utløp 9. januar 2013.

Arbeidsgruppen forstår forslaget slik at forvaltere med tillatelse til å forvalte alternative investeringsfond fra Finanstilsynet må ha særskilt tillatelse for å markedsføre andeler overfor ikke-profesjonelle kunder ("detailinvestorer"). Registrerte forvaltere kan ikke få en slik tillatelse. Det fremgår ikke hvilke krav som skal stilles til en forvalter som ønsker å markedsføre alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer, men forslaget inneholder en adgang for Finanstilsynet til å fastsette vilkår, herunder regler for markedsføring. Arbeidsgruppen er ikke kjent med hvilke vilkår som vil bli stilt.

Lov om investeringsforeninger er foreslått endret, slik at de nåværende "specialforeninger, hedgeforeninger, godkendte fåmandsforeninger, professionelle foreninger, ikkegodkendte fåmandsforeninger og andre kollektive investeringsordninger" som er omfattet av denne loven fremover skal reguleres i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde. Lov om investeringsforeninger vil etter forslaget utelukkende regulere UCITS (investeringsforeninger), SIKAV’er (selskaber for investering med kapital der er variabel) og værdipapirfonde. Arbeidsgruppen forstår det slik at de investeringsstrukturene som tas ut av lov om investeringsforeninger ikke vil være under direkte tilsyn av Finanstilsynet.

15.6.3 Storbritannia

Storbritannia har særskilte nasjonale regler for markedsføring av ulike typer av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. Arbeidsgruppen forstår det slik at myndighetene har til hensikt å videreføre disse regelsettene så langt det lar seg gjøre i samsvar reglene i AIFMD, se høringsdokumentet "Transposition of the Alternative Investment Fund Managers Directive" fra HM Treasury datert 11. januar 2013. Dette gjelder så vidt arbeidsgruppen forstår det "Non-UCITS Retail Schemes" ("NURS"), som er underlagt liknende krav som UCITS, og kan sammenlignes med norske nasjonale fond, utenlandske NURS ("Recognised schemes") og "Invest trusts". Sistnevnte er lukkede fond som er noterte og har godkjent prospekt etter prospektreglene. I tillegg kan QIS (Qualified Investor Schemes) og UCIS (Unregulated Collective Investment Schemes) markedsføres til enkelte grupper av ikke-profesjonelle investorer. Disse investeringsstrukturene omfatter mange hedgefond og aktive eierfond. Det

synes ikke å foreligge forlsag om å verken utvide eller begrense gruppen av investorer som disse fondene kan markedsføres til. Høringsfristen er 27. februar 2013.

16 TILSYN OG SANKSJONER

16.1 Kompetent myndighet

16.1.1 EØS-rett

I følge AIFMD artikkel 44 skal medlemslandene utpeke et offentlig organ som skal utføre de oppgaver som er tillagt kompetent myndighet etter direktivet. Medlemsstatene skal kreve at kompetent myndighet etablere tilsynsmetoder for å kontrollere at forvalterne oppfyller forpliktelsene etter direktivet.

Direktivet viser også til kompetent myndighet for den som skal være depotmottaker for alternative investeringsfond. Det vises her til definisjonene i artikkel 4(1)(g). Utgangspunktet er at kompetent myndighet for depotmottaker er den myndighet som allerede er utpekt til å være dette etter andre direktiv og regler. Dersom depotmottakersom er en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak, er kompetent myndighet den som er utpekt til å være dette etter henholdsvis bankdirektivet eller MiFID. For en nærmere redegjørelse om hvem som er tilsynsmyndighet for depotmottaker vises det til behandlingen foran under kapitel 13.

16.1.2 Arbeidsgruppens forslag

Finanstilsynet fører tilsyn med institusjonene på finansmarkedet, herunder blant annet verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Finanstilsynets virksomhet er regulert i finanstilsynsloven. Finanstilsynet skal se til at institusjoner under tilsyn virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og vedtekter. Finanstilsynet behandler søknader om tillatelser og andre forvaltningssaker fra institusjoner under tilsyn. På bakgrunn av Finanstilsynets rolle er det etter arbeidsgruppens vurdering naturlig at Finanstilsynet utpekes som tilsynsmyndighet i Norge. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en bestemmelse i loven der det fremgår uttrykkelig at Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelse av lovens bestemmelser.

Det vises til utkastet § 8-1.

16.2 Tilsynsmyndighetens kompetanse og administrative sanksjoner

16.2.1 EØS-rett

I følge artikkel 46(1) skal kompetent myndighet gis den myndighet som er nødvendig for å utføre de oppgaver som pålegges etter direktivet. Bestemmelsen må sees i sammenheng med artikkel 2(4) som forutsetter at medlemsstatene treffer nødvendig tiltak for å sikre at forvalterne etterlever direktivet. Tilsynsmyndigheten skal kunne utføre myndigheten direkte, i samarbeid med andre myndigheter, gjennom delegering av oppgaver til andre organer eller ved begjæring til rettsinstanser.

I artikkel 46(2) listes opp følgende beføyelser som den kompetente myndighet skal ha:

a) tilgang til ethvert dokument i enhver form samt å kunne få en kopi av dokumentet,
b) kreve at enhver person knyttet til forvalterens eller fondets virksomhet gir informasjon og om nødvendig innkalle og stille spørsmål til personer,
c) gjennomføre stedlig tilsyn,
d) kreve utlevert eksisterende trafikkdata knyttet til telefon- og datakommunikasjon,
e) kreve opphør av virksomhet som utøves i strid med regler for gjennomføring av direktivet,
f) kreve frysing eller beslag av aktiva,
g) kreve midlertidig forbud mot å utøve virksomhet,
h) kreve at forvaltere med tillatelse, depotmottakere eller revisorer fremlegger informasjon,
i) vedta tiltak for å sikre at forvalter eller depotmottaker fortsetter å overholde kravene i direktivet,
j) kreve suspensjon av utstedelse, tilbakekjøp eller innløsning av andeler av andeler av hensyn til andelseiernes eller offentlighetens interesse,
k) tilbakekalle tillatelsen til forvalter eller depotmottaker,
l) henvise saker til påtalemyndigheten,
m) tillate at revisorer eller eksperter utfører kontroller og undersøkelser.

Dersom tilsynsmyndigheten i en medlemsstat finner at en forvalter etablert i tredjestat med tillatelse gitt av denne tilsynsmyndigheten ikke oppfyller forpliktelsene etter direktivet, skal ESMA informeres så fort som mulig.

Kompetent myndighet skal ha kompetanse til å vedta nødvendige tiltak for sikre velfungerende markeder i de tilfeller der ett eller flere alternative investeringsfond som er aktivt i markedet vil kunne true et velfungerende marked.

I følge AIFMD artikkel 48(1) skal medlemslandene fastsette hvilke tiltak og sanksjoner som skal kunne iverksettes ved brudd på bestemmelser som gjennomfører direktivet, og som sikrer at reglene håndheves. Det må kunne vedtas hensiktsmessige sanksjoner mot de personer som er ansvarlige for brudd på bestemmelsene. Medlemsstatene skal sørge for at tiltakene vil være effektive, proporsjonale og avskrekkende.

Kompetent myndighet skal etter artikkel 48(2) ha adgang til å offentliggjøre tiltak som iverksettes ved brudd på direktivets bestemmelser, med mindre offentliggjøring vil skade det finansielle markedet på en alvorlig måte, vil være ødeleggende for investorene, eller innebære uforholdsmessig skade for involverte parter.

I følge artikkel 48(3) skal ESMA utarbeide en årsrapport om anvendelsen av administrative tiltak og sanksjoner ved brudd på direktivets bestemmelser i de ulike medlemsstatene. Kompetent myndighet skal gi ESMA de opplysninger som er nødvendig for dette formålet.

16.2.2 Arbeidsgruppens forslag

For å kunne sikre at forvalterne etterlever regelverket er det viktig at tilsynsmyndigheten får enkelt tilgang til opplysninger og effektive håndhevelsesmidler. Arbeidsgruppen foreslår at kompetent myndighet gis de beføyelser som følger av artikkel 46. Beføyelsene er langt på vei

utformet på samme måte som de tilsvarende reglene i UCITS-direktivet, og artikkel 46 tilsvarer langt på vei artikkel 98 i UCITS-direktivet. Det foreslås at reglene så langt det passer følger systemet for tilsvarende hjemler i verdipapirfondloven.

Det foreslås en bestemmelse om at finanstilsynsloven kommer til anvendelse for tilsynet med forvaltere av alternative investeringsfond. Dette vil i så fall også følge av finanstilsynsloven § 1 første ledd nr. 20. Ved å la finanstilsynsloven kommer til anvendelse vil Finanstilsynet få den kompetansen som tilsynet har overfor andre institusjoner under tilsyn på finansområdet, herunder kreve opplysninger og gjøre undersøkelser etter § 3 og fatte vedtak om pålegg etter § 4.

I prp. 149 L (2010-2011) om lov om verdipapirfond er det foretatt en gjennomgang av de enkelte beføyelser og hvordan disse anses gjennomført. Arbeidsgruppen legger til grunn at de vurderinger som er lagt til grunn i proposisjonen om gjennomføring av direktivets bestemmelser om beføyelsene til kompetent myndighet vil gjelde tilsvarende for gjennomføring av AIFMD artikkel 46.

Arbeidsgruppen foreslår at opplysningspliktene i artikkel 46 gjennomføres ved tilsvarende regulering som i verdipapirfondloven § 11-3. I tillegg vil finanstilsynsloven § 3 etter forslaget komme til anvendelse. Det samme foreslås for tilgang til foreliggende trafikkdata knyttet til telefon- og datatrafikk. Kompetansen til å utføre stedlig tilsyn foreslås gjennomført ved Finanstilsynets adgang til å foreta inspeksjoner i medhold av finanstilsynsloven. Det legges til grunn at de alminnelige reglene om arrest i tvisteloven kapittel 33, og reglene om beslag etter straffeprosessloven kapittel 16, vil være tilstrekkelige til å oppfylle direktivets krav på disse områdene.

Kompetent myndighet skal kunne kreve opphør av handlinger som strider mot direktivet, kreve midlertidig forbud mot yrkesutøvelse, og fastsette tiltak som kan sikre at forvalter eller depotmottaker fortsatt oppfyller krav etter direktivet. Arbeidsgruppen foreslår at direktivets krav gjennomføres ved å foreslå en tilsvarende bestemmelse som verdipapirfondloven § 11-4 om pålegg om retting. Forslaget om å la finanstilsynsloven komme til anvendelse vil innebære at Finanstilsynet vil kunne gi pålegg om å stanse virksomhet som drives uten tillatelse i medhold av finanstilsynsloven § 4a.

Direktivets krav om at tilsynsmyndighetene skal kunne kreve suspensjon av utstedelse, tilbakekjøp eller innløsning av andeler foreslås gjennomført ved forslag til § 8-4 fjerde ledd. Tilbakekall av tillatelse til forvalter eller depotmottaker foreslås gjennomført ved forslag til § 8-5.

Finanstilsynet kan i medhold av finanstilsynsloven § 2 engasjere revisorer og personer med annen fagkyndighet til å til å utføre oppdrag innenfor tilsynets arbeidsområde. Finanstilsynet kan også oppnevne utvalg til å forestå selvstendige granskninger. Direktivets bestemmelser om å kunne engasjere eksperter foreslås gjennomført ved å la finanstilsynsloven komme til anvendelse. Arbeidsgruppen finner det naturlig at kompetent myndighet gis adgang til å anmelde forhold til strafferettslig forfølgelse. Dette vil, slik forslaget foreligger, kunne gjøres med hjemmel i finanstilsynsloven § 6 om anmeldelse til påtalemyndigheten.

Når det gjelder bruken av administrative sanksjoner er det etter arbeidsgruppens vurdering naturlig å ta utgangspunkt i de regler som gjelder i verdipapirfondloven og verdipapirhandelloven. Det er her hjemler for å pålegge retting og å fatte vedtak om tilbakekall av tillatelser. Det vil være naturlig å avpasse de administrative sanksjonene etter graden av lovbrudd og hvilke interesser som har blitt tilsidesatt. Det vises her til den praksis Finanstilsynet har i saker som gjelder sanksjonering. Tilbakekall av tillatelser vil være mest inngripende for foretaket. Det må foreligge sterke grunner for at tillatelser skal kunne tilbakekalles. Dette vil for eksempel kunne være aktuelt dersom det for alvorlige brudd på kravene til god forretningsskikk.

Kommisjonen har lagt frem forslag til et direktiv om endring av UCITS-direktivet som inneholder endringer av sanksjonsbestemmelsene. Ettersom forslaget ikke er endelig vedtatt, og sannsynlig gjennomføring i Norge vil ligge noe frem i tid, har ikke arbeidsgruppen funnet det hensiktsmessig å se nærmere hen til dette forslaget.

Det antas at det ikke er behov for å innføre særskilte regler om offentliggjøring av tiltak og sanksjoner. Offentleglova vil gjelde som ramme for hva som kan offentliggjøres.

I utkast til § 8-4 foreslås lovbestemmelser som gjennomfører AIFMDs regler om tilsynsmyndighetens kompetanse og administrative sanksjoner.

16.3 **Tilsynsmyndighet ved grenseoverskridende virksomhet**

16.3.1 EØS-rett

Hovedregelen er at det er kompetent myndighet i forvalterens hjemstat som skal ha ansvaret for tilsynet med forvalteren. Dette følger av artikkel 45(1), og gjelder uavhengig av om forvalteren forvalter eller markedsfører et alternativt investeringsfond i en annen medlemsstat.

Dersom en forvalter utfører forvaltning eller markedsføring av alternative investeringsfond gjennom en filial etablert i en annen medlemsstat, har kompetent myndighet i vertstaten tilsynet med at reglene i artikkel 12 om god forretningsskikk og artikkel 14 om håndtering av interessekonflikter etterleves. Dette følger av artikkel 45(2).

Kompetent myndighet i vertsstaten kan kreve av forvalter som forvalter eller markedsfører alternative investeringsfond i vertsstaten skal gi slike opplysninger som anses nødvendig for at vertsstaten skal kunne utføre sine tilsynsoppgaver. Dette gjelder uavhengig av om forvalteren har etablert en filial i versstaten eller ikke, jf. artikkel 45(3). De forpliktelser som vertstaten pålegger forvalter skal ikke være mer omfattende eller byrdefulle en de som pålegges forvaltere etablert i vertstaten (har vertstaten som hjemstat).

Bestemmelsene i artikkel 45(4) til (6) regulerer prosedyre for samarbeid, informasjonsutveksling og håndheving av brudd på bestemmelser i forbindelse med grenseoverskridende virksomhet. Bestemmelsene må ses i sammenheng med direktivets regler for markedsføring og salg, jf. punkt 14.

Dersom forvalter ikke overholder bestemmelser som vertstatsmyndigheten har ansvaret for, følger det av artikkel 45 (4) at kompetent myndighet i vertstaten skal kreve at forvalteren bringer det lovstridige forholdet til opphør, og varsler kompetent myndighet i forvalterens hjemstat.

Dersom forvalter ikke bringer lovbruddet til opphør eller ikke fremlegger slik informasjon som kompetent myndighet i vertstaten krever, skal vertsstatens tilsynsmyndigheter informere kompetent myndighet i forvalterens hjemstat. Hjemstatens tilsynsmyndigheter skal deretter gjennomføre de tiltak som er nødvendig for at forvalteren legger frem de forespurte opplysninger, eller bringer lovbruddet til opphør. Kompetent myndighet i vertstaten skal informeres om hvilke tiltak som gjennomføres. Dersom det er aktuelt skal kompetent myndighet i hjemstaten anmode tilsynsmyndigheter i aktuelle tredjestater om at de forespurte opplysningene legges frem.

Dersom forvalteren ikke innretter seg til tross for at kompetent myndighet har behandlet saken, kan tilsynsmyndighetene i vertsstaten etter først å ha informert kompetent myndighet i hjemstaten, iverksette nødvendige tiltak for å forhindre eller straffe lovbrudd. Om nødvendig kan kompetent myndighet i vertstaten nekte forvalteren å gjennomføre transaksjoner i vertsstaten og å avvikle forvaltningen av de aktuelle fond. Dette følger av artikkel 45(6).

Dersom en forvalter av alternative investeringsfond opptrer på en måte som er klart er til skade for interessene til de berørte investorene til et alternativt investeringsfond eller markedenes integritet eller finansielle stabiliteten i forvalterens vertsstat, kan kompetent myndighet, etter først å ha informert kompetent myndighet i hjemstaten, vedta de tiltak som er nødvendig for å beskytte investorene og markedets integritet og stabilitet. Dette følger av artikkel 45(8).

Kompetent myndighet i vertstaten skal i følge artikkel 45 (8) kunne håndtere saker som gjelder forhold utenfor vertstatens tilsynsansvar. Dersom tilsynsmyndighetene i vertsstaten har god grunn til å tro at en forvalter ikke oppfyller slike forpliktelser etter direktivet, skal kompetent myndighet i vertstaten informere kompetent myndighet i hjemstaten. Kompetent myndighet i hjemstaten skal deretter iverksette nødvendige tiltak og, hvis nødvendig også anmode om ytterligere opplysninger fra tilsynsmyndighetene i en tredjestat.

Prosedyrene beskrevet i artikkel 45(7) og (8) kommer også til anvendelse der kompetent myndighet i vertsstaten har gode grunner for å være uenig med referansemedlemsstaten om tildeling av tillatelse til en forvalter etablert i en tredjestat.

Dersom det er uenighet mellom kompetente myndigheter om de tiltak som er iverksatt i samsvar med artikkel 45(4) til (9), kan saken henvises til ESMA. ESMA kan så behandle saken i samsvar med den myndighet ESMA er tildelt i henhold til artikkel 19 i forordning (EU) nr. 1095/2010, jf. artikkel 45(10).

I følge artikkel 45(11) skal ESMA bistå i forhandlinger og ved inngåelse av de samarbeidsavtaler som direktivet forutsetter skal inngås mellom kompetente myndigheter i medlemsstatene og eventuelle tredjeland.

16.3.2 Arbeidsgruppens forslag

Bestemmelsene i artikkel 45 retter seg i stor grad mot medlemsstatene og regulerer prosedyrer for samarbeid og informasjonsutveksling som ikke anses nødvendig å regulere i detalj i nasjonal lovgivning. Det foreslås at det inntas bestemmelser tilsvarende verdipapirfondloven §§ 12-1 – 12-4 om tilsynet med utenlandsk forvaltningsselskap med hovedsete i en annen EØS stat m.v. Det vises til utkastet kapittel 9.

AIFMD artikkel 45(10) som tillegger ESMA myndighet ved behandling av tvister mellom kompetente myndigheter Arbeidsgruppen foreslår ikke regler for gjennomføring av denne bestemmelsen.

16.4 **Straff**

16.4.1 EØS-rett

Direktivet inneholder ikke straffebestemmelser, og begrenser heller ikke medlemsstatenes adgang til å fastsette strafferettslige sanksjoner.

16.4.2 Arbeidsgruppens forslag

Etter arbeidsgruppens vurdering bør det innføres straffebestemmelser i loven etter tilsvarende mønster som verdipapirfondloven. Etter verdipapirfondloven § 11-6 straffes forsettlig eller uaktsom overtredelse av særskilte bestemmelser. Medvirkning straffes på samme måte. Arbeidsgruppen mener også at det ikke bør være forskjell i strafferettslig reaksjon mellom utenlandske og norske forvaltere i denne sammenheng.

Det vises til utkastet § 8-6.

16.5 **Begrunnelse for vedtak og domstolsprøving**

16.5.1 EØS-rett

I følge artikkel 49 skal beslutninger som fattes etter bestemmelser som gjennomfører direktivet begrunnes og det skal gis skriftlig underretning. Dette gjelder herunder enhver beslutning om avslag på tillatelse eller tilbakekall av tillatelse til å forvalte eller markedsføre alternative investeringsfond.

Beslutningene skal kunne undergis domstolsprøving. Retten til domstolsprøving skal også gjelde dersom søknad om tillatelse ikke er behandlet innen seks måneder etter at søknaden ble fremsatt.

16.5.2 Arbeidsgruppens forslag

De alminnelige reglene om vedtak i forvaltningsloven, herunder om saksforberedelse og begrunnelse vil komme til anvendelse for de vedtak som fattes av den kompetente myndigheten. Vedtak vil også kunne påklages til overordnet myndighet etter forvaltningsloven kapitel VI. Tvistemålsloven vil komme til anvendelse for domstolsprøvingen av forvaltningsvedtak. Arbeidsgruppen legger til grunn at direktivets bestemmelser er oppfylt gjennom bestemmelser i forvaltningsloven og tvistemålsloven, og foreslår derfor ikke forslag til regler på dette punkt.

16.6 **ESMAs arbeid og kompetanse**

16.6.1 EØS-rett

Artikkel 47 gjelder ESMAS arbeid og kompetanse. ESMA kan utarbeide retningslinjer for tildeling av tillatelser og rapporteringsforpliktelser. Bestemmelsen regulerer videre taushetsplikt for ESMAs ansatte og ved utveksling av informasjon mellom ESMA og andre myndigheter.

I følge artikkel 47(3) kan ESMA i henhold til artikkel 9 i forordning (EU) nr. 1095/2010, anmode tilsynsmyndigheter om å iverksette følgende tiltak:

a) Forby markedsføring i EØS-området av andeler eller aksjer i alternative investeringsfond som forvaltes av forvaltere etablert i en tredjestat eller forvaltere etablert i EØS-området uten tillatelse som forutsatt i artikkel 37, melding som forutsatt i artikkel 35, 39 og 40, eller tillatelse fra den aktuelle medlemsstaten som forutsatt i artikkel 42.
b) Innføre restriksjoner for forvaltere etablert i en tredjestat i forbindelse med et alternativt investeringsfond når det foreligger for høy risikokonsentrasjon på et bestemt marked på grunnlag av grenseoverskridende virksomhet.
c) Innføre restriksjoner for forvaltere etablert i en tredjestat i forbindelse med et alternativt investeringsfond hvis aktivitet potensielt utgjør en sentral motpartsrisiko for en kredittinstitusjon eller en annen systemkritisk institusjon.

Før ESMA anmoder nasjonale tilsynsmyndigheter om å innføre eller fornye noen av de ovennevnte tiltak, skal ESMA rådføre seg med ESRB og andre relevante myndigheter. Videre skal ESMA også informere tilsynsmyndighetene i forvalterens referansestat og eventuelle vertsstater om beslutning om anmodning som angitt i artikkel 47(4). Meldingen skal inneholde opplysninger om forvalteren og virksomheten tiltakene gjelder, varighet samt årsak og tilhørende dokumentasjon. ESMA skal videre, minst hver tredje måned, gjennomgå de tiltak som er vedtatt. Dersom tiltak ikke fornyes, oppheves tiltaket. Referansestatens tilsynsmyndigheter kan be ESMA om å revurdere tiltaksbeslutningen i samsvar med fremgangsmåten fastsatt i artikkel 44(1) annet avsnitt i forordning (EU) nr. 1095/2010.

16.6.2 Arbeidsgruppens forslag

Ettersom hverken ESMA-forordningen (No. 1095/2010) som etablerer ESMA ("the European Securities and Markets Authority") eller AIFM-direktivet pr. dags dato er innlemmet i EØS-avtalen, foreslås ikke forslag for gjennomføring av bestemmelsene i artikkel 47.

16.7 **Samarbeid mellom tilsynsmyndigheter**

16.7.1 EØS-rett

Det er flere bestemmelser i direktivet som regulerer informasjonsutveksling mellom tilsynsmyndighetene i forskjellige EØS-land, ESMA og ESRB. Disse bestemmelsene knytter seg først og fremst til forskjellige situasjoner i forbindelse med grenseoverskridende virksomhet. I artikkel 50 til 55 reguleres generelle krav til informasjonsutveksling og samarbeid mellom ulike myndigheter.

Etter artikkel 50(1) skal tilsynsmyndighetene i medlemsstatene samarbeide med hverandre og med ESMA og ESRB når det er nødvendig for å utføre oppgaver eller for å utøve sin kompetanse i henhold til direktivet og nasjonal rett. Medlemsstatene skal legge til rette for det samarbeidet som følger av bestemmelsen. De kompetente myndigheter skal utøve myndigheten slik at det fremmer samarbeid, også der det er tale om overtredelser av regler i andre medlemsstater som ikke anses som overtredelser i myndighetenes hjemland. De kompetente myndigheter skal så fort som mulig gi hverandre og ESMA de opplysninger som er nødvendig for at disse skal kunne utføre forpliktelsene etter direktivet.

I artikkel 50 reguleres videre blant annet deling av og informasjon om samarbeidsavtaler inngått i samsvar med artikkel 35, 37 eller 40. Artikkel 50(6) gir Kommisjonen hjemmel til å fastsette tekniske standarder om prosedyrer for informasjonsutveksling.

I artikkel 51 fastsettes at direktiv 95/46/EC (personverndirektivet) eller forordning no. 45/2001 skal gjelde ved utveksling av personopplysninger mellom ulike tilsynsmyndigheter. Slike data skal maksimalt oppbevares i 5 år.

Artikkel 52 regulerer overføring av informasjon til tredjeland, og artikkel 53 regulerer overføring av informasjon fra tilsynsmyndigheter om potensielle systemkritiske konsekvenser ved forvalteraktivitet. Sistnevnte omfatter en plikt til å dele slik informasjon med andre berørte tilsynsmyndigheter samt EMSA/ESRB. Kommisjonen er gitt hjemmel til å fastsette tekniske standarder som spesifiser hvilken type informasjon plikten omfatter.

I artikkel 54 reguleres samarbeidet om tilsynsaktiviteter mellom de ulike tilsynsmyndighetene, og i artikkel 55 er det fastsatt en tvisteløsningsmekanisme der uenighet mellom ulike kompetente myndigheter kan forelegges ESMA.

16.7.2 Arbeidsgruppens forslag

Bestemmelsene i artikkel 50 til 55 retter seg i første rekke mot medlemslandene og pålegger ikke plikter til andre. Bestemmelsene tillegger ESMA myndighet dersom det oppstår uenighet mellom medlemslandene. Arbeidsgruppen foreslår at det inntas en bestemmelse om tilsynssamarbeid tilsvarende verdipapirfondloven § 12-4.

Det foreslås for øvrig ikke bestemmelser som gjelder ESMAs rolle. Det vises her til det som er sagt om dette under kapittel 1.2.

Arbeidsgruppen viser til lovutkastet § 9-4.

17 SLUTTBESTEMMELSER, OVERGANGSREGLER OG ENDRINGER I ANDRE LOVER

AIFMD kapittel X (artikkel 56-71) inneholder sluttbestemmelser av ulik karakter. De fleste bestemmelsene er av en art som ikke krever gjennomføring i norsk lovgivning.

17.1 **Overgangsregler**

Medlemstatene skal etter artikkel 66 gjennomføre direktivet i nasjonal rett innen 22. juli 2013. I artikkel 61 er det gitt overgangsregler som i hovedsak retter seg mot forvaltere som driver forvaltning av alternative investeringsfond før denne dato. Slike forvaltere skal treffe alle tiltak som er nødvendig for å overholde nasjonal lovgivning som gjennomfører direktivet, og må søke om tillatelse innen ett år fra gjennomføringsfristen, det vil si innen 22. juli 2014.

Markedsføring av andeler eller aksjer i AIF-er i henhold til et prospekt som er utarbeidet og offentliggjort i henhold til prospektdirektivet før 22. juli 2013 berøres ikke av AIFMD artikkel 31, 32 og 33 i den perioden prospektet er gyldig (i utgangspunktet 12 måneder, jf. verdipapirhandelloven § 7-12).

Forvaltere som forvalter lukkede AIF-er som ikke foretar ytterligere investeringer etter den 22. juli 2013, kan fortsette å forvalte slike AIF-er uten tillatelse etter direktivet.

Forvaltere som forvalter lukkede AIF-er der tegningsperioden for investorer er utløpt før 22. juli 2013, og som er opprettet for et tidsrom som utløper senest tre år etter den 22. juli 2013, kan fortsette å forvalte slike AIF-er uten å måtte overholde direktivet, med unntak av artikkel 22 om årsrapport og, dersom det er relevant, artikkel 26 til 30.

Kompetent myndighet kan tillate at kredittinstitusjoner som er etablert i en annen medlemsstat enn der fondet er etablert, kan utpekes som depotmottaker inntil 22. juli 2017. Artikkel 25 skal likevel komme til anvendelse, med unntak av artikkel 25(5)(a).

Arbeidsgruppen legger til grunn at det vil være behov for å innføre overgangsordninger tilsvarende de regler som følger av direktivet. Dette særlig av hensyn til forutberegnelighet og behovet for å gjøre tilpasninger for forvaltere av alternative investeringsfond og investorene i slike fond. Dette veier særlig tungt for forvaltere som i dag er uregulerte og investorene i slike fond. Videre vil Finanstilsynet kunne ha behov for overgangsregler for å behandle søknader og registreringer.

Fra hvilket tidspunkt og hvor lenge overgangsreglene bør gjelde vil være avhengig av tidspunktet for ikrafttredelsen av det nye regelverket i Norge, og eventuelle tilpasninger ved innlemmelsen av direktivet i EØS-avtalen. Ettersom dette på nåværende tidspunkt står uavklart, legges det ikke frem konkrete forslag til tidspunkt for overgangsordninger.

17.2 **Andre sluttbestemmelser**

Artikkel 56-59 inneholder regler om kommisjonens kompetanse til å fastsette gjennomføringsregler og delegerte rettsakter.

Artikkel 67 regulerer prosessen for senere ikrafttredelse av artikkel 35 og 37 til 41, og som gjelder forhold knyttet til tredjeland. ESMA skal blant annet evaluere hvordan markedsføringspasset etter artikkel 32 og 33 har fungert og systemet for markedsføringstillatelse etter artikkel 36 og 42. For en nærmere omtale av disse reglene vises det til kapittel 14.

I følge artikkel 69 skal kommisjonen innen 22. juli 2017 foreta en gjennomgang av hvordan direktivet har virket. Kommisjonen skal legge frem en rapport for Europaparlamentet og -rådet med eventuelle forslag til endringer.

17.3 **Endringer i andre direktiv og forordninger**

I artikkel 62 gjøres det endringer i direktiv 2003/41/EF (tjenestepensjonsdirektivet) artikkel 2(2)(b) og artikkel 19(1). Endringen i artikkel 2(2)(b) innebærer at tjenestepensjonsdirektivet ikke kommer til anvendelse for foretak som omfattes av AIFM-direktivet. I følge den nye artikkel 19(1) skal medlemsstatene ikke begrense pensjonskassenes adgang til å sette bort porteføljeforvaltningen til forvaltere av alternative investeringsfond.

I artikkel 63 endres UCITS-direktivet ved at det inntas en ny artikkel 50a, samt at artikkel 112(2) og 112a(1) erstattes. Det innføres en bestemmelse i UCITS-direktivet tilsvarende AIFMD artikkel 17. Kommisjonens gis myndighet til å utarbeide delegerte rettsakter om adgangen til å investere i verdipapiriserte posisjoner.

I artikkel 64 endres artikkel 4(1) i forordning (EF) nr. 1060/2009 (om kredittvurderingsbyråer), slik at også alternative investeringsfond omfattes av bestemmelsen. På denne måten kan forvaltere kun benytte kredittvurderinger i reguleringsøyemed, hvis vurderingene er utstedt av kredittvurderingsbyrå på visse forutsetninger.

I artikkel 65 endres artikkel 1(2) i forordning (EU) nr. 1095/2010 (om etablering av ESMA) slik at AIFM-direktivet omfattes. På denne måten forankres ESMAs myndighet knyttet til AIFM-direktivet.

Etter arbeidsgruppens vurdering er det kun endringene i tjenestepensjonsdirektivet artikkel 19(1) som gjør det nødvendig med tilpasninger. Arbeidsgruppen foreslår at det vedtas et tillegg i forsikringsvirksomhetsloven § 7-7 tredje ledd som gir pensjonskasser adgang til å inngå avtale om kapitalforvaltning med forvaltere av alternative investeringsfond som har tillatelse til å yte individuell porteføljeforvaltning (aktiv forvaltning). Det foreslås en presisering i loven om at dette også gjelder for forvaltningsselskap for verdipapirfond.

Arbeidsgruppen ser at det for øvrig kan være grunn til å vurdere endringer i forsikringsvirksomhetsloven § 6-2 tredje ledd og finansieringsvirksomhetsloven § 2-16 annet ledd, slik at AIF-forvaltere med tillatelse inngår i den gruppen av foretak som henholdsvis forsikringsselskaper og kredittinstitusjoner kan eie uten hinder i eierbegrensningsregler.

Arbeidsgruppen kan ikke se at endringene i UCITS-direktivet medfører behov for endringer i verdipapirfondlovgivningen. Tilpasninger må innarbeides når de delegerte rettsaktene foreligger og tatt inn i EØS-avtalen. Arbeidsgruppen antar at verdipapirfondloven § 6-1 tredje ledd gir hjemmelsgrunnlag til å vedta nærmere regler om plassering i verdipapiriserte posisjoner.

Forordning nr. 1060/2009 og 1095/2010 er per dags dato ikke gjennomført i norsk rett. Arbeidsgruppen legger til grunn at de ovennevnte endringer i forordningene blir vurdert i forbindelse med en eventuell fremtidig gjennomføring i norsk rett.

18 ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER AV GJENNOMFØRINGEN AV AIFMD

18.1 Generelt

Ved gjennomføring av AIFM-direktivet vil forvaltere av alternative investeringsfond underlegges harmonisert regulering og tilsyn i EØS-området. Hensikten med reguleringen er å møte europeiske myndigheters ønske om kontroll med en gruppe finansielle aktører som har stor betydning for velfungerende markeder i Europa, men som hittil ikke har vært underlagt felleseuropeisk regulering og kontroll. Et viktig formål er også å legge til rette for et internt marked for alternative investeringsfond i Europa.

Direktivet innebærer både rettigheter og plikter for aktørene som omfattes. Forvaltere som blir underlagt konsesjonsplikt eller velger å søke tillatelse, underlegges blant annet krav til kapital, krav til organisering av virksomheten og rapporteringsforpliktelser overfor tilsynsmyndigheten. På den annen side vil disse aktørene kunne benytte seg av direktivets passportregler og dermed oppnå en enklere markedsadgang.

Arbeidsgruppen har ikke gjennomført eller innhentet analyser av de økonomiske og administrative konsekvensene av en gjennomføring av direktivet. Vurderingene nedenfor er basert på mer generelle vurderinger.

18.2 Konsekvenser for forvaltere av alternative investeringsfond som ikke omfattes av verdipapirfondloven

Gjennomføring av AIFM-direktivet i norsk rett innebærer at en ny gruppe forvaltere blir underlagt regulering og tilsyn. Arbeidsgruppen legger til grunn at det i dag bare er et fåtall forvaltere i Norge som har en samlet forvaltningskapital av en størrelse som innebærer at konsesjonsplikt inntrer. Forvaltere som vil markedsføre alternative investeringsfond grensekryssende etter meldesystemet, må ha tillatelse uavhengig av størrelsen på samlet forvaltningskapital. Det samme gjelder for forvaltere av alternative investeringsfond etablert i andre land.

Det er nærliggende å forvente at det vil bli et konkurransefortrinn å ha tillatelse etter AIFMD, og etter hvert muligens også markedsstandard, slik at det vil bli nødvendig med tillatelse for å tiltrekke seg visse kategorier investorer. Arbeidsgruppen har foreslått at forvaltere som skal markedsføre andeler eller aksjer i alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder, skal underlegges krav om konsesjon uansett størrelsen på forvaltningskapitalen. Antallet forvaltere som vil søke om tillatelse etter det nye regelverket er vanskelig å anslå, men er derfor ventet å bli vesentlig høyere enn det antallet som plikter å søke om tillatelse.

Forvaltere av alternative investeringsfond som ikke er underlagt regulering og tilsyn, vil måtte tilpasse seg omfattende nye krav til virksomheten. Arbeidsgruppen antar at gjennomføring av de nye kravene vil medføre betydelig økte kostnader for disse forvalterne, og da særlig i startfasen.

De største aktørene antas allerede å ha de vesentligste systemer på plass, for eksempel systemer for risikostyring og ulike kontrollfunksjoner. Det antas likevel at også disse aktørene vil påføres vesentlige kostnader gjennom tilpasning av eksisterende interne rutiner. Forvalterne vil måtte

styrke kontrollfunksjonen og systemene for risikostyring, og gjøre interne organisatoriske endringer. Kostnadene antas å bli relativt høyere for de mindre aktørene, ettersom disse gjerne vil måtte fastsette nye rutiner og etablere ny intern organisering. Slike forvaltere antas ikke i dag å ha en compliance- eller risikostyringsfunksjon som tilfredsstiller kravene.

Samtlige forvaltere som i dag ikke omfattes av verdipapirfondloven og som søker konsesjon, vil måtte oppnevne depotmottaker for fond under forvaltning. Dette vil innebære et nytt kostnadselement. For forvaltere som i dag benytter administrator til å utføre enkelte av depotmottakers oppgaver, antas at konsekvensene blir noe mindre.

Enkelte kategorier forvaltere driver i dag virksomhet som går ut over den virksomhetsbegrensning som vil gjelde for forvaltere med konsesjon. Disse aktørene vil påføres ekstrakostnader som følge av omorganisering, da deler av virksomheten må skilles ut og personell allokeres.

Innføring av tilsyn og offentlig regulering kan skape positive økonomiske effekter i form av forsterket tillit blant investorene og lettere tilgang til andre lands markeder i EØS-området. Konkurransen antas å bli styrket, noe som generelt kan lede til lavere marginer for aktørene.

Forvaltere av alternative investeringsfond som ikke underlegges konsesjonsregimet, vil bli underlagt krav til registrering samt periodisk rapportering. Dette vil medføre noe økte kostnader for disse forvalterne.

Forvaltere som blir underlagt krav om tillatelse og tilsyn ved gjennomføring av AIFM-direktivet vil i likhet med alle andre foretak under tilsyn måtte betale årlig tilsynsavgift, jf. finanstilsynsloven § 9. Arbeidsgruppen har ikke tatt stilling til hvordan tilsynsavgiften skal beregnes for disse aktørene. Arbeidsgruppen antar at det er naturlig å ta utgangspunkt i reglene som gjelder for beregning av tilsynsavgift for forvaltningsselskap for verdipapirfond.

De forvalterne som ikke underlegges krav om tillatelse og tilsyn men som underlegges registrerings- og rapporteringsplikter, bør dekke tilsynets utgifter knyttet til disse oppgavene. Selv om disse forvalterne ikke underlegges tilsynsregimet som følger av direktivet, vil Finanstilsynet måtte avsette ressurser i forbindelse med registrering, rapportering og eventuelle analyser. Finanstilsynet har erfart at oppfølging av rapportering for liknende tilsynsgrupper kan være ressurskrevende. For denne gruppen er det imidlertid mer naturlig å se hen til reglene om tilsynsavgift for andre grupper hvor Finanstilsynet har avgrensede oppgaver, for eksempel regnskapskontrollen som gjennomføres etter verdipapirhandelloven § 15-1 tredje ledd, se finanstilsynsloven § 9 første ledd fjerde punktum. Etter dette mønsteret vil Finanstilsynets utgifter forbundet med registrering og rapportering av forvaltere av investeringsfond som ikke omfattes av konsesjonsregime, bæres av de registrerte forvalterne i utligningsåret.

18.3 **Konsekvenser for forvaltere som allerede er regulerte gjennom verdipapirfondloven**

Arbeidsgruppen legger til grunn at kostnadene ved gjennomføring av AIFM-direktivet for forvaltere av nasjonale fond blir til dels vesentlig lavere enn for forvaltere av andre alternative investeringsfond. Dette fordi denne gruppen allerede er underlagt regulering og tilsyn, og at gjeldende krav for disse i store trekk samsvarer med kravene som følger av direktivet. Økte kostnader vil likevel påløpe for å tilpasse seg det nye regelverket. Interne rutiner må blant annet

oppdateres, og for enkelte vil reguleringen innebære behov for å gjøre organisatoriske endringer. Disse forvalterne kan også få merkostnader knyttet til nødvendige endringer i avtaler med depotmottaker.

18.4 **Konsekvenser for depotmottakere**

Forslaget inneholder krav om depotmottaker for en rekke fond som det etter gjeldende lovgivning ikke stilles slike krav til. Dette betyr at markedet for å tilby tjenester som depotmottaker blir utvidet. Det er i dag bare er fem kredittinstitusjoner som tilbyr depotmottakertjenester for verdipapirfond, og det er vanskelig å forutsi om det vil komme til andre aktører som vil tilby slike tjenester. Konkurransesituasjonen kan også ha betydning for hvilke kostnader kravet til depotmottaker medfører for forvalterne. Etter forslaget vil også andre enn kredittinstitusjoner og verdipapirforetak kunne oppnevnes som depotmottaker for visse typer alternative investeringsfond som kan karakteriseres som lukkede fond. Dette kan åpne for at en ny gruppe aktører vil tilby slike depotmottakertjenester, og generelt virke til at prisene for depotmottakertjenester ikke øker like mye.

18.5 **Konsekvenser for investorer i alternative investeringsfond**

Investorer i alternative investeringsfond hvor forvalteren blir underlagt konsesjonsplikt, vil få økt beskyttelse ved at slike forvaltere blir underlagt tilsyn og offentligrettslige krav. For forvaltere som skal markedsføre andeler eller aksjer i alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer har arbeidsgruppen foreslått et krav om tillatelse uavhengig av om samlet forvaltningskapital er lavere enn terskelverdiene i artikkel 3(2).

Det er usikkert om og i hvilken grad merkostnadene ved innføring av regelverket vil lede til økte kostnader for investorene knyttet til investering i alternative investeringsfond. Økt grad av gjennomsiktighet og konkurransesituasjon vil kunne bidra til at kostnadene ved investering i alternative investeringsfond ikke øker like mye som det de forventede økte kostnadene for forvalter skulle tilsi.

18.6 **Konsekvenser for offentlig forvaltning**

Arbeidsgruppens forslag til innføringen av AIFM-direktivet i norsk rett innebærer nye oppgaver for Finanstilsynet idet nye foretak blir underlagt et konsesjons- og tilsynsregime. Det vil kreves økte ressurser for å kunne utføre de tilsyns- og forvaltningsoppgaver den nye lovgivningen forutsetter. Det må blant annet etableres systemer for rapportering fra foretakene og gjennomføres løpende stedlig og dokumentbasert tilsyn. Selv om omfanget av, og fremgangsmåten for, Finanstilsynets rapporteringsforpliktelser til ESMA ikke er avklart, vil det måtte påregnes at også dette vil medføre økt ressursbehov når spørsmålene er avklart. De nye oppgavene for Finanstilsynet vil med andre ord medføre økt ressursbehov, herunder behov for bemanning med nødvendig kunnskap om den regulerte bransjen. Dette vil medføre økte kostnader for Finanstilsynet. Arbeidsgruppen legger til grunn at reguleringen også vil medføre noe økte kostnader for Finansdepartementet, blant annet som følge av at Finansdepartementet vil bli klageorgan for Finanstilsynets vedtak.

ooo0ooo

Lov om forvaltning av alternative investeringsfond

Innhold

Kapittel 1. Innledende bestemmelser ... 3
§ 1-1. Virkeområde ... 3
§ 1-2. Definisjoner ... 3
§ 1-3. Annen lovgivnings anvendelse ... 4
§ 1-4. Forskriftshjemler ... 4
§ 1-5. Lovens anvendelse for visse foretak ... 4
Kapittel 2. Forvalter ... 4
§ 2-1. Fastsettelse av forvalter ... 4
§ 2-2. Krav om tillatelse for forvalter ... 5
§ 2-3. Unntak fra krav om tillatelse for forvalter ... 5
§ 2-4. Registrering og rapportering for forvalter uten tillatelse ... 5
§ 2-5. Søknad om tillatelse ... 6
§ 2-6. Vilkår for tillatelse ... 6
§ 2-7. Foretakets ledelse ... 6
§ 2-8. Ansvarlig kapital ... 7
§ 2-9. Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse, mv. ... 7
Kapittel 3. Forvalters virksomhet ... 7
§ 3-1. Organisering av virksomheten ... 7
§ 3-2. God forretningsskikk ... 8
§ 3-3. Interessekonflikter ... 8
§ 3-4. Primærmegler ... 8
§ 3-5. Utkontraktering ... 9
§ 3-6. Godtgjørelsesordninger ... 9
§ 3-7. Risikostyring ... 9
§ 3-8. Finansiell giring ... 10
§ 3-9. Likviditetsstyring ... 10
§ 3-10. Verdivurdering ... 10
§ 3-11. Gjennomføring av verdivurdering ... 10
§ 3-12. Informasjonsplikt ved oppnåelse av kontroll ... 11
§ 3-13. Flagging av erverv av større eierandeler ... 11
§ 3-14. Utdelingsbegrensninger mv. ... 11
Kapittel 4. Informasjonsplikter ... 12
§ 4-1. Årsrapport ... 12

§ 4-2. Pliktig informasjon til investor før investering ... 12
§ 4-3. Periodisk informasjonsplikt ... 13
Kapittel 5. Depotmottaker ... 14
§ 5-1. Plikt til å ha depotmottaker ... 14
§ 5-2. Krav til depotmottaker ... 14
§ 5-3. Depotmottakerens oppgaver ... 14
§ 5-4. Utkontraktering av depotmottakerens oppgaver ... 15
§ 5-5. Ansvar ... 16
§ 5-6. Opplysningsplikt overfor tilsynsmyndigheten ... 17
§ 5-7. Forskriftshjemmel ... 17
Kapittel 6. Markedsføring ... 17
§ 6-1. Markedsføring av alternative investeringsfond ... 17
§ 6-2. Markedsføring av fond forvaltet av norsk forvalter i annen EØS-stat ... 17
§ 6-3. Markedsføring av fond forvaltet av forvalter etablert i annen EØS-stat i Norge ... 18
§ 6-4. Norske forvalteres virksomhet i andre EØS-land ... 18
§ 6-5. Forvaltere etablert i annen EØS-stat ... 19
§ 6-6. Adgang for norske forvaltere til å forvalte fond etablert utenfor EØS, som ikke markedsføres i EØS ... 19
§ 6-7. Markedsføring av fond etablert utenfor EØS med forvalter etablert i EØS ... 19
§ 6-8. Markedsføring av fond etablert utenfor EØS med forvalter etablert utenfor EØS ... 20
§ 6-9. Forskriftshjemmel ... 20
Kapittel 7. Markedsføring til ikke-profesjonelle investorer i Norge ... 20
§ 7-1. Markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer ... 20
§ 7-2. Nøkkelinformasjon ... 22
§ 7-3. Krav til god forretningsskikk ... 22
§ 7-4. Språk ... 22
Kapittel 8. Tilsyn ... 22
§ 8-1. Tilsynsmyndighet ... 22
§ 8-2. Opplysningsplikt ... 22
§ 8-3. Periodisk rapportering ... 22
§ 8-4. Pålegg om retting ... 23
§ 8-5. Endring, tilbakekall og bortfall av tillatelse ... 23
§ 8-6. Straff ... 24
Kapittel 9. Tilsyn med grensekryssende virksomhet ... 24
§ 9-1. Opplysningsplikt ... 24
§ 9-2. Pålegg om retting mv. ... 24
§ 9-3. Tilsyn med markedsføring av utenlandsk alternativt investeringsfond ... 25

§ 9-4. Tilsynssamarbeid 25
Kapittel 10. Ikrafttredelse og overgangsbestemmelser 25
§ 10-1. Ikrafttredelse 25
§ 10-2. Overgangsregler 25
§ 10-3. Endringer i andre lover 26

Kapittel 1. Innledende bestemmelser

§ 1-1. Virkeområde

(1) Loven gjelder for virksomhet i Norge, med mindre noe annet er bestemt. Kongen kan gi forskrift om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen og kan fastsette særlige regler under hensyn til stedlige forhold.

§ 1-2. Definisjoner

(1) I denne lov forstås med:

1. 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.

2. Forvalter: foretak som på forretningsmessig basis driver forvaltning av alternative investeringsfond.

3. Forvaltning: porteføljeforvaltning og risikostyring for alternative investeringsfond.

4. Resultatavhengig vederlag: andel av det alternative investeringsfondets overskudd som tilfaller forvalteren som godtgjørelse for forvaltningen, unntatt andel av overskudd som tilfaller forvalter som følge av direkte eller indirekte investering i fondet.

5. Finansiell giring: økning av eksponeringen til et alternativt investeringsfond gjennom innlån av penger, verdipapirer, derivatposisjoner eller på annen måte.

6. Tilføringsfond: alternativt investeringsfond som investerer minst 85 % av sine eiendeler i et annet alternativt investeringsfond, i flere andre alternative investeringsfond med like investeringsstrategier eller på annen måte har en eksponering på minst 85 % av sine eiendeler mot slikt alternativt investeringsfond.

7. Markedsføring: direkte eller indirekte tilbud om kjøp eller plassering av andeler i alternativt investeringsfond på forvalterens initiativ eller på vegne av forvalteren.

8. Mottakerfond: alternativt investeringsfond som et tilføringsfond har eksponering mot.

9. Nærstående:

1. selskap hvor vedkommende har eller kontrollerer minst 20 prosent av stemmerettighetene eller selskapets kapital,

2. selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, og

3. to eller flere fysiske eller juridiske personer som er permanent forbundet til den samme person gjennom kontroll som nevnt i punkt 2.

10. Primærmegler: kredittinstitusjon, verdipapirforetak eller annet regulert foretak underlagt tilsyn og som tilbyr tjenester til profesjonelle investorer for å finansiere eller utføre transaksjoner i finansielle instrumenter som motpart, herunder oppgjørstjenester, oppbevaringstjenester, utlån av finansielle instrumenter.

11. Profesjonell investor: Profesjonell kunde som nevnt i verdipapirforskriften § 10-2, eller kunde som behandles som profesjonell etter §§ 10-4 og 10-5.

12. Ikke-profesjonell investor: Annen investor enn profesjonell investor.

§ 1-3. Annen lovgivnings anvendelse

(1) Departementet kan i forskrift fastsette at verdipapirhandelloven med forskrifter skal gjelde for virksomhet som nevnt i § 2-2 annet og tredje ledd.

§ 1-4. Forskriftshjemler

(1) Departementet kan ved forskrift fastsette nærmere regler om adgangen for forvaltere til å investere i verdipapiriserte posisjoner og krav til forvaltere som skal investere i verdipapiriserte posisjoner.

§ 1-5. Lovens anvendelse for visse foretak

(1) Loven gjelder ikke for holdingselskaper, pensjonsforetak omfattet av rådsdirektiv 2003/41/EF, nasjonale sentralbanker, offentlige myndigheter som forvalter offentlige trygd- og pensjonsordninger, spareordninger for arbeidstakere og spesialforetak for verdipapirisering.

(2) Med holdingselskaper menes her selskaper med eierandeler i ett eller flere andre selskaper der formålet er å gjennomføre en forretningsstrategi gjennom disse selskapene, og som enten er notert på regulert marked i EØS eller har annet hovedmål enn å skape avkastning gjennom å selge de selskapene det eier.

(3) Loven gjelder ikke for overnasjonale institusjoner som den europeiske sentralbank, den europeiske investeringsbank, det europeiske investeringsfond, europeiske institusjoner for utviklingsfinansiering og bilaterale utviklingsbanker, Verdensbanken og det internasjonale valutafond.

(4) Loven gjelder ikke for foretak som utelukkende forvalter alternative investeringsfond hvor investorene kun er selskaper i samme konsern som forvalter og ingen av investorene selv er et alternativt investeringsfond.

Kapittel 2. Forvalter

§ 2-1. Fastsettelse av forvalter

(1) Alternative investeringsfond skal enten forvaltes av én ekstern forvalter eller forvaltes internt i samsvar med reglene i denne lov.

(2) Forvalter skal sørge for at lovens krav etterleves. Dersom ekstern forvalter ikke kan sørge for at et alternativt investeringsfond, eller noen som opptrer på fondets vegne, etterlever lovens krav skal forvalter straks informere Finanstilsynet og om nødvendig tilsynsmyndigheten for fondet.

§ 2-2. Krav om tillatelse for forvalter

(1) Forvaltning kan bare drives etter tillatelse fra Finanstilsynet dersom ikke annet fremgår av loven. Tillatelse til å drive forvaltning skal omfatte både porteføljeforvaltning og risikostyring. Forvalter kan også utføre funksjonene administrasjon, markedsføring og tjenester knyttet til fondenes eiendeler.

(2) Ekstern forvalter med tillatelse etter første ledd kan gis tillatelse til å yte aktiv forvaltning av investorers portefølje av instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt.

(3) Ekstern forvalter med tillatelse etter annet ledd kan gis tillatelse til å yte følgende tilleggstjenester:

1. mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter,
2. investeringsrådgivning,
3. oppbevaring og forvaltning av fondsandeler.

(4) Ekstern forvalter kan ikke drive annen virksomhet enn nevnt i første til tredje ledd og verdipapirfondsforvaltning etter verdipapirfondloven § 2-1 første ledd. Internt forvaltede alternative investeringsfond kan ikke drive annen virksomhet enn virksomhet som nevnt i første ledd for fondet.

(5) Finanstilsynet kan stille vilkår for tillatelsen, herunder fastsette begrensninger i virkeområdet for forvalterens tillatelse.

§ 2-3. Unntak fra krav om tillatelse for forvalter

(1) Loven med unntak av §§ 2-4, 8-1, 8-2, 8-4 og 8-6, gjelder ikke for forvaltere som enten direkte, eller indirekte gjennom et selskap som vedkommende er forbundet med gjennom felles ledelse eller kontroll eller en vesentlig direkte eller indirekte eierandel, forvalter alternative investeringsfond med samlet forvaltningskapital tilsvarende et beløp i norske kroner som er under:

(a) 500 millioner euro når porteføljene består av alternative investeringsfond som ikke er gjenstand for finansiell giring, og som ikke har innløsningsrett i en periode på fem år fra dagen for den første investeringen i hvert fond, eller

(b) 100 millioner euro, for andre typer alternative investeringsfond enn som nevnt i bokstav (a).

(2) Unntaket i første ledd gjelder ikke for forvaltere som forvalter alternative investeringsfond som skal markedsføres til ikke-profesjonelle kunder.

(3) En forvalter som er unntatt fra krav om tillatelse etter første ledd kan likevel søke om tillatelse etter § 2-2 første ledd.

(4) Departementet kan gi nærmere regler om beregning av forvaltningskapital i første ledd og søknad om tillatelse etter tredje ledd.

§ 2-4. Registrering og rapportering for forvalter uten tillatelse

(1) Forvalter unntatt etter § 2-3 skal registreres i register ført av Finanstilsynet. Ved registreringen skal forvalter informere Finanstilsynet om de alternative investeringsfond som forvaltes av forvalteren, herunder informasjon om fondenes investeringsstrategi.

(2) Forvalter som nevnt i første ledd skal regelmessig informere Finanstilsynet om investeringsstrategien, hovedkategoriene av instrumenter som handles og de største engasjementer og konsentrasjoner for de alternative investeringsfond som forvalteren forvalter.

(3) Forvalter skal gi Finanstilsynet informasjon om vesentlige endringer av de opplysninger som er gitt i medhold av første ledd.

(4) En forvalter som ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for unntak etter § 2-3, skal straks gi melding til Finanstilsynet. Forvalteren skal søke om tillatelse etter § 2-2 innen 30 dager fra den dag vilkårene for unntak etter § 2-3 ikke er oppfylt.

(5) Departementet kan gi nærmere regler om registrering og rapportering etter første og annet ledd, om plikt til å informere Finanstilsynet og til å søke tillatelse etter fjerde ledd.

§ 2-5. Søknad om tillatelse

(1) Søknad om tillatelse skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte krav til forvalter er oppfylt. Forvalter som på tidspunktet for søknaden allerede har tillatelse som forvaltningsselskap etter verdipapirfondloven § 2-1 trenger ikke oppgi opplysninger som er gitt ved søknad om tillatelse etter verdipapirfondloven § 2-2.

(2) Søknaden skal inneholde driftsplan med beskrivelse av forvalters organisering.

(3) Søknaden skal inneholde informasjon om de alternative investeringsfond som forvalter skal forvalte, herunder informasjon som angitt i § 4-2, om de investeringsstrategier som skal anvendes, depotmottaker for fondene og informasjon om hvor mottakerfondet er etablert dersom fondet er et tilføringsfond.

(4) Søknaden skal avgjøres så fort som mulig, og senest tre måneder etter at fullstendig søknad er mottatt. Ved særskilte omstendigheter kan fristen forlenges med ytterligere tre måneder. Søker skal underrettes om eventuell fristforlengelse innen utløpet av tremånedersfristen.

§ 2-6. Vilkår for tillatelse

(1) Styremedlemmer og ledende ansatte skal oppfylle kravene til vandel og erfaring som nevnt i § 2-7.

(2) Søknad om tillatelse skal avslås dersom eier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av selskapet. Som betydelig eierandel anses direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av kapitalen eller stemmene i en forvalter, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. (3) Tillatelse til ekstern forvalter kan bare gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap med forretningskontor og hovedkontor i Norge. (4) Tillatelse kan bare gis etter samråd med myndighetene i vedkommende EØS-stat dersom søkeren er:

1. datterforetak av annen forvalter, forvaltningsselskap for verdipapirfond, verdipapirforetak, kredittinstitusjon eller forsikringsselskap med tillatelse i annen EØS-stat,
2. datterforetak av et morselskap for foretak som nevnt i nr. 1 med tillatelse i annen EØS-stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et foretak som nevnt i nr. 1 med tillatelse i en annen medlemsstat

(5) Finanstilsynet kan avslå søknad om tillatelse dersom forholdet til forvalterens nærstående hindrer et effektivt og betryggende tilsyn med forvalter.

(6) Departementet kan gi nærmere regler om vilkår for tillatelse.

§ 2-7. Foretakets ledelse

(1) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen i forvalter, skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte, også sett hen til de investeringsstrategier som benyttes av de alternative investeringsfond som skal forvaltes. Faktisk ledelse av forvalter skal forestås av minst to personer.

(2) Forvalter skal opplyse Finanstilsynet om skifte av ledere som nevnt i første ledd, herunder gi opplysninger som er relevante for å vurdere om personen fyller vilkårene i første ledd.

§ 2-8. Ansvarlig kapital

(1) Ekstern forvalter skal ha en startkapital i norske kroner som minst tilsvarer 125 000 euro. Et intern forvaltet alternativt investeringsfond skal ha en startkapital i norske kroner som minst tilsvarer 300 000 euro. Som startkapital regnes ansvarlig kapital som nevnt i forskrift 1. juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak § 3 nr. 1, 2, 3, 5, 9 og 12.

(2) Forvalter skal ha en ansvarlig kapital som til enhver tid utgjør et beløp i norske kroner som minst svarer til summen av startkapitalkravet som nevnt i første ledd, et beløp som svarer til 0,02 prosent av forvaltningsselskapets forvaltningskapital ut over 250 millioner euro, begrenset oppad til et beløp i norske kroner tilsvarende 10 millioner euro eller som svarer til forskrift 14. desember 2006 nr. 1506 (kapitalkravsforskriften) § 41-2.

(3) Inntil halvparten av kravet til ansvarlig kapital etter andre ledd som overstiger startkapitalkravet kan oppfylles ved garanti fra bank eller forsikringsselskap.

(4) Forvalter skal ha tilleggskapital eller ansvarsforsikring for å dekke mulig erstatningsansvar som følge av virksomheten.

(5) Ansvarlig kapital, inkludert tilleggskapital, skal plasseres i likvide eiendeler eller eiendeler som raskt kan omgjøres til kontanter og uansett ikke i spekulative posisjoner.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om ansvarlig kapital.

§ 2-9. Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse, mv.

(1) Forvalter plikter å innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med reglene i lovbestemte krav og vilkår som er satt for tillatelsen samt opplyse Finanstilsynet om vesentlige endringer i forutsetningene som lå til grunn for tillatelsen.

(2) Forvalter kan iverksette endringer etter første ledd med mindre Finanstilsynet innen en måned etter å ha mottatt informasjon om endringene har nektet gjennomføring eller fastsatt vilkår for gjennomføringen. Finanstilsynet kan forlenge fristen i første punktum med inntil én måned.

Kapittel 3. Forvalters virksomhet

§ 3-1. Organisering av virksomheten

(1) Forvalter skal, sett hen til de alternative investeringsfond som forvaltes, innrette sin virksomhet slik at selskapet har:

1. tilstrekkelige og egnede ressurser for forsvarlig forvaltning av alternative investeringsfond,
2. gode administrasjons- og regnskapsrutiner og kontroll- og sikkerhetsordninger,
3. tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner for selskapets ansatte, og som sikrer at transaksjoner for fondets regning dokumenteres og at fondenes midler forvaltes i samsvar med vedtekter for fondene og gjeldende regler.

(2) Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer i samsvar med første ledd.

(3) Forvaltere som har tillatelse etter § 2-2 annet og tredje ledd skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond.

(4) Departementet kan i forskrift gi utfyllende regler om organisering av forvalters virksomhet.

§ 3-2. God forretningsskikk

(1) Forvaltere skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk.

(2) Forvalter skal påse at investorenes og fondenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved å:

1. opptre ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet,
2. utvise den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,
3. ha og effektivt benytte de ressurser og de framgangsmåter som er nødvendige for å kunne utøve virksomheten på en god måte, og
4. sørge for ryddig og korrekt behandling av andelseiere.

(3) Enhver andel i et alternativt investeringsfond gir lik rett i fondet med mindre annet er fastsatt i vedtekter, stiftelsesdokumenter eller annen tilgjengelig fondsdokumentasjon.

(4) Forvalter som har tillatelse etter § 2-2 annet ledd kan ikke plassere kundens midler i alternative investeringsfond forvaltet av forvalter, med mindre kunden har gitt skriftlig forhåndssamtykke.

(5) Ansatte, tillitsvalgte og personer med bestemmende innflytelse i forvalter har taushetsplikt om det de i sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrift. Taushetsplikten omfatter også enhver som utfører oppdrag for forvalter.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om krav til god forretningsskikk.

§ 3-3. Interessekonflikter

(1) Forvalter skal bestrebe seg på å unngå interessekonflikter i tilknytning til virksomheten. Forvalter plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere, håndtere og overvåke interessekonflikter som oppstår i forbindelse med forvaltning av alternative investeringsfond mellom forvalter, herunder ansatte og tillitsvalgte, og alternative investeringsfond, UCITS, andre kunder eller investorer, samt mellom ulike alternative investeringsfond, UCITS, andre kunder eller investorer.

(2) Forvalter skal ha organisatoriske skiller mellom virksomhetsområder som kan medføre systematiske interessekonflikter.

(3) Dersom tiltakene som nevnt i første og annet ledd ikke er tilstrekkelige for å sikre investorenes interesser på en betryggende måte, skal forvalter informere investorene om mulige interessekonflikter. Forvalter kan ikke gjennomføre forretninger for investorenes regning før investoren har fått slike opplysninger.

(4) Departementet kan gi nærmere regler i forskrift om interessekonflikter.

§ 3-4. Primærmegler

(1) Forvalter skal utvise tilbørlig aktsomhet ved valg av primærmegler. Avtale om bruk av primærmegler skal være skriftlig og depotmottaker skal informeres om avtalen. Adgang til bruk av eiendeler tilhørende alternative investeringsfond skal fremgå av avtalen og være i samsvar med fondets vedtekter og stiftelsesdokumenter.

(2) Departementet kan gi nærmere forskrift om bruk av primærmegler.

§ 3-5. Utkontraktering

(1) Forvalter skal gi melding til Finanstilsynet før avtale om utkontraktering av oppgaver som omfattes av de tjenester som er angitt i § 2-2 første ledd iverksettes.

(2) Forvalter skal kunne dokumentere at organiseringen av virksomheten fortsatt vil være forsvarlig på bakgrunn av de oppgaver som er utkontraktert, herunder at oppdragstaker er kvalifisert og har tilstrekkelige ressurser til å utføre de relevante oppgaver, at oppdragstakeren er valgt på forsvarlig måte, at utkontrakteringen ikke er til hinder for effektivt tilsyn med forvalteren, at forvalteren kan overvåke og gi instrukser til oppdragstakeren, samt at utkontrakteringen kan bringes til opphør med umiddelbar virkning dersom det er i investorenes interesse. Forvalter kan ikke sette bort oppgaver i et slikt omfang at forvalteren ikke lenger kan anses som forvalter.

(3) Dersom utkontrakteringen omfatter porteføljeforvaltning eller risikostyring gjelder følgende tilleggskrav:

1. Oppdragstakeren må ha tillatelse til å yte porteføljeforvaltning og være underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten, med mindre Finanstilsynet samtykker til utkontrakteringen,
2. dersom oppdragstakeren er etablert utenfor EØS, at det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i oppdragstakerens hjemstat og Norge,
3. oppgavene kan ikke utkontrakteres til foretak som utfører oppgaver som kan medføre interessekonflikter mellom oppdragstakeren og forvalter eller investorer i strid med § 3-3, med mindre oppgavene kan utføres uavhengig, og
4. forvaltning kan ikke utkontrakteres til depotmottaker eller depotmottakerens oppdragstakere.

(4) Oppdragstakeren kan ikke utkontraktere videre med mindre forvalteren har samtykket til dette, og kravene i denne bestemmelsen er oppfylt, herunder at det gis melding om utkontraktering etter første ledd.

(5) Departementet kan i forskrift gi utfyllende regler om vilkår for utkontraktering.

§ 3-6. Godtgjørelsesordninger

(1) Forvalter skal etablere en godtgjørelsesordning som fremmer god og effektiv risikostyring og forvaltning i samsvar med investeringsmandatene for de alternative investeringsfond som forvaltes. Godtgjørelsesordningen skal omfatte ansatte med vesentlig betydning for risikoprofilen til forvalteren eller fond under forvaltning, herunder ledende ansatte, ansatte med kontrolloppgaver samt ansatte med tilsvarende godtgjørelse som ledende ansatte. Godtgjørelsesordningen skal tilpasses virksomhetens art, omfang og kompleksitet.

(2) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om godtgjørelsesordninger.

§ 3-7. Risikostyring

(1) Forvalter skal ha en risikostyringsfunksjon som er adskilt fra forvalterens operative virksomhet. Forvalter kan avvike fra kravet om adskillelse dersom dette ut i fra virksomhetens art, omfang og kompleksitet fremstår som urimelig byrdefullt og risikostyringsfunksjonen forblir effektiv.

(2) Forvalter skal ha systemer for risikostyring som identifiserer, måler, styrer og overvåker risikoer som er relevant for de alternative investeringsfond som forvaltes, herunder prosedyrer for vurdering av investeringer på vegne av fondene. Forvalter skal sikre at risikoprofilen til hvert fond er i samsvar med fondets størrelse, porteføljestruktur og investeringsstrategi, herunder ved bruk av stresstester. Risikostyringssystemene skal vurderes regelmessig og minst en gang i året.

(3) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om risikostyringsfunksjonen og risikostyringssystemer.

§ 3-8. Finansiell giring

(1) Forvalter skal for fond som kan benytte finansiell giring fastsette grenser for tillatt maksimal finansiell giring og adgangen til gjenbruk av aktiva stilt som sikkerhet eller garantier under ordninger for finansiell giring. Forvalter skal her hensynta fondstype, fondets investeringsstrategi, kilden til finansiell giring, forbindelser med andre finansielle tjenestetilbydere som kan medføre systemrisiko, behov for å begrense eksponering mot en enkelt motpart, om den finansielle giringen er sikret, forholdet mellom eiendeler og forpliktelser og virksomhetens innvirkning på relevante markeder.

(2) Forvalter skal kunne godtgjøre at grensene for finansiell giring for hvert fond er forsvarlige og at de til enhver tid overholdes. Finanstilsynet skal vurdere risikoene som bruk av finansiell giring medfører. Dersom det anses nødvendig for å sikre finansiell stabilitet og tilliten til det finansielle systemet, kan Finanstilsynet fastsette begrensninger for tillatt maksimal finansiell giring for fond som forvaltes av en forvalter eller andre begrensninger på forvaltningen av fond.

§ 3-9. Likviditetsstyring

(1) Forvaltere skal for hvert alternativt investeringsfond de forvalter, med unntak av lukkede fond som ikke kan benytte seg av finansiell giring, ha hensiktsmessig system for likviditetsstyring og retningslinjer for å overvåke likviditetsrisikoen for fondet og sikre at likviditetsprofilen til fondets investeringer svarer til fondets forpliktelser. Forvalteren skal regelmessig, både under normale og ekstraordinære situasjoner, foreta stresstester som gjør det mulig for forvalteren å vurdere og overvåke likviditetsrisikoen, samt sørge for at investeringsstrategien, likviditetsprofilen og innløsningsadgangen for hvert fond som forvaltes stemmer overens.

(2) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om likviditetsstyring.

§ 3-10. Verdivurdering

(1) Forvaltere skal ha retningslinjer for uavhengig verdivurdering av eiendeler til fond under forvaltning.

(2) Forvalter skal beregne verdien av fondets eiendeler og netto andelsverdi regelmessig og minst en gang i året. For åpne fond skal slik beregning foretas oftere dersom eiendelene til fondet eller fondets regler om tegning eller innløsning av andeler tilsier dette. For lukkede fond skal beregning også foretas ved forhøyelse eller nedsettelse av kapitalen i fondet.

(3) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om verdivurdering.

§ 3-11. Gjennomføring av verdivurdering

(1) Forvalter som selv foretar verdivurdering etter § 3-10 skal påse at verdivurdering av eiendelene til fond under forvaltning og beregning av netto andelsverdi skjer funksjonelt uavhengig av forvalterens øvrige operasjonelle virksomhet, herunder porteføljeforvaltning. Forvalteren skal gjennom foretakets godtgjørelsesordning og andre tiltak forhindre utilbørlig påvirkning av ansatte som utfører verdivurderingsfunksjoner og avhjelpe interessekonflikter.

(2) Om forvalter selv utfører verdivurdering kan Finanstilsynet pålegge at forvalteren får retningslinjene for verdivurdering eller verdivurderinger kontrollert av revisor eller annen enhet som oppfyller vilkårene i fjerde ledd.

(3) Forvalter kan sette bort utførelsen av verdivurdering etter § 3-10 i samsvar med reglene i § 3-5. Slik utkontraktering kan bare skje til oppdragstaker som er uavhengig av fondet og forvalteren, og fondets eller forvalterens nærstående. Verdivurdering kan bare settes bort til fondets depotmottaker dersom verdivurderingen skjer uavhengig av depotmottakerfunksjonen. Oppdragstakeren er ansvarlig overfor forvalteren for ethvert tap voldt forvalteren som følge av oppdragstakerens uaktsomhet. Oppdragstakeren kan ikke utkontraktere verdsettelsesfunksjonen.

(4) Forvalteren skal dokumentere at oppdragstakeren er underlagt pliktig registrering i henhold til lov eller rettslig regulering, eller retningslinjer for yrkesutøvelse og som kan dokumentere tilstrekkelige kvalifikasjoner for å gjennomføre verdivurderingen.

(5) Finanstilsynet kan kreve at det utpekes annen oppdragstaker dersom vilkårene for utkontraktering ikke er oppfylt.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om verdivurdering.

§ 3-12. Informasjonsplikt ved oppnåelse av kontroll

(1) En forvalter skal gi melding til Finanstilsynet, målselskapet og målselskapets aksjeeiere dersom alternativt investeringsfond forvaltet av forvalteren alene eller i samarbeid med andre alternative investeringsfond oppnår kontroll i:

1. et selskap med aksjer opptatt til handel på regulert marked, eller
2. et selskap med aksjer som ikke er opptatt til handel på regulert marked, med unntak av selskap som har færre enn 250 ansatte og enten omsetning som ikke overstiger et beløp i norske kroner tilsvarende 50 millioner euro eller balanse som ikke overstiger et beløp i norske kroner tilsvarende 43 millioner euro, eller selskap hvor eneste formål er å eie, erverve eller administrere fast eiendom.

Med kontroll i selskap som nevnt i punkt 1 menes andel som angitt i verdipapirhandelloven § 6-1. Med kontroll i selskap som nevnt i punkt 2 menes direkte eller indirekte andel på mer enn 50 prosent av stemmene i selskapet.

(2) Melding etter første ledd skal angi forvalteren, forvalters tiltak for å unngå og håndtere interessekonflikter og ekstern og intern kommunikasjonsstrategi, samt oppfordre målselskapets styre om å informere de ansatte. Dersom meldingen gjelder selskap som nevnt i første ledd punkt 2 skal meldingen gis innen 10 virkedager etter oppnåelse av kontroll og i tillegg angi stemmefordelingen i selskapet, tidspunktet og vilkår for oppnåelse av kontroll, herunder angivelse av involverte eiere og personer som har rett til å utøve stemmerett på deres vegne.

(3) Ved oppnåelse av kontroll i selskap som nevnt i første ledd punkt 2 skal forvalter informere målselskapet og målselskapets aksjeeiere om strategiske planer for målselskapet og eventuelle konsekvenser for ansatte. Forvalter skal oppfordre målselskapets styre om å informere de ansatte.

(4) Ved oppnåelse av kontroll i selskap som nevnt i første ledd punkt 2 skal forvalter informere Finanstilsynet og fondets investorer om finansieringen av ervervet.

§ 3-13. Flagging av erverv av større eierandeler

(1) Dersom et alternativt investeringsfonds andel av stemmene i et selskap som angitt i § 3-12 første ledd punkt 2 når opp til, overstiger eller faller under 10 prosent, 20 prosent, 30 prosent, 50 prosent eller 75 prosent, skal fondets forvalter så fort som mulig og ikke senere enn ti virkedager gi melding til Finanstilsynet.

§ 3-14. Utdelingsbegrensninger mv.

(1) Forvalter skal i 24 måneder etter oppnåelse av kontroll som nevnt i § 3-12 første ledd ikke medvirke til utdelinger fra målselskapet, herunder ved erverv av egne aksjer.

(2) Kravet etter første ledd gjelder ikke med mindre

- utdelingen eller ervervet av egne aksjer medfører at selskapets nettoformue ifølge balansen for siste regnskapsår blir lavere enn tegnet selskapskapital med tillegg av beløp som etter gjeldende rett eller vedtekter er avsatt til bundet fond og som ikke kan utdeles. Dersom ikke innbetalt selskapskapital ikke er balanseført skal dette trekkes fra tegnet selskapskapital.

- utdelingen overstiger resultatet for siste regnskapsår, med tillegg av etterfølgende resultat og beløp avsatt til fond for dette formål, og med fradrag for tap og beløp som i samsvar med gjeldende rett eller vedtekter er avsatt til bundet fond.

(3) Kravene i første ledd gjelder heller ikke dersom nedsetting av selskapskapital har som formål å dekke tap eller sette av beløp til bundne fond som ikke kan utdeles, dersom beløpet ikke overgår 10 % av selskapskapitalen. Kravet i første ledd første punktum gjelder ikke erverv av aksjer i samsvar med nasjonal lovgivning som gjennomfører direktiv 77/91/EF artikkel 20(1) bokstav (b) til (h).

Kapittel 4. Informasjonsplikter

§ 4-1. Årsrapport

(1) Forvalter skal for hvert alternativt investeringsfond den forvalter eller markedsfører i EØS-området utarbeide årsrapport i samsvar med reglene i det alternative investeringsfondets hjemstat. Årsrapporten skal oversendes til Finanstilsynet og tilsynsmyndighetene i fondets hjemstat, og på anmodning vederlagsfritt gjøres tilgjengelig for investorene. Årsrapporten skal utarbeides innen seks måneder fra regnskapsårets utgang, og innen fire måneder etter regnskapsårets utgang for fond omfattet av verdipapirhandelloven § 5-5.

(2) Årsrapporten skal inneholde:

1. årsregnskap og årsberetning,
2. vesentlige endring av forhold som nevnt i § 4-2,
3. Informasjon om summen av utbetalt fast og variabel godtgjørelse til forvalters ansatte, inkludert resultatavhengig vederlag, og
4. Informasjon om summen av godtgjørelse til henholdsvis forvalterens ledende ansatte og ansatte med arbeidsoppgaver av vesentlig betydning for fondenes risikoprofil.

(3) Forvalter som forvalter fond som har oppnådd kontroll som nevnt i § 3-12 første ledd nr. 2 skal sørge for at følgende opplysninger inntas enten i fondets eller målselskapets årsrapport:

1. En beskrivelse av målselskapets virksomhet i regnskapsåret, og selskapets sannsynlige fremtidige utvikling,
2. Indikasjon om vesentlige hendelser etter regnskapsårets avslutning, og
3. Opplysning om målselskapets erverv av egne aksjer.

(4) Dersom opplysninger som nevnt i tredje ledd er inntatt i fondets årsrapport, skal forvalter anmode om at målselskapets styre informerer de ansatte innen de frister som nevnt i første ledd. Dersom opplysninger som nevnt i tredje ledd er inntatt i målselskapets årsrapport, skal forvalter informere fondets investorer innen de frister som nevnt i første ledd.

(5) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om årsrapport.

§ 4-2. Pliktig informasjon til investor før investering

(1) Forvalter skal gi potensielle investorer følgende informasjon om alternativt investeringsfond forvalteren forvalter eller markedsfører innen EØS:

1. beskrivelse av fondets formål og investeringsstrategi, herunder hvilke aktiva fondet investerer i, investeringsmetoder, fondets risikoprofil og informasjon om bruk av finansiell giring,
2. beskrivelse av fremgangsmåten for endring av investeringsstrategi,
3. om fondet er et tilføringsfond, og i så fall hvor mottakerfond er etablert samt informasjon om hvor de underliggende fondene er etablert om fondet er et fond-i-fond,

4. de viktigste rettslige konsekvenser av investering i fondet, herunder informasjon om verneting, rettsvalg og om det finnes traktater som åpner for anerkjennelse og fullbyrdelse av rettsavgjørelser i fondets hjemstat,
5. identiteten til forvalter, depotmottaker, revisor og andre tjenesteleverandører,
6. ansvarsforsikring eller tilleggskapital etter 2-8 femte ledd,
7. en beskrivelse av eventuell utkontraktering av funksjoner som nevnt i § 2-2 første ledd og depotmottakerfunksjoner som nevnt i kapittel 5 og eventuelle interessekonflikter som følge av utkontrakteringen,
8. prosedyrer for verdsettelse etter §§ 3-10 og 3-11,
9. prosedyrer for likviditetsstyring etter § 3-9,
10. direkte og indirekte kostnader som belastes investorene,
11. prinsipper for likebehandling av investorene og eventuelle unntak,
12. siste årsrapport etter § 4-1,
13. vilkår og fremgangsmåte for tegning, innløsing og salg av andeler,
14. netto andelsverdi,
15. historisk avkastning,
16. en beskrivelse av eventuelle avtaler med primærmegler, og
17. hvordan og når informasjon omfattet av § 4-3 gis.

(2) Forvalter skal informere investorene om vesentlige endringer av de forhold som nevnt i første ledd.

(3) Forvalter skal før investorene investerer i et alternativt investeringsfond informere om eventuelle ansvarsfraskrivelser fra depotmottaker etter § 5-5 fjerde ledd, og uten ugrunnet opphold informere investorer om endringer av betydning for depotmottakers ansvar.

(4) For et alternativt fond som omfattes av krav om prospekt etter verdipapirhandelloven kapittel 7 kan forvalteren velge å begrense den informasjon som gis etter første ledd til slik informasjon som ikke inngår i prospektet.

(5) Departementet kan fastsette nærmere regler om informasjonsplikt.

§ 4-3. Periodisk informasjonsplikt

(1) Forvalter skal regelmessig gi investorene følgende informasjon om alternative investeringsfond forvalteren forvalter eller markedsfører innen EØS:

1. andelen av og ordninger for håndteringen av ikke-likvide aktiva,
2. endringer i systemer for likviditetsstyring, og
3. fondets risikoprofil og bruk av systemer for risikostyring.

(2) For fond som kan benytte finansiell giring skal forvalter i tillegg gi investorene følgende informasjon:

1. endring av grenser for finansiell giring og rett til gjenbruk av sikkerhetsstillelser eller garantier etter avtaler om finansiell giring, og
2. den samlede finansiell giringen benyttet av fondet.

(3) Departementet kan fastsette nærmere regler om periodisk informasjonsplikt.

Kapittel 5. Depotmottaker

§ 5-1. Plikt til å ha depotmottaker

(1) Forvalter skal sørge for at det utpekes depotmottaker for hvert enkelt alternativt investeringsfond som forvaltes i samsvar med bestemmelsene i dette kapittel. Avtalen med depotmottaker skal være skriftlig.

§ 5-2. Krav til depotmottaker

(1) Depotmottaker skal enten være:

1. Kredittinstitusjon etablert i en EØS-stat.
2. Verdipapirforetak etablert i en EØS-stat, med tillatelse til å yte tilknyttet tjeneste som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd nr. 1 og som har en ansvarlig kapital som minst utgjør et beløp i norske kroner tilsvarende 730 000 euro, eller
3. For alternative investeringsfond etablert i annen EØS-stat, andre kategorier av foretak som kan utpekes som depotmottaker for UCITS i det alternative investeringsfondets hjemstat.

(2) Finanstilsynet kan ved enkeltvedtak eller forskrift samtykke til at enkelte andre foretak utpekes som depotmottaker for bestemte alternative investeringsfond. Foretaket må i så fall være underlagt betryggende offentlig regulering eller bransjeregler og kunne stille tilstrekkelig finansielle og yrkesmessige garantier for utførelsen av depotmottakerfunksjonen. Det alternative investeringsfondet kan ikke ha innløsningsrett for investorene første fem år og enten ikke investere i aktiva som skal oppbevares av depotmottaker i samsvar med § 5-3 tredje ledd eller ha som investeringsmål å oppnå kontroll som nevnt i § 3-12 første ledd.

(3) Forvalter kan ikke utpekes som depotmottaker.

(4) Primærmegler som utøver virksomhet som motpart til et alternativt investeringsfond kan ikke være depotmottaker for fondet, med mindre depotmottakerfunksjonen utføres på uavhengig basis.

(5) For fond etablert i en EØS-stat skal depotmottaker være etablert i fondets hjemstat. For fond etablert utenfor EØS kan depotmottaker være etablert enten i fondets hjemstat eller i forvalters hjemstat.

(6) Utpeking av depotmottakere etablert utenfor EØS kan skje etter samtykke fra Finanstilsynet dersom:

1. Avtale om utveksling av informasjon mellom tilsynsmyndighetene i depotmottakers hjemstat og tilsynsmyndighetene i forvalters hjemstat og andre EØS-stater hvor andelene skal markedsføres er inngått,
2. Depotmottakeren er underlagt effektiv og betryggende regulering og tilsyn, herunder krav til ansvarlig kapital,
3. Depotmottakers hjemstat ikke står oppført Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) som ikke-samarbeidende land,
4. Myndighetene i forvalters hjemstat og de EØS-stater hvor det alternative investeringsfondet skal markedsføres har undertegnet en avtale med myndighetene i depotmottakerens hjemstat, om beskatning av inntekter og kapital og effektiv utveksling av opplysninger i skattesaker, herunder multilaterale skatteavtaler og som i sin helhet er i samsvar med standardene fastsatt i art 26 i OECDs mønsteravtale, og
5. Depotmottakeren skal i henhold til avtale være ansvarlig overfor det alternative investeringsfondet og investorene for tap nevnt i § 5-5, og skal uttrykkelig samtykke i å overholde bestemmelsene i § 5-4.

§ 5-3. Depotmottakerens oppgaver

(1) Depotmottakeren skal i utførelsen av sine oppgaver opptre ærlig, rettferdig, profesjonelt, uavhengig og i det alternative investeringsfondet og dets investorers interesse.

(2) Depotmottakeren skal kontrollere det alternative investeringsfondets kontantstrømmer, at innbetalinger fra investorer i forbindelse med tegninger av andeler eller aksjer er blitt mottatt og at alle likvide midler er bokført på kontoer som er åpnet i fondets navn eller i forvalteren eller depotmottakerens navn på vegne av fondet. Kontoer skal være opprettet i institusjon som nevnt i verdipapirforskriften § 9-18 første ledd (a) – (c) eller tilsvarende foretak i land utenfor EØS underlagt regulering og tilsyn for beskyttelse av kundemidler.

(3) Finansielle instrumenter som kan registreres på en verdipapirkonto og finansielle instrumenter som fysisk kan leveres skal oppbevares av depotmottaker. For andre aktiva skal depotmottaker på grunnlag av informasjon fra fondet, forvalter eller andre eksterne kilder kontrollere og føre oppdatert oversikt over at det alternative investeringsfondet er eier av aktivaene.

(4) Fondsaktiva som oppbevares av depotmottaker skal oppbevares adskilt fra depotmottakers aktiva og skal til en hver tid kunne identifiseres som tilhørende fondet.

(5) Depotmottakeren skal i tillegg:

1. Kontrollere at salg, utstedelse, gjenkjøp, innløsning og sletting av andeler eller aksjer i det alternative investeringsfondet utføres i samsvar med gjeldende lovgivning og fondets vedtekter og stiftelsesdokumenter,
2. Kontrollere at verdien av andelene eller aksjene i det alternative investeringsfondets beregnes i samsvar med bestemmelsene i §§ 3-10 og 3-11 og fondets vedtekter eller stiftelsesdokumenter,
3. Utføre forvalters instruksjoner, med mindre de er i strid med gjeldende lovgivning eller det alternative investeringsfondets vedtekter eller stiftelsesdokumenter. Hvis depotmottaker mener at en instruksjon fra forvalter er i strid med gjeldende lovgivning, fondets vedtekter eller stiftelsesdokumenter og forholdet ikke rettes innen rimelig tid, skal depotmottakeren varsle Finanstilsynet om dette.
4. Kontrollere at det alternative investeringsfondet mottar oppgjør for transaksjoner innenfor vanlige oppgjørsfrister, og
5. Kontrollere at det alternative investeringsfondets inntekter anvendes i samsvar med gjeldende lovgivning og fondets vedtekter eller stiftelsesdokumenter.

(6) Depotmottakerfunksjonen skal utføres uavhengig av oppgaver som kan medføre interessekonflikter mellom det alternative investeringsfondet, dets investorer, forvalteren og depotmottaker. Potensielle interessekonfliktene skal være tilstrekkelig identifisert, håndtert og overvåket og forelagt fondets investorer.

(7) Aktiva som er nevnt i fjerde ledd skal ikke gjenbrukes av depotmottakeren uten at det foreligger forhåndssamtykke fra det alternative investeringsfondet eller forvalter.

§ 5-4. Utkontraktering av depotmottakerens oppgaver

(1) Depotmottakeren kan utkontraktere oppgaver som nevnt i § 5-3 tredje ledd dersom:

1. Oppgavene ikke utkontrakteres for å unngå kravene i denne lov,
2. Depotmottakeren har en saklig begrunnelse for utkontrakteringen,
3. Depotmottakeren utviser tilbørlig aktsomhet i forbindelse med utvelgelsen og oppfølgningen av oppdragstaker,
4. Oppdragstaker skal til enhver tid oppfylle følgende vilkår:
    a. Ha tilstrekkelige ressurser og kompetanse til å utføre de utkontrakterte oppgavene,
    b. Være underlagt regulering, herunder kapitalkrav, tilsyn for oppbevaring av finansielle instrumenter og ekstern, regelmessig revisjon for å sikre at oppdragstaker er i besittelse av de finansielle instrumentene som er mottatt for oppbevaring,
    c. Oppbevare det alternative investeringsfondets aktiva atskilt fra oppdragstakers aktiva og skal til en hver tid kunne identifiseres som tilhørende fondet,

d. Ikke bruke det alternative investeringsfondets aktiva uten forhåndssamtykke fra fondet eller forvalter og depotmottaker er underrettet på forhånd, og
e. Overholde bestemmelsene i § 5-3 første og fjerde ledd.

(2) Dersom lovgivningen i en tredjestat krever at visse finansielle instrumenter skal oppbevares i depot hos et lokalt foretak, og ingen lokale foretak oppfyller kravet i første ledd punkt 4 (b), kan utkontrakteringen likevel skje til slikt lokalt foretak dersom:

1. Investorene i det alternative investeringsfondet er informert før investeringen i fondet, og
2. Det alternative investeringsfondet eller forvalteren pålegger depotmottakeren å utkontraktere oppbevaringen til slik oppdragstaker.

(3) Oppdragstaker kan utkontraktere oppbevaringsoppgavene videre forutsatt at vilkårene i første og annet ledd er oppfylt. Reglene i § 5-5 om depotmottakers erstatningssvar får tilsvarende anvendelse for de berørte parter.

§ 5-5. Ansvar

(1) Depotmottaker er ansvarlig overfor det alternative investeringsfondet og dets investorer for tap av finansielle instrumenter som oppbevares etter § 5-3 tredje ledd første ledd av depotmottaker eller depotmottakers oppdragstaker, med mindre tapet skyldes forhold utenfor depotmottakers kontroll som depotmottaker ikke med rimelighet kunne ventes å unngå eller overvinne følgene av.

(2) Ved tap som nevnt i første ledd, skal depotmottakeren uten ugrunnet opphold overføre et finansielt instrument av identisk type eller verdien av instrumentet til det alternative investeringsfondet, eventuelt til forvalter på vegne av fondet.

(3) Depotmottakeren er ansvarlig overfor det alternative investeringsfondet eller dets investorer for ethvert annet tap disse måtte lide som følge av at depotmottakeren uaktsomt eller forsettlig har misligholdt sine forpliktelser etter loven.

(4) Depotmottakeren kan fraskrive seg ansvaret for tap av finansielle instrumenter som oppbevares av oppdragstaker etter § 5-4, dersom:

1. Kravene i § 5-4 første ledd er oppfylt,
2. Depotmottakers ansvar er overført til oppdragstaker ved skriftlig avtale og det alternative investeringsfondet, forvalteren eller depotmottakeren kan fremsette krav overfor oppdragstaker i forbindelse med tapet, og
3. Ansvarsfraskrivelsen tillates og begrunnes i skriftlig avtale mellom depotmottakeren og det alternative investeringsfondet eller forvalter.

(5) Depotmottaker kan i tillegg fraskrive seg ansvaret for tap av finansielle instrumenter som oppbevares etter bestemmelsen i § 5-4 annet ledd, dersom:

1. Vedtektene eller stiftelsesdokumentene for det alternative investeringsfondet uttrykkelig tillater slik ansvarsfraskrivelse,
2. Investorene i det alternative investeringsfondet er informert om ansvarsfraskrivelsen og begrunnelsen for denne før de foretar investeringen,
3. Det alternative investeringsfondet eller forvalteren har pålagt depotmottakeren å utkontraktere oppbevaringen etter § 5-4 annet ledd,
4. Ansvarsfraskrivelsen er uttrykkelig tillatt i skriftlig avtale mellom depotmottakeren og det alternative investeringsfondet eller forvalter, og
5. Depotmottakers ansvar er overført til oppdragstaker ved skriftlig avtale og det alternative investeringsfondet, forvalteren eller depotmottakeren kan fremsette krav overfor oppdragstaker i forbindelse med tapet.

§ 5-6. Opplysningsplikt overfor tilsynsmyndigheten

(1) Depotmottakeren skal etter anmodning fra tilsynsmyndighetene til fondet eller forvalter oversende de opplysninger depotmottakeren har innhentet under utførelsen av sine plikter.

§ 5-7. Forskriftshjemmel

(1) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om depotmottaker og depotmottakers virksomhet.

Kapittel 6. Markedsføring

§ 6-1. Markedsføring av alternative investeringsfond

(1) Forvalter med tillatelse etter § 2-2 skal underrette Finanstilsynet før forvalteren starter markedsføring av alternative investeringsfond forvaltet av forvalteren og som er etablert i Norge eller annen EØS-stat til profesjonelle investorer i Norge. Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

a) En virksomhetsplan som identifiserer fondet og angir i hvilken stat fondet er etablert,

b) Fondets vedtekter og øvrige stiftelsesdokumenter,

c) Angivelse av fondets depotmottaker,

d) Informasjon om fondet som er tilgjengelig for fondets investorer, herunder opplysninger som angitt i § 4-2,

e) Dersom fondet er et tilføringsfond, informasjon om hvor mottakerfondet er etablert,

f) Angivelse av eventuelle tiltak som skal hindre at fondet markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, også der markedsføringen skjer gjennom en distributør.

(2) Finanstilsynet skal innen 20 virkedager etter at komplett melding er mottatt underrette forvalteren om fondet kan markedsføres i Norge. Markedsføring kan bare nektes dersom forvaltningen av fondet eller forvalterens virksomhet for øvrig ikke er eller vil være i samsvar med loven. Forvalteren kan starte markedsføring av fondet fra den dato den mottar underretning om at fondet kan markedsføres i Norge. Dersom fondet er etablert i en annen EØS-stat skal Finanstilsynet også underrette tilsynsmyndigheten i fondets hjemstat om at fondet kan markedsføres i Norge.

(3) Vesentlige endringer i opplysningene som nevnt i første ledd skal meldes skriftlig til Finanstilsynet minst én måned før gjennomføring av endringen, eller umiddelbart etter at en ikke-planlagt endring har funnet sted. Dersom endringen vil medføre at forvalterens virksomhet eller forvaltningen av fondet ikke vil være i samsvar med loven, skal Finanstilsynet uten ugrunnet opphold informere forvalteren om dette. Dersom endringen likevel gjennomføres skal Finanstilsynet iverksette alle nødvendige tiltak som nevnt i § 8-4, herunder om nødvendig forby markedsføring av fondet.

(4) Dersom fondet som skal markedsføres er et tilføringsfond er det en forutsetning at også mottakerfondet og mottakerfondets forvalter er etablert i en EØS-stat.

§ 6-2. Markedsføring av fond forvaltet av norsk forvalter i annen EØS-stat

1) Forvalter med tillatelse etter § 2-2 skal underrette Finanstilsynet før forvalteren starter markedsføring av alternative investeringsfond forvaltet av forvalteren og som er etablert i Norge eller annen EØS-stat til profesjonelle investorer i en annen EØS-stat. Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

a) En virksomhetsplan som identifiserer fondet og angir i hvilken stat fondet er etablert,

b) Fondets vedtekter og øvrige stiftelsesdokumenter,

c) Angivelse av fondets depotmottaker,

d) Informasjon om fondet som er tilgjengelig for fondets investorer, herunder opplysninger som angitt i § 4-2,

e) Dersom fondet er et tilføringsfond, informasjon om hvor mottakerfondet er etablert,

f) Angivelse av i hvilken EØS-stat fondet skal markedsføres,

g) Informasjon om hvordan fondet skal markedsføres, herunder angivelse av eventuelle tiltak som skal hindre at markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, også der markedsføringen skjer gjennom en distributør.

(2) Finanstilsynet skal innen 20 virkedager etter at komplett melding er mottatt videresende meldingen til tilsynsmyndighetene i de land der fondet skal markedsføres. Finanstilsynet skal vedlegge en bekreftelse på at forvalteren har tillatelse til å forvalte fond med fondets investeringsstrategi. Meldingen skal bare videresendes dersom forvalterens virksomhet og forvaltning av fondet er i samsvar med loven. Finanstilsynet skal etter oversendelse av meldingen til tilsynsmyndighetene underrette forvalteren om dette. Forvalteren kan starte markedsføringen av fondet når slik underrettelse er mottatt. Dersom fondet er etablert i en annen EØS-stat, skal også fondets hjemstatsmyndighet underrettes om markedsføringstillatelsen.

(3) Vesentlige endringer i opplysningene som nevnt i første ledd skal meldes skriftlig til Finanstilsynet minst én måned før gjennomføring av endringen, eller umiddelbart etter at en ikke-planlagt endring har funnet sted. Dersom forvalterens virksomhet eller forvaltningen av fondet etter endringen er i samsvar med loven, skal Finanstilsynet uten ugrunnet opphold informere forvalterens vertsstat om denne. Dersom endringen vil medføre at forvalterens virksomhet eller forvaltningen av fondet ikke vil være i samsvar med nasjonal lovgivning som gjennomfører Europaparlamentets og rådets direktiv 2011/61/EU, skal Finanstilsynet uten ugrunnet opphold informere forvalteren om dette. Dersom endringen likevel gjennomføres skal Finanstilsynet iverksette alle nødvendige tiltak som nevnt i § 8-4, herunder om nødvendig forby markedsføring av fondet.

(4) Dersom fondet som skal markedsføres er et tilføringsfond er det en forutsetning at også mottakerfondet og mottakerfondets forvalter er etablert i en EØS-stat

§ 6-3. Markedsføring av fond forvaltet av forvalter etablert i annen EØS-stat i Norge

(1) Forvaltere etablert i annen EØS-stat kan markedsføre alternativt investeringsfond forvaltet av forvalteren til profesjonelle investorer i Norge fra det tidspunkt tilsynsmyndighetene i forvalterens hjemstat har underrettet om at melding om markedsføring er sendt til Finanstilsynet.

(2) Dersom fondet som skal markedsføres er et tilføringsfond er det en forutsetning at også mottakerfondet og mottakerfondets forvalter er etablert i en EØS-stat.

(3) Forvalter som nevnt i første ledd som markedsfører alternativt investeringsfond gjennom filial skal overholde bestemmelsene i §§ 3-2 og 3-3.

§ 6-4. Norske forvalteres virksomhet i andre EØS-land

(1) Forvalter med tillatelse etter § 2-2 som ønsker å forvalte fond etablert i en annen EØS-stat enten fra Norge eller gjennom etablering av filial, skal gi Finanstilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde en virksomhetsplan som beskriver hvilke tjenester som skal ytes og i hvilken medlemsstat, og hvilke fond som skal forvaltes.

(2) Melding om etablering av filial skal i tillegg inneholde følgende opplysninger:

a) Hvordan filialen skal være organisert,

b) Adresse i fondets hjemland der dokumenter kan innhentes,

c) Navnet på og kontaktinformasjon til de personene som utgjør filialens ledelse.

(3) Finanstilsynet skal innen en måned etter at komplett melding som nevnt i første ledd eller innen to måneder etter at komplett melding som nevnt i annet ledd er mottatt videresende meldingen til tilsynsmyndighetene i forvalterens vertsland. Finanstilsynet skal vedlegge en bekreftelse på at forvalteren har tillatelse til å drive virksomhet i henhold til Europaparlamentets og rådets direktiv 2011/61/EU. Finanstilsynet skal umiddelbart underrette forvalteren om oversendelsen. Forvalteren kan starte utøvelsen av sin virksomhet fra det tidspunkt slik underretning er mottatt.

(4) Endring i opplysningene som nevnt i første og andre ledd skal meldes skriftlig til Finanstilsynet minst én måned før gjennomføring av endringen, eller umiddelbart etter at en ikke-planlagt endring har funnet sted. Dersom endringen vil medføre at forvalterens virksomhet eller forvaltningen av fondet ikke vil være i samsvar med loven , skal Finanstilsynet uten ugrunnet opphold informere forvalteren om dette. Dersom endringen ikke vil påvirke forvalterens overholdelse av lovens bestemmelser, skal Finanstilsynet uten ugrunnet opphold informere forvalterens vertsstat om denne. Dersom endringen vil medføre at forvalterens virksomhet eller forvaltningen av fondet ikke vil være i samsvar med loven, skal Finanstilsynet uten ugrunnet opphold informere forvalteren om dette. Dersom endringen likevel gjennomføres skal Finanstilsynet iverksette alle nødvendige tiltak som nevnt i § 8-4.

§ 6-5. Forvaltere etablert i annen EØS-stat

(1) Forvaltere etablert i annen EØS-stat med tillatelse til å forvalte tilsvarende fond kan forvalte alternativt investeringsfond etablert i Norge, fra det tidspunkt tilsynsmyndighetene i forvalterens hjemstat har underrettet forvalteren om at melding om virksomhet i Norge er sendt til Finanstilsynet.

(2) Forvalter som nevnt i første ledd som driver virksomhet gjennom filial skal overholde bestemmelsene i §§ 3-2 og 3-3.

§ 6-6. Adgang for norske forvaltere til å forvalte fond etablert utenfor EØS, som ikke markedsføres i EØS

(1) Forvalter med tillatelse etter § 2-2 kan forvalte alternative investeringsfond som er etablert og kun markedsføres utenfor EØS under forutsetning av at forvalter overholder bestemmelser i og i medhold av denne lovmed unntak av kapittel 5 og § 4-1 og det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i fondets hjemstat og Norge.

§ 6-7. Markedsføring av fond etablert utenfor EØS med forvalter etablert i EØS

(1) Forvalter med tillatelse i Norge eller en annen EØS-stat som forvalter alternativt investeringsfond etablert utenfor EØS, eller alternativt investeringsfond etablert i en EØS-stat som er tilføringsfond til et slikt fond, kan markedsføre fondet i Norge til profesjonelle investorer etter tillatelse fra Finanstilsynet. Slik tillatelse skal gis dersom:

1.forvalteren overholder bestemmelser i og i medhold av denne lov med unntak av §§ 5-1, 5-2, 5-4 -5-6,

2. forvalteren opplyser om hvilke foretak som er oppnevnt til å utføre oppgavene som nevnt i § 5-3.

3. forvalteren gjør det som er nødvendig for her i riket å kunne foreta utbetalinger til investorene, innløse andeler og gi den informasjon som forvalteren skal utarbeide i henhold til reglene i hjemlandet,

4. det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i fondets hjemstat og Norge, og

5. det alternative investeringsfondets hjemland ikke er oppført av Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) som ikke-samarbeidende land.

(2) Finanstilsynet kan sette vilkår for tillatelse etter første ledd for å sikre beskyttelsen av investorer i Norge, herunder sette vilkår om plikt til å gi opplysninger til investorer og myndigheter og om hvordan salg av andeler i Norge skal skje.

(3) Finanstilsynet kan kalle tilbake tillatelse etter første ledd dersom kravene i første ledd ikke lenger er oppfylt, vilkår for tillatelsen er brutt eller regler fastsatt i medhold av fjerde ledd ikke er overholdt.

§ 6-8. Markedsføring av fond etablert utenfor EØS med forvalter etablert utenfor EØS

(1) Forvalter etablert utenfor EØS som forvalter alternativt investeringsfond kan markedsføre fondet i Norge til profesjonelle investorer etter tillatelse fra Finanstilsynet. Slik tillatelse kan gis dersom:

1. fondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet og oppfyller de krav som gjelder for å drive virksomheten i hjemlandet,

2. forvalteren overholder §§ 3-12, 3-13, 3-14, 4-1, 4-2, 4-3 og 8-3 og bestemmelser i medhold av disse,

3. forvalteren av det alternative fondet gjør det som er nødvendig for her i riket å kunne foreta utbetalinger til deltakerne, innløse andeler og gi den informasjon som foretaket skal utarbeide i henhold til reglene i hjemlandet,

4. det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i fondets hjemstat, forvalterens hjemstat og Norge, herunder samarbeid for å overvåke systemrisiko og

5. fondets hjemstat ikke er oppført av Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) som ikke-samarbeidende land.

(2) Finanstilsynet kan sette vilkår for tillatelse etter første ledd for å sikre beskyttelsen av investorer i Norge, herunder sette vilkår om plikt til å gi opplysninger til investorer og myndigheter og om hvordan salg av andeler i Norge skal skje.

(3) Finanstilsynet kan kalle tilbake tillatelse etter første ledd dersom kravene i første ledd ikke lenger er oppfylt eller vilkår for tillatelsen er brutt.

§ 6-9. Forskriftshjemmel

(1) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om markedsføring og forvaltning av alternative investeringsfond etter dette kapittelet.

Kapittel 7. Markedsføring til ikke-profesjonelle investorer i Norge

§ 7-1. Markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer

(1) Forvalter med tillatelse i Norge eller annen EØS-stat kan etter tillatelse fra Finanstilsynet markedsføre alternativt investeringsfond forvaltet av forvalteren til ikke-profesjonelle investorer i Norge. Søknad om tillatelse skal inneholde følgende opplysninger:

a) En virksomhetsplan som identifiserer fondet og angir i hvilken stat fondet er etablert,

b) Fondets vedtekter og øvrige stiftelsesdokumenter,

c) Angivelse av fondets depotmottaker,

d) Informasjon om fondet som er tilgjengelig for fondets investorer, herunder opplysninger som angitt i § 4-2,

e) Dersom fondet er et tilføringsfond, informasjon om hvor mottakerfondet er etablert,

f) Nøkkelinformasjon etter § 7-2,

g) Bekreftelse om at fondet kan markedsføres til ikke-profesjonelle investorer i hjemstaten,

h) Redegjørelse for hvordan markedsføring og salg skal gjennomføres, herunder tiltak for å sikre at markedsføring til ikke-profesjonelle skal skje i samsvar med kravene til god forretningsskikk i § 7-3.

(2) Dersom fondet er etablert utenfor EØS, eller fondet er tilføringsfond til et slikt fond, gjelder følgende vilkår:

1.forvalteren overholder lovens krav med unntak av §§ 5-1, 5-2, 5-4 - 5-6,

2. forvalteren opplyser om hvilke foretak som er oppnevnt til å utføre oppgavene som nevnt i § 5-3,

3. forvalteren gjør det som er nødvendig for her i riket å kunne foreta utbetalinger til deltakerne, innløse andeler og gi den informasjon som forvalteren skal utarbeide i henhold til reglene i hjemlandet,

4. det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i fondets hjemstat og Norge, og

5. det alternative investeringsfondets hjemland ikke er oppført av Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) som ikke-samarbeidende land.

(3) Tillatelse skal gis med mindre forvaltningen av fondet eller forvalterens virksomhet for øvrig ikke er eller vil være i samsvar med loven. Forvalteren kan starte markedsføring av fondet til ikke-profesjonelle investorer fra den dato den mottar underretning om at fondet kan markedsføres i Norge.

(4) Vesentlige endringer i opplysningene som nevnt i første og andre ledd skal meldes skriftlig til Finanstilsynet minst én måned før gjennomføring av endringen, eller umiddelbart etter at en ikke-planlagt endring har funnet sted. Dersom endringen vil medføre at forvalterens virksomhet eller forvaltningen av fondet ikke vil være i samsvar med loven, skal Finanstilsynet informere forvalteren om dette. Dersom endringen likevel gjennomføres skal Finanstilsynet iverksette alle nødvendige tiltak som nevnt i § 8-4, herunder om nødvendig forby markedsføring av fondet.

(5) Dersom fondet som skal markedsføres er et tilføringsfond, er det en forutsetning at også mottakerfondets forvalter er etablert i Norge eller en annen EØS-stat.

(6) Finanstilsynet kan sette vilkår for tillatelse etter første ledd for å sikre beskyttelsen av investorer i Norge, herunder sette vilkår om plikt til å gi opplysninger til investorer og myndigheter og om hvordan salg av andeler i Norge skal skje.

(7) Finanstilsynet kan kalle tilbake tillatelse etter første ledd dersom kravene i første og andre ledd ikke lenger er oppfylt, vilkår for tillatelsen er brutt eller regler fastsatt i medhold av niende ledd ikke er overholdt. Finanstilsynet kan i særlige tilfeller kalle tilbake tillatelse av hensyn til å beskytte ikke-profesjonelle investorer.

(8) Bestemmelsene i første til syvende ledd gjelder ikke for nasjonale fond etter verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 5 eller tilsvarende utenlandsk innretning.

(9) Departementet kan fastsette nærmere regler om markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer i Norge.

§ 7-2. Nøkkelinformasjon

(1) Forvalter skal utarbeide nøkkelinformasjon for hvert alternativt investeringsfond det forvalter og som markedsføres til ikke-profesjonelle investorer i Norge.

(2) Nøkkelinformasjonen skal på en lettfattelig, tydelig og ikke villende måte gi investor den grunnleggende informasjonen som er nødvendig for at investor kan foreta en investeringsbeslutning på informert grunnlag. Vesentlige forhold i informasjonen skal holdes oppdatert. En oppdatert versjon av nøkkelinformasjonen skal være tilgjengelig på forvalters nettsted.

(3) Forvalter og andre som markedsfører alternative investeringsfond plikter å gi nøkkelinformasjon til ikke-profesjonelle investorer. Forvalter plikter på anmodning å gi nøkkelinformasjon til andre som markedsfører alternative investeringsfond og til leverandører av produkter der fondet inngår.

(4) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om nøkkelinformasjon, herunder innhold, format og fremstilling.

§ 7-3. Krav til god forretningsskikk

(1) Forvalter skal ved markedsføring og salg av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer overholde krav til god forretningsskikk som nevnt i verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde ledd med tilhørende forskrifter.

§ 7-4. Språk

(1) Opplysninger eller informasjon som skal gis til ikke-profesjonelle investorer etter denne lov eller i medhold av denne lov skal gis på norsk, med mindre departementet i forskrift eller Finanstilsynet ved enkeltvedtak bestemmer noe annet.

Kapittel 8. Tilsyn

§ 8-1. Tilsynsmyndighet

(1) Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelse av denne lovs bestemmelser.

§ 8-2. Opplysningsplikt

(1) Forvalter skal gi Finanstilsynet de opplysninger som kreves om forhold som gjelder selskapets virksomhet. Tilsvarende gjelder for forvalters oppdragstakere i medhold av § 3-5, primærmegler etter § 3-4 og depotmottaker for alternative investeringsfond forvaltet av forvalteren for så vidt gjelder virksomheten etter denne lov. Finanstilsynet kan kalle sammen styret i forvalter, alternative investeringsfond og depotmottaker.

(2) Dersom det er risiko for at forvalter ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det inntreffer andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av selskapet, skal selskapet umiddelbart gi melding om dette til Finanstilsynet.

§ 8-3. Periodisk rapportering

(1) Forvalter skal regelmessig rapportere til Finanstilsynet om de viktigste markedene og instrumentene de handler i på vegne av de alternative investeringsfondene den forvalter, herunder om de viktigste instrumentene de handler i, om markeder de er medlem eller aktivt handler på og de viktigste eksponeringer og konsentrasjoner for hvert av fondene de forvalter.

(2) For hvert av de alternative investeringsfondene etablert i EØS som forvaltes og hvert alternativt investeringsfond som markedsføres i EØS skal forvalter gi følgende informasjon til Finanstilsynet:

1. Andelen av fondets eiendeler som er gjenstand for særlige ordninger som følge av deres illikvide natur,
2. Enhver endring av ordning for likviditetsstyring i fondet,
3. Risikoprofilen til fondet og forvalters risikohåndteringssystemer,
4. Informasjon om hovedtyper av eiendeler som fondet har investert i,
5. Resultatet av stresstester utført i henhold til §§ 3-7 andre ledd og 3-9 første ledd,

(3) For hvert alternative investeringsfond som i vesentlig grad benytter finansiell giring, skal forvalter gi informasjon om nivå og kilder til finansiell giring, samt gjenbruk av aktiva under ordninger for finansiell giring. Forvalter skal også angi de fem største kildene til belåning i form av penger eller verdipapirer, og den finansielle giringen fra hver av disse kildene. For forvaltere som er etablert utenfor EØS gjelder forpliktelsen bare fond tillatt for markedsføring etter § 6-8.

(4) Departementet kan gi nærmere regler i forskrift om periodisk rapportering.

§ 8-4. Pålegg om retting

(1) Finanstilsynet kan gi forvalter pålegg om retting dersom selskapet ikke har overholdt sine plikter etter bestemmelser i lov eller forskrift, eller har handlet i strid med vilkår for tillatelsen. Det samme gjelder dersom selskapets organer ikke har overholdt selskapets eller fondenes vedtekter, eller egne interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser i lov eller forskrift. Pålegg kan også gis for å hindre framtidig handlemåte som vil være i strid med første og annet punktum. Finanstilsynet kan gi forvalter pålegg om å fratre som forvalter for alternativt investeringsfond dersom forhold som nevnt i § 2-1 annet ledd ikke rettes.

(2) Finanstilsynet kan gi forvalter pålegg om retting dersom selskapets ledelse eller styre ikke løpende oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring.

(3) Første og annet ledd gjelder tilsvarende dersom Finanstilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i en annen EØS-stat om at norsk forvalter har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Finanstilsynet skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

(4) Finanstilsynet kan i særlige tilfeller, dersom det er berettiget ut fra hensynet til investorenes eller allmennhetens interesser, pålegge forvalter å suspendere retten til tegning og innløsning i alternative investeringsfond forvaltet av forvalteren, med unntak av nasjonale fond som nevnt i verdipapirfondloven § 1-5.

(5) Dersom Finanstilsynet gir pålegg om opphør av forvaltning av norsk alternativt investeringsfond, eller forvalters tillatelse tilbakekalles etter fjerde ledd, skal alternative investeringsfond selskapet forvalter her i landet, avvikles eller overføres til en annen forvalter.

§ 8-5. Endring, tilbakekall og bortfall av tillatelse

(1) Forvalterens tillatelse til å drive virksomhet faller bort hvis forvalteren kommer under konkurs- eller offentlig akkordforhandling.

(2) Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår for, eller tilbakekalle tillatelsen til forvalter dersom forvalter:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive virksomhet i mer enn seks måneder,

2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,

3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen,

4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,

5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser,

6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 8-4, eller

7. med tillatelse etter § 2-2 annet ledd ikke overholder krav til ansvarlig kapital etter § 2-8 med tilhørende forskrifter.

(3) Når tillatelse til å drive forvaltning bortfaller eller blir kalt tilbake, skal alternative investeringsfond selskapet forvalter avvikles eller overføres til et annen forvalter.

(4) Dersom tillatelsen til en forvalter som driver virksomhet i en annen EØS-stat bortfaller eller blir kalt tilbake, skal Finanstilsynet underrette tilsynsmyndighetene i vertsstaten.

§ 8-6. Straff

(1) Med bøter eller fengsel inntil 1 år straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 2-2 første og fjerde ledd, § 3-5, § 3-8, § 3-12, § 3-13. § 3-14, § 5-3 andre ledd til fjerde ledd, § 6-1, § 6-2, § 6-3, § 6-4, § 6-5, § 6-6, § 6-7, § 6-8, § 7-1, § 7-2, § 7-3, § 8-2, § 8-3, § 8-4 første og andre ledd, § 9-1 og § 9-2, eller regler eller tillatelser gitt i medhold av nevnte bestemmelser.

2. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 3-2.

(2) Medvirkning straffes på samme måte.

(3) Påtale finner bare sted når allmenne hensyn krever det.

Kapittel 9. Tilsyn med grensekryssende virksomhet

§ 9-1. Opplysningsplikt

(1) Finanstilsynet kan til statistisk bruk pålegge utenlandske forvalter som driver virksomhet i henhold til §§ 6-3, 6-5, 6-7, 6-8 og 7-1, å avgi rapporter om sin virksomhet.

(2) Finanstilsynet kan kreve de opplysninger fra utenlandske forvaltere som anses nødvendige for å kontrollere at reglene som gjelder for virksomheten her i landet, overholdes.

§ 9-2. Pålegg om retting mv.

(1) Finanstilsynet kan gi forvalter som driver virksomhet i henhold til §§ 6-3, 6-5, 6-7 og 6-8, 6-8 og 7-1 pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift. Finanstilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg ikke etterkommes.

(2) Før pålegg gis skal tilsynsmyndighetene i forvalterens hjemland varsles og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør.

(3) Hvis det er nødvendig for å verne interessene til andelseierne/investorene, andre som mottar tjenester fra forvalter eller det er nødvendig for å sikre finansiell stabilitet eller tilliten til det finansielle systemet, kan Finanstilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel som nevnt i annet ledd.

(4) Dersom tillatelsen til en forvalter som er etablert i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal Finanstilsynet treffe tiltak for å hindre at selskapet fortsatt driver virksomhet her i landet.

(5) Finanstilsynet kan i særlige tilfeller, dersom det er berettiget ut fra hensynet til investorenes eller allmennhetens interesser, pålegge forvalter å suspendere retten til tegning og innløsning i alternative investeringsfond forvaltet av forvalteren, med unntak av nasjonale fond som nevnt i verdipapirfondloven § 1-5.

(6) Dersom Finanstilsynet gir pålegg om opphør av forvaltning av norsk alternativt investeringsfond, eller forvalters tillatelse tilbakekalles etter fjerde ledd, skal alternative investeringsfond selskapet forvalter her i landet, avvikles eller overføres til en annen forvalter.

§ 9-3. Tilsyn med markedsføring av utenlandsk alternativt investeringsfond

(1) Finanstilsynet kan gi forvalter som markedsfører alternative investeringsfond pålegg om retting dersom markedsføringen utøves i strid med §§ 6-2, 6-3, 6-6, 6-7 og 6-8, 6-8 og 7-1.

(2) Finanstilsynet kan treffe nødvendige tiltak for å beskytte investorer her i landet, herunder hindre fremtidig markedsføring dersom regler i det alternative investeringsfondets hjemland ikke følges. Før tiltak treffes, skal tilsynsmyndighetene i det alternative investeringsfondets hjemland varsles.

§ 9-4. Tilsynssamarbeid

(1) Vedkommende myndigheter i en EØS-stat kan anmode Finanstilsynet om å samarbeide om utøvelse av tilsyn i Norge dersom dette er nødvendig for vedkommende myndigheters kontroll eller håndhevelse. Finanstilsynet kan gjennomføre tilsynet selv, eller tillate at det andre landets myndigheter gjennomfører tilsynet.

(2) Etter forhåndsmelding til Finanstilsynet kan vedkommende myndigheter i forvalters hjemland, i samarbeid med Finanstilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til § 6-5.

(3) Annet ledd er ikke til hinder for at Finanstilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet, overholdes.

(4) Departementet kan gi nærmere regler om tilsynssamarbeid og utveksling av informasjon mellom myndigheter.

Kapittel 10. Ikrafttredelse og overgangsbestemmelser

§ 10-1. Ikrafttredelse

Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.

§ 10-2. Overgangsregler

(1) Bestemmelsene i §§ 6-1 til 6-5 får ikke anvendelse for alternative investeringsfond som markedsføres under et prospekt som er godkjent og offentliggjort [denne lovs ikrafttredelse] under gyldighetsperioden for det aktuelle prospektet.

(2) Kravet til tillatelse etter § 2-2 første ledd gjelder ikke for forvalter som [ved denne lovs ikrafttredelse] forvalter alternativt investeringsfond som ikke gir andelseierne innløsningsrett og som ikke gjennomfører ytterligere investeringer etter dette tidspunktet.

(3) Bestemmelsene i denne lov, med unntak av §§ 3-12, 3-13, 3-12 og 4-2 gjelder ikke for forvalter av alternativt investeringsfond hvor tegningsperioden har utløpt [denne lovs ikrafttredelse], som ikke gir andelseierne innløsningsrett og hvor fondets levetid utløper senest 22. juli 2016.

(4) Inntil 22. juli 2017 gjelder ikke krav til etableringsland for depotmottaker i § 5-1 første ledd annet punktum for forvaltere av alternative investeringsfond som [innen 22. juli 2013 / ved denne lovs ikrafttredelse] har oppnevnt en kredittinstitusjon etablert i annen EØS-stat som depotmottaker.

§ 10-3. Endringer i andre lover

Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet med finansinstitusjoner mv. § 9 første ledd femte punktum skal lyde:

"Finanstilsynets utgifter med registreringspliktige foretak etter lov [] om forvaltning av alternative investeringsfond § 2-3 skal utliknes på registrerte foretak etter § 2-4. "

Lov 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsvirksomhetsloven) § 7-7 tredje ledd annet punktum skal lyde:

"Avtale om kapitalforvaltning kan bare inngås med bank eller livsforsikringsselskap som har adgang til å drive virksomhet her i riket, samt med verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond og forvaltere av alternative investeringsfond som har tillatelse til å drive aktiv forvaltning."

Lov 26. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 9-2 første ledd nr. 7 til 8 og nytt nr. 9 skal lyde:

"7. depotmottakere for verdipapirfond, pensjonskasser og alternative investeringsfond,

8. foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral, oppgjørssentral eller regulert marked, og

9. forvaltere av alternative investeringsfond."

Lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond § 4-1 første ledd skal lyde:

"Etablering av verdipapirfond krever tillatelse fra Finanstilsynet. Tillatelse gis for hvert enkelt fond. Tillatelse til å etablere UCITS kan gis forvaltningsselskap med tillatelse fra en annen EØS-stat. Tillatelse til å etablere nasjonale fond kan gis forvalter av alternative investeringsfond med tillatelse fra en annen EØS-stat som i hjemstaten har tillatelse til å forvalte tilsvarende fond. Denne bestemmelsen gjelder tilsvarende når et forvaltningsselskap med tillatelse fra en annen EØS-stat søker om å overta forvaltningen av et norsk UCITS eller når en forvalter av alternative investeringsfond med tillatelse fra en annen EØS-stat søker å overta forvaltningen av et nasjonalt fond. "

§ 9-4 første ledd første punktum skal lyde:

"Utenlandsk verdipapirfond som ikke omfattes av EØS-regler som svarer til rådsdirektiv 2009/65/EF og som ikke kan markedsføres etter bestemmelsene i lov […] § 6-3, 6-7 eller 6-8, kan markedsføres etter tillatelse fra Finanstilsynet.

§ 9-4 første ledd nr. 6 skal lyde:

"salg i Norge av andeler i verdipapirfondet skjer gjennom forvaltningsselskap med tillatelse etter §§ 2-1, 3-3 eller 3-4, kredittinstitusjon med rett til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, forsikringsselskap med rett til å drive

forsikringsvirksomhet i Norge, verdipapirforetak med rett til å yte investeringstjenester i Norge eller forvalter av alternative investeringsfond som har tillatelse til å forvalte tilsvarende fond i hjemstaten. "

I

(Legislative acts)

DIRECTIVES

DIRECTIVE 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL

of 8 June 2011

on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010

(Text with EEA relevance)

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,

Having regard to the Treaty on the Functioning of the European Union, and in particular Article 53(1) thereof,

Having regard to the proposal from the European Commission,

Having regard to the opinion of the European Central Bank [1],

Having regard to the opinion of the European Economic and Social Committee [2],

Acting in accordance with the ordinary legislative procedure [3],

Whereas:

(1) Managers of alternative investment funds (AIFMs) are responsible for the management of a significant amount of invested assets in the Union, account for significant amounts of trading in markets for financial instruments, and can exercise an important influence on markets and companies in which they invest.

(2) The impact of AIFMs on the markets in which they operate is largely beneficial, but recent financial difficulties have underlined how the activities of AIFMs may also serve to spread or amplify risks through the financial system. Uncoordinated national responses make the efficient management of those risks difficult. This Directive therefore aims at establishing common requirements governing the authorisation and supervision of AIFMs in order to provide a coherent approach to the related risks and their impact on investors and markets in the Union.

(3) Recent difficulties in financial markets have underlined that many AIFM strategies are vulnerable to some or several important risks in relation to investors, other market participants and markets. In order to provide comprehensive and common arrangements for supervision, it is necessary to establish a framework capable of addressing those risks taking into account the diverse range of investment strategies and techniques employed by AIFMs. Consequently, this Directive should apply to AIFMs managing all types of funds that are not covered by Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [4], irrespective of the legal or contractual manner in which the AIFMs are entrusted with this responsibility. AIFMs should not be entitled to manage UCITS within the meaning of Directive 2009/65/EC on the basis of an authorisation under this Directive.

(4) This Directive aims to provide for an internal market for AIFMs and a harmonised and stringent regulatory and supervisory framework for the activities within the Union of all AIFMs, including those which have their registered office in a Member State (EU AIFMs) and those which have their registered office in a third country (non-EU AIFMs). As the practical consequences and possible difficulties resulting from a harmonised regulatory framework and an internal market for non-EU AIFMs performing management and/or marketing activities within the Union and EU AIFMs managing non-EU alternative investment funds (AIFs), are

[1] OJ C 272, 13.11.2009, p. 1.
[2] OJ C 18, 19.1.2011, p. 90.
[3] Position of the European Parliament of 11 November 2010 (not yet published in the Official Journal) and decision of the Council of 27 May 2011.
[4] OJ L 302, 17.11.2009, p. 32.

uncertain and difficult to predict due to the lack of previous experience in this regard, a review mechanism should be provided for. It is intended that, after a transitional period of 2 years, a harmonised passport regime become applicable to non-EU AIFMs performing management and/or marketing activities within the Union and EU AIFMs managing non-EU AIFs after the entry into force of a delegated act by the Commission in this regard. It is intended that the harmonised regime, during a further transitional period of 3 years, co-exist with the national regimes of the Member States subject to certain minimum harmonised conditions. After that 3-year period of co-existence, it is intended that the national regimes be brought to an end on the entry into force of a further delegated act by the Commission.

(5) 4 years after the deadline for transposition of this Directive, the Commission should review the application and the scope of this Directive taking into account its objectives and should assess whether or not the Union harmonised approach has caused any ongoing major market disruption and whether or not this Directive functions effectively in light of the principles of the internal market and of a level playing field.

(6) The scope of this Directive should be limited to entities managing AIFs as a regular business – regardless of whether the AIF is of an open-ended or a closed-ended type, whatever the legal form of the AIF, and whether or not the AIF is listed – which raise capital from a number of investors with a view to investing that capital for the benefit of those investors in accordance with a defined investment policy.

(7) Investment undertakings, such as family office vehicles which invest the private wealth of investors without raising external capital, should not be considered to be AIFs in accordance with this Directive.

(8) The entities not considered to be AIFMs pursuant to this Directive fall outside its scope. As a consequence, this Directive should not apply to holding companies as defined herein. However, managers of private equity funds or AIFMs managing AIFs whose shares are admitted to trading on a regulated market should not be excluded from its scope. Further, this Directive should not apply to the management of pension funds; employee participation or savings schemes; supranational institutions; national central banks; national, regional and local governments and bodies or institutions which manage funds supporting social security and pension systems; securitisation special purpose entities; or insurance contracts and joint ventures.

(9) Investment firms authorised under Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments [1] and credit institutions authorised under Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions [2] should not be required to obtain an authorisation under this Directive in order to provide investment services such as individual portfolio management in respect of AIFs. However, investment firms should be able, directly or indirectly, to offer units or shares of an AIF to, or place such units or shares with, investors in the Union only to the extent that the units or shares can be marketed in accordance with this Directive. When transposing this Directive into national law, the Member States should take into account the regulatory purpose of that requirement and should ensure that investment firms established in a third country that, pursuant to the relevant national law, can provide investment services in respect of AIFs also fall within the scope of that requirement. The provision of investment services by those entities in respect of AIFs should never amount to a de facto circumvention of this Directive by means of turning the AIFM into a letter-box entity, irrespective of whether the AIFM is established in the Union or in a third country.

(10) This Directive does not regulate AIFs. AIFs should therefore be able to continue to be regulated and supervised at national level. It would be disproportionate to regulate the structure or composition of the portfolios of AIFs managed by AIFMs at Union level and it would be difficult to provide for such extensive harmonisation due to the very diverse types of AIFs managed by AIFMs. This Directive therefore does not prevent Member States from adopting or from continuing to apply national requirements in respect of AIFs established in their territory. The fact that a Member State may impose requirements additional to those applicable in other Member States on AIFs established in its territory should not prevent the exercise of rights of AIFMs authorised in accordance with this Directive in other Member States to market to professional investors in the Union certain AIFs established outside the Member State imposing additional requirements and which are therefore not subject to and do not need to comply with those additional requirements.

(11) Several provisions of this Directive require AIFMs to ensure compliance with requirements for which, in some fund structures, AIFMs are not responsible. An example of such fund structures is where the responsibility for appointing the depositary rests with the AIF or another entity acting on behalf of the AIF. In such cases, the AIFM has no ultimate control over whether a depositary is in fact appointed unless the AIF is internally

[1] OJ L 145, 30.4.2004, p. 1.
[2] OJ L 177, 30.6.2006, p. 1.

managed. Since this Directive does not regulate AIFs, it cannot require an AIF to appoint a depositary. In cases of failure of an AIFM to ensure compliance with the applicable requirements of an AIF or another entity on its behalf, the competent authorities should require the AIFM to take the necessary steps to remedy the situation. If, despite such steps, the non-compliance persists, and in so far as it concerns an EU AIFM or an authorised non-EU AIFM managing an EU AIF, the AIFM should resign as manager of that AIF. If the AIFM fails to resign, the competent authorities of its home Member State should require such resignation and the marketing in the Union of the AIF concerned should no longer be permitted. The same prohibition should apply to authorised non-EU AIFMs marketing non-EU AIFs in the Union.

(12) Unless specifically provided for otherwise, where this Directive refers to the interests of the investors of an AIF the investors' interests in their specific capacity as investors of the AIF, and not their individual interests, are envisaged.

(13) Subject to the exceptions and restrictions provided for, this Directive should be applicable to all EU AIFMs managing EU AIFs or non-EU AIFs, irrespective of whether or not they are marketed in the Union, to non-EU AIFMs managing EU AIFs, irrespective of whether or not they are marketed in the Union, and to non-EU AIFMs marketing EU AIFs or non-EU AIFs in the Union.

(14) This Directive lays down requirements regarding the manner in which AIFMs should manage AIFs under their responsibility. For non-EU AIFMs this is limited to the management of EU AIFs and other AIFs the units or shares of which are also marketed to professional investors in the Union.

(15) The authorisation of EU AIFMs in accordance with this Directive covers the management of EU AIFs established in the home Member State of the AIFM. Subject to further notification requirements, this also includes the marketing to professional investors within the Union of EU AIFs managed by the EU AIFM and the management of EU AIFs established in Member States other than the home Member State of the AIFM. This Directive also provides for the conditions subject to which authorised EU AIFMs are entitled to market non-EU AIFs to professional investors in the Union and the conditions subject to which a non-EU AIFM can obtain an authorisation to manage EU AIFs and/or to market AIFs to professional investors in the Union with a passport. During a period that is intended to be transitional, Member States should also be able to allow EU AIFMs to market non-EU AIFs in their territory only and/or to allow non-EU AIFMs to manage EU AIFs, and/or market AIFs to professional investors, in their territory only, subject to national law, in so far as certain minimum conditions pursuant to this Directive are met.

(16) This Directive should not apply to AIFMs in so far as they manage AIFs whose only investors are the AIFMs themselves or their parent undertakings, their subsidiaries or other subsidiaries of their parent undertaking and where those investors are not themselves AIFs.

(17) This Directive further provides for a lighter regime for AIFMs where the cumulative AIFs under management fall below a threshold of EUR 100 million and for AIFMs that manage only unleveraged AIFs that do not grant investors redemption rights during a period of 5 years where the cumulative AIFs under management fall below a threshold of EUR 500 million. Although the activities of the AIFMs concerned are unlikely to have individually significant consequences for financial stability, it is possible that aggregation causes their activities to give rise to systemic risks. Consequently, those AIFMs should not be subject to full authorisation but to registration in their home Member States and should, inter alia, provide their competent authorities with relevant information regarding the main instruments in which they are trading and on the principal exposures and most important concentrations of the AIFs they manage. However, in order to be able to benefit from the rights granted under this Directive, those smaller AIFMs should be allowed to be treated as AIFMs subject to the opt-in procedure provided for by this Directive. That exemption should not limit the ability of Member States to impose stricter requirements on those AIFMs that have not opted in.

(18) No EU AIFM should be able to manage and/or market EU AIFs to professional investors in the Union unless it has been authorised in accordance with this Directive. An AIFM authorised in accordance with this Directive should meet the conditions for authorisation established in this Directive at all times.

(19) As soon as this is permitted under this Directive, a non-EU AIFM intending to manage EU AIFs and/or market AIFs in the Union with a passport or an EU AIFM intending to market non-EU AIFs in the Union with a passport should also be authorised in accordance with this Directive. At least during a transitional period, a Member State should also be able to allow a non-EU AIFM to market AIFs in that Member State and to authorise an EU AIFM to market non-EU AIFs in that Member State in so far as the minimum conditions set out in this Directive are met.

(20) Depending on their legal form, it should be possible for AIFs to be either externally or internally managed. AIFs should be deemed internally managed when the management functions are performed by the governing body or any other internal resource of the AIF. Where the legal form of the AIF permits internal management and where the AIF's governing body chooses not to appoint an external AIFM, the AIF is also AIFM and should therefore comply with all requirements for AIFMs under this Directive and be authorised as such. An AIFM which is an internally managed AIF should however not be authorised as the external manager of other AIFs. An AIF should be deemed externally managed when an external legal person has been appointed as manager by or on behalf of the AIF, which through such appointment is responsible for managing the AIF. Where an external AIFM has been appointed to manage a particular AIF, that AIFM should not be deemed to be providing the investment service of portfolio management as defined in point (9) of Article 4(1) of Directive 2004/39/EC, but, rather, collective portfolio management in accordance with this Directive.

(21) Management of AIFs should mean providing at least investment management services. The single AIFM to be appointed pursuant to this Directive should never be authorised to provide portfolio management without also providing risk management or vice versa. Subject to the conditions set out in this Directive, an authorised AIFM should not, however, be prevented from also engaging in the activities of administration and marketing of an AIF or from engaging in activities related to the assets of the AIF. An external AIFM should not be prevented from also providing the service of management of portfolios of investments with mandates given by investors on a discretionary, client-by-client basis, including portfolios owned by pension funds and institutions for occupational retirement provision which are covered by Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision [1], or from providing the non-core services of investment advice, safe-keeping and administration in relation to units of collective investment undertakings and reception and transmission of orders. Pursuant to authorisation under Directive 2009/65/EC, an external AIFM should be allowed to manage UCITS.

(22) It is necessary to ensure that AIFMs operate subject to robust governance controls. AIFMs should be managed and organised so as to minimise conflicts of interest. The organisational requirements established under this Directive should be without prejudice to systems and controls established by national law for the registration of persons working within or for an AIFM.

(23) It is necessary to provide for the application of minimum capital requirements to ensure the continuity and the regularity of the management of AIFs provided by an AIFM and to cover the potential exposure of AIFMs to professional liability in respect of all their activities, including the management of AIFs under a delegated mandate. AIFMs should be free to choose whether to cover potential risks of professional liability by additional own funds or by an appropriate professional indemnity insurance.

(24) In order to address the potentially detrimental effect of poorly designed remuneration structures on the sound management of risk and control of risk-taking behaviour by individuals, there should be an express obligation for AIFMs to establish and maintain, for those categories of staff whose professional activities have a material impact on the risk profiles of AIFs they manage, remuneration policies and practices that are consistent with sound and effective risk management. Those categories of staff should at least include senior management, risk takers, control functions, and any employees receiving total remuneration that takes them into the same remuneration bracket as senior management and risk takers.

(25) The principles governing remuneration policies should recognise that AIFMs are able to apply those policies in different ways according to their size and the size of the AIFs they manage, their internal organisation and the nature, the scope and the complexity of their activities.

(26) The principles regarding sound remuneration policies set out in the Commission Recommendation 2009/384/EC of 30 April 2009 on remuneration policies in the financial services sector [2] are consistent with and complement the principles of this Directive.

(27) In order to promote supervisory convergences in the assessment of remuneration policies and practices, the European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), established by Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council [3] (ESMA) should ensure the existence of guidelines on sound remuneration policies in the AIFM sector. The European Supervisory Authority (European Banking Authority) established by Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council [4] should assist it in the elaboration of such guidelines.

[1] OJ L 235, 23.9.2003, p. 10.

[2] OJ L 120, 15.5.2009, p. 22.

[3] OJ L 331, 15.12.2010, p. 84.

[4] OJ L 331, 15.12.2010, p. 12.

(28) The provisions on remuneration should be without prejudice to the full exercise of fundamental rights guaranteed by the Treaties, in particular Article 153(5) TFEU, general principles of national contract and labour law, applicable legislation regarding shareholders' rights and involvement and the general responsibilities of the administrative and supervisory bodies of the institution concerned, as well as the right, where applicable, of social partners to conclude and enforce collective agreements, in accordance with national laws and traditions.

(29) Reliable and objective asset valuation is crucial for the protection of investor interests. AIFMs employ different methodologies and systems for valuing assets, depending on the assets and markets in which they predominantly invest. It is appropriate to recognise those differences but, nevertheless, to require in all cases AIFMs to implement valuation procedures resulting in the proper valuation of assets of AIFs. The process for valuation of assets and calculation of the net asset value should be functionally independent from the portfolio management and the remuneration policy of the AIFM and other measures should ensure that conflicts of interest are prevented and that undue influence on the employees is prevented. Subject to certain conditions, AIFMs should be able to appoint an external valuer to perform the valuation function.

(30) Subject to strict limitations and requirements, including the existence of objective reasons, an AIFM should be able to delegate the carrying out of some of its functions on its behalf in accordance with this Directive so as to increase the efficiency of the conduct of its business. Subject to the same conditions, sub-delegation should also be allowed. AIFMs should, however, remain responsible for the proper performance of the delegated functions and compliance with this Directive at all times.

(31) The strict limitations and requirements set out on the delegation of tasks by AIFMs should apply to the delegation of management functions set out in Annex I. Delegation of supporting tasks, such as administrative or technical functions performed by the AIFM as a part of its management tasks, should not be subject to the specific limitations and requirements set out in this Directive.

(32) Recent developments underline the crucial need to separate asset safe-keeping and management functions, and to segregate investor assets from those of the manager. Although AIFMs manage AIFs with different business models and arrangements for, inter alia, asset safe-keeping, it is essential that a depositary separate from the AIFM is appointed to exercise depositary functions with respect to AIFs.

(33) The provisions of this Directive relating to the appointment and the tasks of a depositary should apply to all AIFs managed by an AIFM subject to this Directive and therefore to all AIF business models. They should, however, be adapted to the specificities of different business models. For some business models certain depositary tasks are more relevant than for others, depending on the type of assets the AIFs are investing in and the tasks related to those assets.

(34) For AIFs that have no redemption rights exercisable during the period of 5 years from the date of the initial investments and that, in accordance with their core investment policy, generally do not invest in assets that must be held in custody in accordance with this Directive or generally invest in issuers or non-listed companies in order potentially to acquire control over such companies in accordance with this Directive, such as private equity, venture capital funds and real estate funds, Member States should be able to allow a notary, a lawyer, a registrar or another entity to be appointed to carry out depositary functions. In such cases the depositary functions should be part of professional or business activities in respect of which the appointed entity is subject to mandatory professional registration recognised by law or to legal or regulatory provisions or rules of professional conduct and can provide sufficient financial and professional guarantees to enable it to perform effectively the relevant depositary functions and meet the commitments inherent in those functions. This takes account of current practice for certain types of closed-ended funds. However, for all other AIFs, the depositary should be a credit institution, an investment firm or another entity permitted under Directive 2009/65/EC, given the importance of the custody function. For non-EU AIFs only, it should also be possible for the depositary to be a credit institution or any other entity of the same nature as the entities referred to in this recital as long as it is subject to effective prudential regulation and supervision which have the same effect as Union law and are effectively enforced.

(35) The depositary should have its registered office or a branch in the same country as the AIF. It should be possible for a non-EU AIF to have a depositary established in the relevant third country only if certain additional conditions are met. On the basis of the criteria set out in delegated acts, the Commission should be empowered to adopt implementing measures, stating that prudential regulation and supervision of a third country have the same effect as Union law and are effectively enforced. Further, the mediation procedure set out in Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010 should apply in the event that competent authorities disagree on the correct application of the other additional conditions. Alternatively, for non-EU AIFs, the depositary should also be able to be established in the home Member State or in the Member State of reference of the AIFM managing the AIF.

(36) The Commission is invited to examine the possibilities of putting forward an appropriate horizontal legislative proposal that clarifies the responsibilities and liabilities of a depositary and governs the right of a depositary in one Member State to provide its services in another Member State.

(37) The depositary should be responsible for the proper monitoring of the AIF's cash flows, and, in particular, for ensuring that investor money and cash belonging to the AIF, or to the AIFM acting on behalf of the AIF, is booked correctly on accounts opened in the name of the AIF or in the name of the AIFM acting on behalf of the AIF or in the name of the depositary acting on behalf of the AIF for the safe-keeping of the assets of the AIF, including the holding in custody of financial instruments that can be registered in a financial instruments account opened in the depositary's books and all financial instruments that can be physically delivered to the depositary, and for the verification of ownership of all other assets by the AIF or the AIFM on behalf of the AIF. When ensuring investor money is booked in cash accounts, the depositary should take into account the principles set out in Article 16 of Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive [1].

(38) A depositary should act honestly, fairly, professionally, independently and in the interest of the AIF or of the investors of the AIF.

(39) It should be possible for a depositary to delegate the safe-keeping of assets to a third party which, in its turn, should be able to delegate that function. However, delegation and sub-delegation should be objectively justified and subject to strict requirements in relation to the suitability of the third party entrusted with the delegated function, and in relation to the due skill, care and diligence that the depositary should employ to select, appoint and review that third party.

(40) A third party to whom the safe-keeping of assets is delegated should be able to maintain a common segregated account for multiple AIFs, a so-called 'omnibus account'.

(41) Entrusting the custody of assets to the operator of a securities settlement system as designated for the purposes of Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems [2] or entrusting the provision of similar services to third-country securities settlement systems should not be considered to be a delegation of custody functions.

(42) The strict limitations and requirements to which the delegation of tasks by the depositary is subject should apply to the delegation of its specific functions as a depositary, namely the monitoring of the cash flow, the safe-keeping of assets and the oversight functions. Delegation of supporting tasks that are linked to its depositary tasks, such as administrative or technical functions performed by the depositary as a part of its depositary tasks, is not subject to the specific limitations and requirements set out in this Directive.

(43) This Directive also takes account of the fact that many AIFs, and in particular hedge funds, currently make use of a prime broker. This Directive ensures that AIFs may continue to use the function of prime brokers. However, unless it has functionally and hierarchically separated the performance of its depositary functions from its tasks as prime broker and the potential conflicts of interest are properly identified, managed and disclosed to the investors of the AIF, no prime broker should be appointed as a depositary, since prime brokers act as counterparties to AIFs and therefore cannot at the same time act in the best interest of the AIF as is required of a depositary. Depositaries should be able to delegate custody tasks to one or more prime brokers or other third parties. In addition to the delegated custody tasks prime brokers should be allowed to provide prime brokerage services to the AIF. Those prime brokerage services should not form part of the delegation arrangement.

(44) The depositary should be liable for the losses suffered by the AIFM, the AIF and the investors. This Directive distinguishes between the loss of financial instruments held in custody, and any other losses. In the case of a loss other than of financial instruments held in custody, the depositary should be liable in the case of intent or negligence. Where the depositary holds assets in custody and those assets are lost, the depositary should be liable, unless it can prove that the loss is the result of an external event beyond its reasonable control, the consequences of which would have been unavoidable despite all reasonable efforts to the contrary. In this context, a depositary should not, for example, be able to rely on internal situations such as a fraudulent act by an employee to discharge itself of liability.

(45) Where the depositary delegates custody tasks and the financial instruments held in custody by a third party are lost, the depositary should be liable. However, provided that the depositary is expressly allowed to discharge itself of liability subject to a contractual

[1] OJ L 241, 2.9.2006, p. 26.

[2] OJ L 166, 11.6.1998, p. 45.

transfer of such liability to that third party, pursuant to a written contract between the depositary and the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF, in which such a discharge is objectively justified, and that the third party can be held liable for the loss based on a contract between the depositary and the third party, the depositary should be able to discharge itself of liability if it can prove that it has exercised due skill, care and diligence and that the specific requirements for delegation are met. By imposing the requirement of a contractual transfer of liability to the third party, this Directive intends to attach external effects to such contract, making the third party directly liable to the AIF, or to the investors of the AIF, for the loss of the financial instruments held in custody.

(46) Further, where the law of a third country requires that certain financial instruments be held in custody by a local entity and there are no local entities that satisfy all depositary delegation requirements, the depositary should be able to discharge itself of liability provided that: the rules or instruments of incorporation of the AIF concerned expressly allow for such a discharge; the investors have been duly informed of that discharge and the circumstances justifying the discharge prior to their investment; the AIF or the AIFM on behalf of the AIF instructed the depositary to delegate the custody of such financial instruments to a local entity; there is a written contract between the depositary and the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF, which expressly allows such a discharge; and there is a written contract between the depositary and the third party which expressly transfers the liability of the depositary to that third party and makes it possible for the AIF, or the AIFM acting on behalf of the AIF, to make a claim against the third party in respect of the loss of financial instruments or for the depositary to make such a claim on their behalf.

(47) This Directive should be without prejudice to any future legislative measures with respect to the depositary in Directive 2009/65/EC, because UCITS and AIFs are different both in the investment strategies they follow and in the type of investors for which they are intended.

(48) An AIFM should, for each of the EU AIFs it manages and for each of the AIFs it markets in the Union, make available an annual report for each financial year no later than 6 months following the end of the financial year in accordance with this Directive. That 6-month period should be without prejudice to the right of the Member States to impose a shorter period.

(49) Given that it is possible for an AIFM to employ leverage and, under certain conditions, to contribute to the build up of systemic risk or disorderly markets, special requirements should be imposed on AIFMs employing leverage. The information needed to detect, monitor and respond to those risks has not been collected in a consistent way throughout the Union, and shared across Member States so as to identify potential sources of risk to the stability of financial markets in the Union. To remedy that situation, special requirements should apply to AIFMs which employ leverage on a substantial basis at the level of the AIF. Such AIFMs should be required to disclose information regarding the overall level of leverage employed, the leverage arising from borrowing of cash or securities and the leverage arising from positions held in derivatives, the reuse of assets and the main sources of leverage in their AIFs. Information gathered by competent authorities should be shared with other authorities in the Union, with ESMA and with the European Systemic Risk Board (ESRB) established by Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board [1] so as to facilitate a collective analysis of the impact of the leverage of AIFs managed by AIFMs on the financial system in the Union, as well as a common response. If one or more AIFs managed by an AIFM could potentially constitute an important source of counterparty risk to a credit institution or other systemically relevant institutions in other Member States, such information should also be shared with the relevant authorities.

(50) In order to ensure a proper assessment of the risks induced by the use of leverage by an AIFM with respect to the AIFs it manages, the AIFM should demonstrate that the leverage limits for each AIF it manages are reasonable and that it complies with those limits at all times. Where the stability and integrity of the financial system may be threatened, the competent authorities of the home Member State of the AIFM should be able to impose limits to the level of leverage that an AIFM can employ in AIFs under its management. ESMA and the ESRB should be informed about any actions taken in this respect.

(51) It is also considered necessary to allow ESMA, after taking into account the advice of the ESRB, to determine that the leverage used by an AIFM or by a group of AIFMs poses a substantial risk to the stability and the integrity of the financial system and to issue advice to competent authorities specifying the remedial measures to be taken.

(52) It is necessary to ensure that the competent authorities of the home Member State of the AIFM, the companies over which AIFs managed by an AIFM exercise control and the employees of such companies receive certain information necessary for those companies to assess how that control will impact their situation.

[1] OJ L 331, 15.12.2010, p. 1.

(53) Where AIFMs manage AIFs which exercise control over an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market, information should generally be disclosed in accordance with Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids ([1]) and Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market ([2]). Specific requirements should apply to AIFMs managing AIFs which exercise control over a non-listed company. In order to ensure transparency regarding the controlled company, enhanced transparency, disclosure and reporting requirements should apply. Further, the annual reports of the relevant AIF should be supplemented with regard to the controlled company or such additional information should be included in the annual report of the controlled company. Such information should be made available to the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, and to the investors of the relevant AIF.

(54) Specific information requirements towards employees of certain companies apply in cases where AIFs acquire control over such companies in accordance with this Directive. However, in most cases the AIFM has no control over the AIF, unless it is an internally managed AIF. Furthermore, there is, in accordance with the general principles of company law, no direct relationship between the shareholders and the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves. For those reasons, no direct information requirements towards the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, can be imposed pursuant to this Directive on a shareholder or its manager, namely the AIF and the AIFM. As regards the information requirements towards such employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, this Directive should provide for an obligation on the AIFM concerned to use its best efforts to ensure that the board of directors of the company concerned discloses the relevant information to the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves.

(55) The Commission is invited to examine the need and the possibilities to amend the information and disclosure requirements applicable in cases of control over non-listed companies or issuers set out in this Directive on a general level, regardless of the type of investor.

(56) Where an AIFM manages one or more AIFs which acquire control over a non-listed company, the AIFM should provide the competent authorities of its home Member State with information on the financing of the acquisition. That obligation to provide information on financing should also apply when an AIFM manages AIFs which acquire control over an issuer of shares admitted to trading on a regulated market.

(57) Where an AIFM manages one or more AIFs which acquire control over a non-listed company or an issuer, the AIFM should, for a period of 24 months following the acquisition of control of the company by the AIFs, first, not be allowed to facilitate, support or instruct any distribution, capital reduction, share redemption and/or acquisition of own shares by the company in accordance with this Directive; second, in so far as the AIFM is authorised to vote on behalf of the AIFs at the meetings of governing bodies of the company, not vote in favour of a distribution, capital reduction, share redemption and/or acquisition of own shares by the company in accordance with this Directive; and third, in any event, use its best efforts to prevent distributions, capital reductions, share redemptions and/or the acquisition of own shares by the company in accordance with this Directive. When transposing this Directive into national law, the Member States should take into account the regulatory purpose of the provisions of Section 2 of Chapter V of this Directive and take due account in this context of the need for a level playing field between EU AIFs and non-EU AIFs when acquiring control in companies established in the Union.

(58) The notification and disclosure requirements and the specific safeguards against asset stripping in the case of control over a non-listed company or an issuer should be subject to a general exception for control over small and medium-sized enterprises and special purpose vehicles with the purpose of purchasing, holding or administrating real estate. Further, those requirements do not aim at making public proprietary information which would put the AIFM at a disadvantage vis-à-vis potential competitors such as sovereign wealth funds or competitors that may want to put the target company out of business by using the information to their advantage. The obligations to notify and disclose information should therefore apply subject to the conditions and restrictions relating to confidential information set out in Directive 2002/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2002 establishing a general framework for informing and consulting employees in the European Community ([3]) and without prejudice to Directives 2004/25/EC and 2004/109/EC. This means that Member States should provide that within the limits and conditions laid down by national law the employees' representatives, and anyone assisting them, are not authorised to reveal to employees and to third parties any information affecting the legitimate interests of the company that has expressly been provided to them in

([1]) OJ L 142, 30.4.2004, p. 12.
([2]) OJ L 390, 31.12.2004, p. 38.
([3]) OJ L 80, 23.3.2002, p. 29.

confidence. Member States should, however, be able to authorise the employees' representatives and anyone assisting them to pass on confidential information to employees and to third parties bound by an obligation of confidentiality. Member States should provide that the relevant AIFMs do not request the communication of information by the board of directors to the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, when the nature of that information is such that, according to objective criteria, it would seriously harm the functioning of the company concerned or would be prejudicial to it. The notification and disclosure requirements and the specific safeguards against asset stripping should also apply without prejudice to any stricter rules adopted by Member States.

(59) This Directive also lays down the conditions subject to which EU AIFMs may market the units or shares of EU AIFs to professional investors in the Union. Such marketing by EU AIFMs should be allowed only in so far as the AIFM complies with this Directive and the marketing occurs with a passport, without prejudice to the marketing of AIFs by AIFMs falling below the thresholds provided for in this Directive. It should be possible for Member States to allow marketing of AIFs by AIFMs falling below those thresholds subject to national provisions.

(60) It should be possible for units or shares of an AIF to be listed on a regulated market in the Union, or offered or placed by third parties acting on behalf of the AIFM, in a particular Member State only if the AIFM which manages the AIF is itself permitted to market the units or shares of the AIF in that Member State. In addition, other national and Union law, such as Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading [1] and Directive 2004/39/EC, may also regulate the distribution of AIFs to investors in the Union.

(61) Many EU AIFMs currently manage non-EU AIFs. It is appropriate to allow authorised EU AIFMs to manage non-EU AIFs without marketing them in the Union without imposing on them the strict depositary requirements and the requirements relating to the annual report provided for in this Directive, as those requirements have been included for the protection of Union investors.

(62) After the entry into force of a delegated act adopted by the Commission in this regard, which will, in principle, taking into account the advice provided by ESMA, occur 2 years after the deadline for transposition of this Directive, authorised EU AIFMs intending to market non-EU AIFs to professional investors in their home Member State and/or in other Member States should be allowed to do so with a passport in so far as they comply with this Directive. That right should be subject to notification procedures and conditions in relation to the third country of the non-EU AIF.

(63) During a transitional period, which will, in principle, taking into account ESMA's advice, be brought to an end by means of a delegated act 3 years after the establishment of the passport for non-EU AIFMs, EU AIFMs intending to market non-EU AIFs in certain Member States, but without a passport, should also be permitted to do so by the relevant Member States, but only in so far as they comply with this Directive with the exception of the depositary requirements. Such EU AIFMs should, however, ensure that one or more entities are appointed to carry out the duties of the depositary. In addition, appropriate cooperation arrangements for the purpose of systemic risk oversight and in line with international standards should be in place between the competent authorities of the home Member State of the AIFM and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established in order to ensure an efficient exchange of information that allows the competent authorities of the home Member State of the AIFM to carry out their duties in accordance with this Directive. The cooperation arrangements should not be used as a barrier to impede non-EU AIFs from being marketed in a Member State. Further, the third country where the non-EU AIF is established should not be listed as a Non-Cooperative Country and Territory by the Financial Action Task Force on anti-money laundering and terrorist financing (FATF).

(64) After the entry into force of a delegated act adopted by the Commission in that regard, which will, in principle, taking into account advice given by ESMA, occur 2 years after the deadline for transposition of this Directive, a basic principle of this Directive should be that a non-EU AIFM is to benefit from the rights conferred under this Directive, such as to market units or shares of AIFs throughout the Union with a passport, subject to its compliance with this Directive. This should ensure a level playing field between EU and non-EU AIFMs. This Directive therefore provides for an authorisation applicable to non-EU AIFMs which will become applicable after the entry into force of the delegated act adopted by the Commission in this regard. To ensure that such compliance is enforced, the competent authorities of a Member State should enforce compliance with this Directive. For such non-EU AIFMs the competent supervisory authorities should be the competent authorities of the Member State of reference, as defined in this Directive.

[1] OJ L 345, 31.12.2003, p. 64.

(65) Therefore, where a non-EU AIFM intends to manage EU AIFs and/or market AIFs in the Union with a passport, it should also be required to comply with this Directive, so that it is subject to the same obligations as EU AIFMs. In very exceptional circumstances, if and to the extent compliance with a provision of this Directive is incompatible with compliance with the law to which the non-EU AIFM or the non-EU AIF marketed in the Union is subject, it should be possible for the non-EU AIFM to be exempted from compliance with the relevant provision of this Directive if it can demonstrate that: it is impossible to combine compliance with a provision of this Directive with compliance with a mandatory provision in the law to which the non-EU AIFM or the non- EU AIF marketed in the Union is subject; the law to which the non-EU AIFM or the non-EU AIF is subject provides for an equivalent rule having the same regulatory purpose and offering the same level of protection to the investors of the relevant AIF; and the non-EU AIFM or the non-EU AIF complies with that equivalent rule.

(66) Further, a non-EU AIFM intending to manage EU AIFs and/or market AIFs in the Union with a passport should comply with a specific authorisation procedure and certain specific requirements concerning the third country of the non-EU AIFM and, as appropriate, the third country of the non-EU AIF should be satisfied.

(67) ESMA should provide advice on the determination of the Member State of reference, and, where relevant, the exemption as regards compatibility with an equivalent rule. Specific requirements for the exchange of information between the competent authorities of the Member State of reference and the competent authorities of the host Member States of the AIFM should apply. Further, the mediation procedure provided for in Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010 should apply in case of disagreement between competent authorities of Member States on the determination of the Member State of reference, the application of the exemption in case of incompatibility between compliance with this Directive and compliance with equivalent rules of a third country, and the assessment regarding the fulfilment of the specific requirements concerning the third country of the non-EU AIFM and, as appropriate, the third country of the non-EU AIF.

(68) ESMA should, on an annual basis, conduct a peer review analysis of the supervisory activities of the competent authorities in relation to the authorisation and the supervision of non-EU AIFMs, to further enhance consistency in supervisory outcomes, in accordance with Article 30 of Regulation (EU) No 1095/2010.

(69) During a transitional period which will, in principle, taking into account ESMA's advice, be brought to an end by means of a delegated act 3 years after the establishment of the passport for non-EU AIFMs, a non-EU AIFM intending to market AIFs in certain Member States only and without such a passport should also be permitted to do so by the relevant Member States, but only in so far as certain minimum conditions are met. Those non-EU AIFMs should be subject at least to rules similar to those applicable to EU AIFMs managing EU AIFs with respect to the disclosure to investors. In order to facilitate the monitoring of systemic risk those non-EU AIFMs should also be subject to reporting obligations vis-à-vis the competent authorities of the Member State in which AIFs are marketed. Such AIFMs should therefore comply with the transparency requirements laid down in this Directive and the obligations on AIFMs managing AIFs which acquire control of non-listed companies and issuers. Further, appropriate cooperation arrangements for the purpose of systemic risk oversight and in line with international standards should be in place between the competent authorities of the Member States where the AIFs are marketed, if applicable, the competent authorities of the EU AIFs concerned and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIFM is established and, if applicable, the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established in order to ensure an efficient exchange of information that allows competent authorities of the relevant Member States to carry out their duties in accordance with this Directive. The cooperation arrangements should not be used as a barrier to impede third country funds from being marketed in a Member State. Finally, the third country where the non-EU AIFM or the non-EU AIF is established should not be listed as a Non-Cooperative Country and Territory by FATF.

(70) This Directive should not affect the current situation, whereby a professional investor established in the Union may invest in AIFs on its own initiative, irrespective of where the AIFM and/or the AIF is established.

(71) Member States should be able to allow the marketing of all or certain types of AIFs managed by AIFMs to retail investors in their territory. If a Member State allows the marketing of certain types of AIF, the Member State should make an assessment on a case-by-case basis to determine whether a specific AIF should be considered as a type of AIF which may be marketed to retail investors in its territory. Without prejudice to the application of other instruments of Union law, Member States should in such cases be able to impose stricter requirements on AIFs and AIFMs as a precondition for marketing to retail investors than is the case for AIFs marketed to professional investors in their territory, irrespective of whether such AIFs are marketed on a domestic or cross-border basis. Where a Member State allows the marketing of AIFs to retail investors in its territory, this possibility should be available regardless of the Member State where the AIFM managing the AIFs is established, and Member States should not impose stricter or additional requirements on EU AIFs established in another Member State and marketed on a cross-border basis than on AIFs marketed domestically. In addition, AIFMs, investment firms authorised under Directive 2004/39/EC and credit institutions authorised under

Directive 2006/48/EC which provide investment services to retail clients should take into account any additional requirements when assessing whether a certain AIF is suitable or appropriate for an individual retail client or whether it is a complex or non-complex financial instrument.

(72) It is necessary to clarify the powers and duties of the competent authorities responsible for implementing this Directive, and to strengthen the mechanisms necessary to ensure effective cross-border supervisory cooperation. Under certain circumstances it should be possible for the competent authorities of the host Member States of an AIFM to take direct action to supervise compliance with provisions for which they are responsible. For other provisions the competent authorities of the host Member States should under certain circumstances be allowed to request action from the competent authorities of the home Member State and to intervene if no such action is undertaken.

(73) This Directive provides for a general coordinating role for ESMA, and the possibility of binding mediation procedures, chaired by ESMA, to resolve disputes between competent authorities.

(74) ESMA should develop draft regulatory technical standards on the contents of the cooperation arrangements that must be concluded by the home Member State or by the Member State of reference of the AIFM and the relevant third-country supervisory authorities and on the procedures for the exchange of information. The draft regulatory technical standards should ensure that pursuant to those cooperation arrangements all necessary information is to be provided to enable the competent authorities of both the home and the host Member States to exercise their supervisory and investigatory powers under this Directive. ESMA should also have a facilitating role in the negotiation and conclusion of the cooperation arrangements. For example, ESMA should be able to use its facilitating role by providing for a standard format for such cooperation arrangements.

(75) Member States should lay down rules on penalties applicable to infringements of this Directive and ensure that they are implemented. The penalties should be effective, proportionate and dissuasive.

(76) This Directive respects the fundamental rights and observes the principles recognised, in particular, in the TFEU and in the Charter of Fundamental Rights of the European Union (Charter), in particular the right to the protection of personal data recognised in Article 16 TFEU and in Article 8 of the Charter. Any exchange or transmission of information by competent authorities should be in accordance with the rules on the transfer of personal data as laid down in Directive 95/46/EC of the European Parliament and of the Council of 24 October 1995 on the protection of individuals with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data [1]. Any exchange or transmission of information by ESMA should be in accordance with the rules on the transfer of personal data as laid down in Regulation (EC) No 45/2001 of the European Parliament and of the Council of 18 December 2000 on the protection of individuals with regard to the processing of personal data by the Community institutions and bodies and on the free movement of such data [2], which should be fully applicable to the processing of personal data for the purposes of this Directive.

(77) In order to ensure uniform conditions for the implementation of this Directive, implementing powers should be conferred on the Commission. Those powers should be exercised in accordance with Regulation (EU) No 182/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 February 2011 laying down the rules and general principles concerning mechanisms for control by Member States of the Commission's exercise of implementing powers [3].

(78) The Commission should be empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 290 TFEU where expressly provided for in this Directive. In particular, the Commission should be empowered to adopt delegated acts to specify the methods of leverage as defined in this Directive, including any financial and/or legal structures involving third parties controlled by the relevant AIF where those structures are specifically set up to directly or indirectly create leverage at the level of the AIF. In particular for private equity and venture capital funds this means that leverage that exists at the level of a portfolio company is not intended to be included when referring to such financial or legal structures.

(79) Delegated acts should also be adopted to specify how to calculate the thresholds for the lighter regime and how to treat AIFMs whose assets under management, including any assets acquired through use of leverage, in one and the same calendar year occasionally exceed and/or fall below the relevant threshold; to specify the obligations to register for the AIFMs falling below the thresholds and to provide information in order to effectively monitor systemic risk and the obligation for such AIFMs to notify the relevant competent authorities where they no longer fulfil the conditions for application of the lighter regime.

[1] OJ L 281, 23.11.1995, p. 31.
[2] OJ L 8, 12.1.2001, p. 1.
[3] OJ L 55, 28.2.2011, p. 13.

(80) Delegated acts should also be adopted to clarify the methods of leverage, including any financial and/or legal structures involving third parties controlled by the relevant AIF and how leverage is to be calculated; to specify the risks the additional own funds or the professional indemnity insurance must cover, the conditions for determining the appropriateness of additional own funds or the coverage of the professional indemnity insurance, and the manner of determining ongoing adjustments of the additional own funds or of the coverage of the professional indemnity insurance. Delegated acts should also be adopted to specify the criteria to be used by competent authorities to assess whether AIFMs comply with their obligations as regards their conduct of business, their obligation to act in the best interests of the AIFs or the investors of the AIFs they manage and the integrity of the market; to have and employ effectively the resources and procedures that are necessary for the proper performance of their business activities; to take all reasonable steps to avoid conflicts of interest and, where such conflicts cannot be avoided, to identify, manage and monitor, and where applicable, disclose, those conflicts of interest in order to prevent them from adversely affecting the interests of the AIFs and their investors and to ensure that the AIFs they manage are fairly treated; to comply with all regulatory requirements applicable to the conduct of their business activities so as to promote the best interests of the AIFs or the investors of the AIFs they manage and the integrity of the market; and to treat all AIF investors fairly.

(81) Delegated acts should also be adopted to specify the type of conflicts of interest AIFMs have to identify, as well as the reasonable steps AIFMs are expected to take in terms of structures and organisational and administrative procedures in order to identify, prevent, manage, monitor and disclose conflicts of interest. Delegated acts should also be adopted to specify the risk management functions to be employed; the appropriate frequency for review of the risk management system; how the risk management function should be functionally and hierarchically separated from the operating units, including the portfolio management function; the specific safeguards against conflicts of interest; and the risk management requirements to be employed by AIFMs. Delegated acts should also be adopted to specify the liquidity management systems and procedures that AIFMs should employ and the alignment of the investment strategy, liquidity profile and redemption policy. Delegated acts should also be adopted to specify the requirements that the originators, the sponsors or the original lenders of securitisation instruments have to meet in order for an AIFM to be allowed to invest in such instruments issued after 1 January 2011.

(82) Delegated acts should also be adopted to specify the requirements that AIFMs have to comply with when investing in such securitisation instruments; to specify administrative and accounting procedures, control and safeguard arrangements for electronic data processing and adequate internal control mechanisms; to specify the procedures for the proper valuation of the assets and the calculation of the net asset value per unit or share of the AIF, the professional guarantees the external valuer must be able to provide, and the frequency for valuation appropriate for open-ended AIFs.

(83) Delegated acts should also be adopted to specify the conditions subject to which the delegation of AIFM functions should be approved and the conditions subject to which the AIFM has delegated its functions to the extent that it becomes a letter-box entity and can no longer be considered to be the manager of the AIF; as regards depositaries, to specify the criteria for assessing that the prudential regulation and supervision of third countries where the depositaries are established have the same effect as Union law and are effectively enforced, the particulars that need to be included in the standard agreement, the conditions for performing the depositary functions, including the type of financial instruments that should be included in the scope of the depositary's custody duties, the conditions subject to which the depositary may exercise its custody duties over financial instruments registered with a central depositary and the conditions subject to which the depositary should safekeep the financial instruments issued in a nominative form and registered with an issuer or a registrar, the due diligence duties of depositaries, the segregation obligation, the conditions subject to and circumstances in which financial instruments held in custody should be considered as lost, what is to be understood by external events beyond reasonable control, the consequences of which would have been unavoidable despite all reasonable efforts to the contrary, and the conditions subject to and circumstances in which there is an objective reason to contract a discharge of liability. Delegated acts should also be adopted to specify the content and format of the annual report that AIFMs have to make available for each AIF they manage and to specify the disclosure obligations of AIFMs to investors and reporting requirements to competent authorities as well as their frequency.

(84) Delegated acts should also be adopted to specify when leverage is considered to be employed on a substantial basis and the principles competent authorities should use when considering imposing limits to the level of leverage that an AIFM can apply. Delegated acts should also be adopted to specify the cooperation arrangements in relation to non-EU AIFMs and/or non-EU AIFs in order to design a common framework to facilitate the establishment of those cooperation arrangements with third

countries. Delegated acts should also be adopted to specify the content of exchange of information regarding AIFMs between competent authorities and the provision of certain information to ESMA.

(85) Depending on the advice of ESMA in this regard and the criteria set out in this Directive, a delegated act should also be adopted in order to extend the passport to EU AIFMs marketing non-EU AIFs in the Union and to non-EU AIFMs managing and/or marketing AIFs in the Union, and another delegated act should be adopted to terminate the application of national private placement regimes in this regard.

(86) The European Parliament and the Council should have 3 months from the date of notification to object to a delegated act. At the initiative of the European Parliament or the Council, it should be possible to prolong that period by 3 months in regard to significant areas of concern. It should also be possible for the European Parliament and the Council to inform the other institutions of their intention not to raise objections. Such early approval of delegated acts is particularly important where deadlines need to be met, for example to allow Member States to transpose delegated acts within the transposition period laid down in this Directive, where relevant.

(87) In the Declaration on Article 290 of the Treaty on the Functioning of the European Union, annexed to the Final Act of the Intergovernmental Conference which adopted the Treaty of Lisbon, the Conference took note of the Commission's intention to consult experts appointed by the Member States in the preparation of draft delegated acts in the financial services area, in accordance with its established practice.

(88) 2 years after the deadline for transposition of this Directive, ESMA should issue an opinion on the functioning of the passport then in force and on the functioning of national private placement regimes. It should also issue advice on the extension of the passport to EU AIFMs marketing non-EU AIFs in the Union and to non-EU AIFMs managing and/or marketing AIFs in the Union. The Commission should adopt a delegated act within 3 months after having received that opinion and advice from ESMA and taking into account the criteria listed in, and the objectives of, this Directive, inter alia, regarding the internal market, investor protection and the effective monitoring of systemic risk, specifying the date when the rules relating to the extension of the passport provided for in this Directive should become applicable in all Member States.

(89) At the April 2009 summit in London, G20 Leaders agreed that hedge funds or their managers should be registered and should be required to disclose appropriate information on an ongoing basis to supervisors or regulators. They should be subject to oversight to ensure that they have adequate risk management. In June 2010, G20 Leaders in Toronto reaffirmed their commitment and also committed to accelerate the implementation of strong measures to improve transparency and regulatory oversight of hedge funds in an internationally consistent and non-discriminatory way. In order to support the G20 objectives, the International Organization of Securities Commissions issued high level principles of hedge fund oversight in June 2009 to guide the development of internationally consistent regulation in this area. On 16 September 2010 the European Council agreed on the need for Europe to promote its interest and values more assertively and in a spirit of reciprocity and mutual benefit in the context of the Union's external relations and to take steps to, inter alia, secure greater market access for European business and deepen regulatory cooperation with major trade partners. The Commission will endeavour to ensure that these commitments are implemented in a similar way by the Union's international partners.

(90) 3 years after the entry into force of the delegated act pursuant to which the passport is to apply to all AIFMs, ESMA should issue an opinion on the functioning of the passport then in force and on the functioning of national private placement regimes. It should also issue advice on the termination of those national regimes. The Commission should adopt a delegated act within 3 months of receipt of the opinion and advice from ESMA, taking into account the criteria listed in, and the objectives of, this Directive, inter alia, relating to the internal market, investor protection and the effective monitoring of systemic risk, specifying the date when the national regimes referred to in this Directive should be brought to an end in all Member States.

(91) 4 years after the deadline for transposition of this Directive, the Commission should, on the basis of public consultation and in the light of the discussions with competent authorities, commence a review of the application and the scope of this Directive. That review should analyse the experience acquired in applying this Directive, its impact on investors, AIFs or AIFMs, in the Union and in third countries, and the extent to which the objectives of this Directive have been achieved, if necessary proposing appropriate amendments. That review should include a general survey of the functioning of the rules laid down in this Directive and the experience acquired in applying them. The Commission should in its review examine the functions of ESMA and the Union competent authorities in ensuring effective supervision of all AIFMs operating in the Union markets

in the context of this Directive, including, inter alia – in accordance with Regulation (EU) No 1095/2010 – entrusting ESMA with further supervisory responsibilities in the field of authorisation and supervision of non-EU AIFMs. In this context the Commission should assess the costs and benefits of entrusting ESMA with such tasks.

(92) This Directive aims at establishing a framework capable of addressing the potential risks which might arise from the activities of AIFMs and ensuring the effective monitoring of those risks by the competent authorities within the Union. It is necessary to provide for a stringent regulatory and supervisory framework which leaves no gaps in financial regulation. In that regard reference is made to the existing due diligence requirements applicable to professional investors pursuant to the relevant regulation applicable to such investors. The Commission is invited to review the relevant legislation with respect to professional investors in order to assess the need for tighter requirements regarding the due diligence process to be undertaken by Union professional investors investing on their own initiative in non-EU financial products, such as non-EU AIFs.

(93) At the end of its review, the Commission should present a report to the European Parliament and the Council including, if appropriate, proposed amendments taking into account the objectives of this Directive and potential impacts on investors, AIFs or AIFMs, in the Union and in third countries.

(94) Since the objective of this Directive, namely to ensure a high level of investor protection by laying down a common framework for the authorisation and supervision of AIFMs, cannot be sufficiently achieved by the Member States, as evidenced by the deficiencies of existing nationally based regulation and oversight of those actors, and can therefore be better achieved at Union level, the Union may adopt measures, in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty on European Union. In accordance with the principle of proportionality, as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary in order to achieve that objective.

(95) Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC, Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies [1] and Regulation (EU) No 1095/2010 should therefore be amended accordingly,

[1] OJ L 302, 17.11.2009, p. 1.

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

CHAPTER I

GENERAL PROVISIONS

Article 1

Subject matter

This Directive lays down the rules for the authorisation, ongoing operation and transparency of the managers of alternative investment funds (AIFMs) which manage and/or market alternative investment funds (AIFs) in the Union.

Article 2

Scope

1. Subject to paragraph 3 of this Article and to Article 3, this Directive shall apply to:

(a) EU AIFMs which manage one or more AIFs irrespective of whether such AIFs are EU AIFs or non-EU AIFs;

(b) non-EU AIFMs which manage one or more EU AIFs; and

(c) non-EU AIFMs which market one or more AIFs in the Union irrespective of whether such AIFs are EU AIFs or non-EU AIFs.

2. For the purposes of paragraph 1, the following shall be of no significance:

(a) whether the AIF belongs to the open-ended or closed-ended type;

(b) whether the AIF is constituted under the law of contract, under trust law, under statute, or has any other legal form;

(c) the legal structure of the AIFM.

3. This Directive shall not apply to the following entities:

(a) holding companies;

(b) institutions for occupational retirement provision which are covered by Directive 2003/41/EC, including, where applicable, the authorised entities responsible for managing such institutions and acting on their behalf referred to in Article 2(1) of that Directive or the investment managers appointed pursuant to Article 19(1) of that Directive, in so far as they do not manage AIFs;

(c) supranational institutions, such as the European Central Bank, the European Investment Bank, the European Investment Fund, the European Development Finance Institutions and bilateral development banks, the World Bank, the International Monetary Fund, and other supranational institutions and similar international organisations, in the event that such institutions or organisations manage AIFs and in so far as those AIFs act in the public interest;

(d) national central banks;

(e) national, regional and local governments and bodies or other institutions which manage funds supporting social security and pension systems;

(f) employee participation schemes or employee savings schemes;

(g) securitisation special purpose entities.

4. Member States shall take the necessary steps to ensure that AIFMs referred to in paragraph 1 comply with this Directive at all times.

Article 3

Exemptions

1. This Directive shall not apply to AIFMs in so far as they manage one or more AIFs whose only investors are the AIFM or the parent undertakings or the subsidiaries of the AIFM or other subsidiaries of those parent undertakings, provided that none of those investors is itself an AIF.

2. Without prejudice to the application of Article 46, only paragraphs 3 and 4 of this Article shall apply to the following AIFMs:

(a) AIFMs which either directly or indirectly, through a company with which the AIFM is linked by common management or control, or by a substantive direct or indirect holding, manage portfolios of AIFs whose assets under management, including any assets acquired through use of leverage, in total do not exceed a threshold of EUR 100 million; or

(b) AIFMs which either directly or indirectly, through a company with which the AIFM is linked by common management or control, or by a substantive direct or indirect holding, manage portfolios of AIFs whose assets under management in total do not exceed a threshold of EUR 500 million when the portfolios of AIFs consist of AIFs that are unleveraged and have no redemption rights exercisable during a period of 5 years following the date of initial investment in each AIF.

3. Member States shall ensure that AIFMs referred to in paragraph 2 at least:

(a) are subject to registration with the competent authorities of their home Member State;

(b) identify themselves and the AIFs that they manage to the competent authorities of their home Member State at the time of registration;

(c) provide information on the investment strategies of the AIFs that they manage to the competent authorities of their home Member State at the time of registration;

(d) regularly provide the competent authorities of their home Member State with information on the main instruments in which they are trading and on the principal exposures and most important concentrations of the AIFs that they manage in order to enable the competent authorities to monitor systemic risk effectively; and

(e) notify the competent authorities of their home Member State in the event that they no longer meet the conditions referred to in paragraph 2.

This paragraph and paragraph 2 shall apply without prejudice to any stricter rules adopted by Member States with respect to AIFMs referred to in paragraph 2.

Member States shall take the necessary steps to ensure that where the conditions set out in paragraph 2 are no longer met, the AIFM concerned applies for authorisation within 30 calendar days in accordance with the relevant procedures laid down in this Directive.

4. AIFMs referred to in paragraph 2 shall not benefit from any of the rights granted under this Directive unless they choose to opt in under this Directive. Where AIFMs opt in, this Directive shall become applicable in its entirety.

5. The Commission shall adopt implementing acts with a view to specifying the procedures for AIFMs which choose to opt in under this Directive in accordance with paragraph 4. Those implementing acts shall be adopted in accordance with the examination procedure referred to in Article 59(2).

6. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) how the thresholds referred to in paragraph 2 are to be calculated and the treatment of AIFMs which manage AIFs whose assets under management, including any assets acquired through the use of leverage, occasionally exceed and/or fall below the relevant threshold in the same calendar year;

(b) the obligation to register and to provide information in order to allow effective monitoring of systemic risk as set out in paragraph 3; and

(c) the obligation to notify competent authorities as set out in paragraph 3.

Article 4

Definitions

1. For the purpose of this Directive, the following definitions shall apply:

(a) 'AIFs' means collective investment undertakings, including investment compartments thereof, which:

(i) raise capital from a number of investors, with a view to investing it in accordance with a defined investment policy for the benefit of those investors; and

(ii) do not require authorisation pursuant to Article 5 of Directive 2009/65/EC;

(b) 'AIFMs' means legal persons whose regular business is managing one or more AIFs;

(c) 'branch' when relating to an AIFM means a place of business which is a part of an AIFM, which has no legal personality and which provides the services for which the AIFM has been authorised; all the places of business established in the same Member State by an AIFM with its registered office in another Member State or in a third country shall be regarded as a single branch;

(d) 'carried interest' means a share in the profits of the AIF accrued to the AIFM as compensation for the management of the AIF and excluding any share in the profits of the AIF accrued to the AIFM as a return on any investment by the AIFM into the AIF;

(e) 'close links' means a situation in which two or more natural or legal persons are linked by:

(i) participation, namely ownership, directly or by way of control, of 20 % or more of the voting rights or capital of an undertaking;

(ii) control, namely the relationship between a parent undertaking and a subsidiary, as referred to in Article 1 of the Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 on consolidated accounts [1], or a similar relationship between a natural or legal person and an undertaking; for the purposes of this point a subsidiary undertaking of a subsidiary undertaking shall also be considered to be a subsidiary of the parent undertaking of those subsidiaries.

A situation in which two or more natural or legal persons are permanently linked to the same person by a control relationship shall also be regarded as constituting a 'close link' between such persons;

(f) 'competent authorities' means the national authorities of Member States which are empowered by law or regulation to supervise AIFMs;

(g) 'competent authorities' in relation to a depositary means:

(i) if the depositary is a credit institution authorised under Directive 2006/48/EC, the competent authorities as defined in point (4) of Article 4 thereof;

(ii) if the depositary is an investment firm authorised under Directive 2004/39/EC, the competent authorities as defined in point (22) of Article 4(1) thereof;

(iii) if the depositary falls within a category of institution referred to in point (c) of the first subparagraph of Article 21(3) of this Directive, the national authorities of its home Member State which are empowered by law or regulation to supervise such categories of institution;

(iv) if the depositary is an entity referred to in the third subparagraph of Article 21(3) of this Directive, the national authorities of the Member State in which that entity has its registered office and which are empowered by law or regulation to supervise such entity or the official body competent to register or supervise such entity pursuant to the rules of professional conduct applicable thereto;

(v) if the depositary is appointed as depositary for a non-EU AIF in accordance with point (b) of Article 21(5) of this Directive and does not fall within the scope of points (i) to (iv) of this point, the relevant national authorities of the third country where the depositary has its registered office;

(h) 'competent authorities of the EU AIF' means the national authorities of a Member State which are empowered by law or regulation to supervise AIFs;

(i) 'control' means control as defined in Article 1 of Directive 83/349/EEC;

[1] OJ L 193, 18.7.1983, p. 1.

(j) 'established' means:

(i) for AIFMs, 'having its registered office in';

(ii) for AIFs, 'being authorised or registered in', or, if the AIF is not authorised or registered, 'having its registered office in';

(iii) for depositaries, 'having its registered office or branch in';

(iv) for legal representatives that are legal persons, 'having its registered office or branch in';

(v) for legal representatives that are natural persons, 'domiciled in';

(k) 'EU AIF' means:

(i) an AIF which is authorised or registered in a Member State under the applicable national law; or

(ii) an AIF which is not authorised or registered in a Member State, but has its registered office and/or head office in a Member State;

(l) 'EU AIFM' means an AIFM which has its registered office in a Member State;

(m) 'feeder AIF' means an AIF which:

(i) invests at least 85 % of its assets in units or shares of another AIF (the 'master AIF');

(ii) invests at least 85 % of its assets in more than one master AIFs where those master AIFs have identical investment strategies; or

(iii) has otherwise an exposure of at least 85 % of its assets to such a master AIF;

(n) 'financial instrument' means an instrument as specified in Section C of Annex I to Directive 2004/39/EC;

(o) 'holding company' means a company with shareholdings in one or more other companies, the commercial purpose of which is to carry out a business strategy or strategies through its subsidiaries, associated companies or participations in order to contribute to their long-term value, and which is either a company:

(i) operating on its own account and whose shares are admitted to trading on a regulated market in the Union; or

(ii) not established for the main purpose of generating returns for its investors by means of divestment of its subsidiaries or associated companies, as evidenced in its annual report or other official documents;

(p) 'home Member State of the AIF' means:

(i) the Member State in which the AIF is authorised or registered under applicable national law, or in case of multiple authorisations or registrations, the Member State in which the AIF has been authorised or registered for the first time; or

(ii) if the AIF is neither authorised nor registered in a Member State, the Member State in which the AIF has its registered office and/or head office;

(q) 'home Member State of the AIFM' means the Member State in which the AIFM has its registered office; for non-EU AIFMs, all references to 'home Member State of the AIFM' in this Directive shall be read as the 'Member State of reference', as provided for in Chapter VII;

(r) 'host Member State of the AIFM' means any of the following:

(i) a Member State, other than the home Member State, in which an EU AIFM manages EU AIFs;

(ii) a Member State, other than the home Member State, in which an EU AIFM markets units or shares of an EU AIF;

(iii) a Member State, other than the home Member State, in which an EU AIFM markets units or shares of a non-EU AIF;

(iv) a Member State, other than the Member State of reference, in which a non-EU AIFM manages EU AIFs;

(v) a Member State, other than the Member State of reference, in which a non-EU AIFM markets units or shares of an EU AIF; or

(vi) a Member State, other than the Member State of reference, in which a non-EU AIFM markets units or shares of a non-EU AIF;

(s) 'initial capital' means funds as referred to in points (a) and (b) of the first paragraph of Article 57 of Directive 2006/48/EC;

(t) 'issuer' means an issuer within the meaning of point (d) of Article 2(1) of Directive 2004/109/EC where that issuer has its registered office in the Union, and where its shares are admitted to trading on a regulated market within the meaning of point (14) of Article 4(1) of Directive 2004/39/EC;

(u) 'legal representative' means a natural person domiciled in the Union or a legal person with its registered office in the Union, and which, expressly designated by a non-EU AIFM, acts on behalf of such non-EU AIFM vis-à-vis the authorities, clients, bodies and counterparties to the non-EU AIFM in the Union with regard to the non-EU AIFM's obligations under this Directive;

(v) 'leverage' means any method by which the AIFM increases the exposure of an AIF it manages whether through borrowing of cash or securities, or leverage embedded in derivative positions or by any other means;

(w) 'managing AIFs' means performing at least investment management functions referred to in point 1(a) or (b) of Annex I for one or more AIFs;

(x) 'marketing' means a direct or indirect offering or placement at the initiative of the AIFM or on behalf of the AIFM of units or shares of an AIF it manages to or with investors domiciled or with a registered office in the Union;

(y) 'master AIF' means an AIF in which another AIF invests or has an exposure in accordance with point (m);

(z) 'Member State of reference' means the Member State determined in accordance with Article 37(4);

(aa) 'non-EU AIF' means an AIF which is not an EU AIF;

(ab) 'non-EU AIFM' means an AIFM which is not an EU AIFM;

(ac) 'non-listed company' means a company which has its registered office in the Union and the shares of which are not admitted to trading on a regulated market within the meaning of point (14) of Article 4(1) of Directive 2004/39/EC;

(ad) 'own funds' means own funds as referred to in Articles 56 to 67 of Directive 2006/48/EC;

(ae) 'parent undertaking' means a parent undertaking within the meaning of Articles 1 and 2 of Directive 83/349/EEC;

(af) 'prime broker' means a credit institution, a regulated investment firm or another entity subject to prudential regulation and ongoing supervision, offering services to professional investors primarily to finance or execute transactions in financial instruments as counterparty and which may also provide other services such as clearing and settlement of trades, custodial services, securities lending, customised technology and operational support facilities;

(ag) 'professional investor' means an investor which is considered to be a professional client or may, on request, be treated as a professional client within the meaning of Annex II to Directive 2004/39/EC;

(ah) 'qualifying holding' means a direct or indirect holding in an AIFM which represents 10 % or more of the capital or of the voting rights, in accordance with Articles 9 and 10 of Directive 2004/109/EC, taking into account the conditions regarding aggregation of the holding laid down in Article 12(4) and (5) thereof, or which makes it possible to exercise a significant influence over the management of the AIFM in which that holding subsists;

(ai) 'employees' representatives' means employees' representatives as defined in point (e) of Article 2 of Directive 2002/14/EC;

(aj) 'retail investor' means an investor who is not a professional investor;

(ak) 'subsidiary' means a subsidiary undertaking as defined in Articles 1 and 2 of Directive 83/349/EEC;

(al) 'supervisory authorities' in relation to non-EU AIFs means the national authorities of a third country which are empowered by law or regulation to supervise AIFs;

(am) 'supervisory authorities' in relation to non-EU AIFMs means the national authorities of a third country which are empowered by law or regulation to supervise AIFMs;

(an) 'securitisation special purpose entities' means entities whose sole purpose is to carry on a securitisation or securitisations within the meaning of Article 1(2) of Regulation (EC) No 24/2009 of the European Central Bank of 19 December 2008 concerning statistics on the assets and liabilities of financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions ([1]) and other activities which are appropriate to accomplish that purpose;

(ao) 'UCITS' means an undertaking for collective investment in transferable securities authorised in accordance with Article 5 of Directive 2009/65/EC.

2. For the purposes of point (ad) of paragraph 1 of this Article, Articles 13 to 16 of Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions ([2]) shall apply *mutatis mutandis*.

3. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) the methods of leverage, as defined in point (v) of paragraph 1, including any financial and/or legal structures involving third parties controlled by the relevant AIF; and

(b) how leverage is to be calculated.

4. The European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) (ESMA) shall develop draft regulatory technical standards to determine types of AIFMs, where relevant in the application of this Directive, and to ensure uniform conditions of application of this Directive.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 5

Determination of the AIFM

1. 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 either:

(a) 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); or

(b) where the legal form of the AIF permits an internal management and where the AIF's governing body chooses not to appoint an external AIFM, the AIF itself, which shall then be authorised as AIFM.

2. In cases where an external AIFM is unable to ensure compliance with requirements of this Directive for which an AIF or another entity on its behalf is responsible, it shall immediately inform the competent authorities of its home Member State and, if applicable, the competent authorities of the EU AIF concerned. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall require the AIFM to take the necessary steps to remedy the situation.

3. If, notwithstanding the steps referred to in paragraph 2 being taken, the non-compliance persists, and in so far as it concerns an EU AIFM or an EU AIF, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall require that it resign as AIFM of that AIF. In that case the AIF shall no longer be marketed in the Union. If it concerns a non-EU AIFM managing a non-EU AIF, the AIF shall no longer be marketed in the Union. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall immediately inform the competent authorities of the host Member States of the AIFM.

CHAPTER II

AUTHORISATION OF AIFMs

Article 6

Conditions for taking up activities as AIFM

1. Member States shall ensure that no AIFMs manage AIFs unless they are authorised in accordance with this Directive.

AIFMs authorised in accordance with this Directive shall meet the conditions for authorisation established in this Directive at all times.

2. Member States shall require that no external AIFM engage in activities other than those referred to in Annex I to this Directive and the additional management of UCITS subject to authorisation under Directive 2009/65/EC.

3. Member States shall require that no internally managed AIF shall engage in activities other than the internal management of that AIF in accordance with Annex I.

4. By way of derogation from paragraph 2, Member States may authorise an external AIFM to provide the following services:

(a) management of portfolios of investments, including those owned by pension funds and institutions for occupational retirement provision in accordance with Article 19(1) of Directive 2003/41/EC, in accordance with mandates given by investors on a discretionary, client-by-client basis;

([1]) OJ L 15, 20.1.2009, p. 1.
([2]) OJ L 177, 30.6.2006, p. 201.

(b) non-core services comprising:

(i) investment advice;

(ii) safe-keeping and administration in relation to shares or units of collective investment undertakings;

(iii) reception and transmission of orders in relation to financial instruments.

5. AIFMs shall not be authorised under this Directive to provide:

(a) only the services referred to in paragraph 4;

(b) non-core services referred to in point (b) of paragraph 4 without also being authorised to provide the services referred to in point (a) of paragraph 4;

(c) only the activities referred to in point 2 of Annex I; or

(d) the services referred to in point 1(a) of Annex I without also providing the services referred to in point 1(b) of Annex I or vice versa.

6. Article 2(2) and Articles 12, 13 and 19 of Directive 2004/39/EC shall apply to the provision of the services referred to in paragraph 4 of this Article by AIFMs.

7. Member States shall require that the AIFMs provide the competent authorities of their home Member State with the information they require to monitor compliance with the conditions referred to in this Directive at all times.

8. Investment firms authorised under Directive 2004/39/EC and credit institutions authorised under Directive 2006/48/EC shall not be required to obtain an authorisation under this Directive in order to provide investment services such as individual portfolio management in respect of AIFs. However, investment firms shall, directly or indirectly, offer units or shares of AIFs to, or place such units or shares with, investors in the Union, only to the extent the units or shares can be marketed in accordance with this Directive.

Article 7

Application for authorisation

1. Member States shall require that AIFMs apply for authorisation from the competent authorities of their home Member State.

2. Member States shall require that an AIFM applying for an authorisation shall provide the following information relating to the AIFM to the competent authorities of its home Member State:

(a) information on the persons effectively conducting the business of the AIFM;

(b) information on the identities of the AIFM's shareholders or members, whether direct or indirect, natural or legal persons, that have qualifying holdings and on the amounts of those holdings;

(c) a programme of activity setting out the organisational structure of the AIFM, including information on how the AIFM intends to comply with its obligations under Chapters II, III, IV, and, where applicable, Chapters V, VI, VII and VIII;

(d) information on the remuneration policies and practices pursuant to Article 13;

(e) information on arrangements made for the delegation and sub-delegation to third parties of functions as referred to in Article 20.

3. Member States shall require that an AIFM applying for authorisation further provide the following information on the AIFs it intends to manage to the competent authorities of its home Member State:

(a) information about the investment strategies including the types of underlying funds if the AIF is a fund of funds, and the AIFM's policy as regards the use of leverage, and the risk profiles and other characteristics of the AIFs it manages or intends to manage, including information about the Member States or third countries in which such AIFs are established or are expected to be established;

(b) information on where the master AIF is established if the AIF is a feeder AIF;

(c) the rules or instruments of incorporation of each AIF the AIFM intends to manage;

(d) information on the arrangements made for the appointment of the depositary in accordance with Article 21 for each AIF the AIFM intends to manage;

(e) any additional information referred to in Article 23(1) for each AIF the AIFM manages or intends to manage.

4. Where a management company is authorised pursuant to Directive 2009/65/EC (UCITS management company) and applies for authorisation as an AIFM under this Directive, the competent authorities shall not require the UCITS management company to provide information or documents which the UCITS management company has already provided when applying for authorisation under Directive 2009/65/EC, provided that such information or documents remain up-to-date.

5. The competent authorities shall, on a quarterly basis, inform ESMA of authorisations granted or withdrawn in accordance with this Chapter.

ESMA shall keep a central public register identifying each AIFM authorised under this Directive, a list of the AIFs managed and/or marketed in the Union by such AIFMs and the competent authority for each such AIFM. The register shall be made available in electronic format.

6. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA may develop draft regulatory technical standards to specify the information to be provided to the competent authorities in the application for the authorisation of the AIFM, including the programme of activity.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

7. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine standard forms, templates and procedures for the provision of information provided for in the first subparagraph of paragraph 6.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 8

Conditions for granting authorisation

1. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall not grant authorisation unless:

(a) they are satisfied that the AIFM will be able to meet the conditions of this Directive;

(b) the AIFM has sufficient initial capital and own funds in accordance with Article 9;

(c) the persons who effectively conduct the business of the AIFM are of sufficiently good repute and are sufficiently experienced also in relation to the investment strategies pursued by the AIFs managed by the AIFM, the names of those persons and of every person succeeding them in office being communicated forthwith to the competent authorities of the home Member State of the AIFM and the conduct of the business of the AIFM being decided by at least two persons meeting such conditions;

(d) the shareholders or members of the AIFM that have qualifying holdings are suitable taking into account the need to ensure the sound and prudent management of the AIFM; and

(e) the head office and the registered office of the AIFM are located in the same Member State.

Authorisation shall be valid for all Member States.

2. The relevant competent authorities of the other Member States involved shall be consulted before authorisation is granted to the following AIFMs:

(a) a subsidiary of another AIFM, of a UCITS management company, of an investment firm, of a credit institution or of an insurance undertaking authorised in another Member State;

(b) a subsidiary of the parent undertaking of another AIFM, of a UCITS management company, of an investment firm, of a credit institution or of an insurance undertaking authorised in another Member State; and

(c) a company controlled by the same natural or legal persons as those that control another AIFM, a UCITS management company, an investment firm, a credit institution or an insurance undertaking authorised in another Member State.

3. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall refuse authorisation where the effective exercise of their supervisory functions is prevented by any of the following:

(a) close links between the AIFM and other natural or legal persons;

(b) the laws, regulations or administrative provisions of a third country governing natural or legal persons with which the AIFM has close links;

(c) difficulties involved in the enforcement of those laws, regulations and administrative provisions.

4. The competent authorities of the home Member State of the AIFM may restrict the scope of the authorisation, in particular as regards the investment strategies of AIFs the AIFM is allowed to manage.

5. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall inform the applicant in writing within 3 months of the submission of a complete application, whether or not authorisation has been granted. The competent authorities may prolong this period for up to three additional months, where they consider it necessary due to the specific circumstances of the case and after having notified the AIFM accordingly.

For the purpose of this paragraph an application is deemed complete if the AIFM has at least submitted the information referred to in points (a) to (d) of Article 7(2) and points (a) and (b) of Article 7(3).

AIFMs may start managing AIFs with investment strategies described in the application in accordance with point (a) of Article 7(3) in their home Member State as soon as the authorisation is granted, but not earlier than 1 month after having submitted any missing information referred to in point (e) of Article 7(2) and points (c), (d) and (e) of Article 7(3).

6. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA may develop draft regulatory technical standards to specify the:

(a) requirements applicable to the AIFMs under paragraph 3;

(b) requirements applicable to shareholders and members with qualifying holdings referred to in point (d) of paragraph 1;

(c) obstacles which may prevent effective exercise of the supervisory functions of the competent authorities.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 9

Initial capital and own funds

1. Member States shall require that an AIFM which is an internally managed AIF has an initial capital of at least EUR 300 000.

2. Where an AIFM is appointed as external manager of AIFs, the AIFM shall have an initial capital of at least EUR 125 000.

3. Where the value of the portfolios of AIFs managed by the AIFM exceeds EUR 250 million, the AIFM shall provide an additional amount of own funds. That additional amount of own funds shall be equal to 0,02 % of the amount by which the value of the portfolios of the AIFM exceeds EUR 250 million but the required total of the initial capital and the additional amount shall not, however, exceed EUR 10 million.

4. For the purpose of paragraph 3, AIFs managed by the AIFM, including AIFs for which the AIFM has delegated functions in accordance with Article 20 but excluding AIF portfolios that the AIFM is managing under delegation, shall be deemed to be the portfolios of the AIFM.

5. Irrespective of paragraph 3, the own funds of the AIFM shall never be less than the amount required under Article 21 of Directive 2006/49/EC.

6. Member States may authorise AIFMs not to provide up to 50 % of the additional amount of own funds referred to in paragraph 3 if they benefit from a guarantee of the same amount given by a credit institution or an insurance undertaking which has its registered office in a Member State, or in a third country where it is subject to prudential rules considered by the competent authorities as equivalent to those laid down in Union law.

7. To cover potential professional liability risks resulting from activities AIFMs may carry out pursuant to this Directive, both internally managed AIFs and external AIFMs shall either:

(a) have additional own funds which are appropriate to cover potential liability risks arising from professional negligence; or

(b) hold a professional indemnity insurance against liability arising from professional negligence which is appropriate to the risks covered.

8. Own funds, including any additional own funds as referred to in point (a) of paragraph 7, shall be invested in liquid assets or assets readily convertible to cash in the short term and shall not include speculative positions.

9. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures in relation to paragraph 7 of this Article specifying:

(a) the risks the additional own funds or the professional indemnity insurance must cover;

(b) the conditions for determining the appropriateness of additional own funds or the coverage of the professional indemnity insurance; and

(c) the manner of determining ongoing adjustments of the additional own funds or of the coverage of the professional indemnity insurance.

10. With the exception of paragraphs 7 and 8 and of the delegated acts adopted pursuant to paragraph 9, this Article shall not apply to AIFMs which are also UCITS management companies.

Article 10

Changes in the scope of the authorisation

1. Member States shall require that AIFMs, before implementation, notify the competent authorities of their home Member State of any material changes to the conditions for initial authorisation, in particular material changes to the information provided in accordance with Article 7.

2. If the competent authorities of the home Member State decide to impose restrictions or reject those changes, they shall, within 1 month of receipt of that notification, inform the AIFM. The competent authorities may prolong that period for up to 1 month where they consider this to be necessary because of the specific circumstances of the case and after having notified the AIFM accordingly. The changes shall be implemented if the relevant competent authorities do not oppose the changes within the relevant assessment period.

Article 11

Withdrawal of the authorisation

The competent authorities of the home Member State of the AIFM may withdraw the authorisation issued to an AIFM where that AIFM:

(a) does not make use of the authorisation within 12 months, expressly renounces the authorisation or has ceased the activity covered by this Directive for the preceding 6 months, unless the Member State concerned has provided for authorisation to lapse in such cases;

(b) obtained the authorisation by making false statements or by any other irregular means;

(c) no longer meets the conditions under which authorisation was granted;

(d) no longer complies with Directive 2006/49/EC if its authorisation also covers the discretionary portfolio management service referred to in point (a) of Article 6(4) of this Directive;

(e) has seriously or systematically infringed the provisions adopted pursuant to this Directive; or

(f) falls within any of the cases where national law, in respect of matters outside the scope of this Directive, provides for withdrawal.

CHAPTER III

OPERATING CONDITIONS FOR AIFMs

SECTION 1

General requirements

Article 12

General principles

1. Member States shall ensure that, at all times, AIFMs:

(a) act honestly, with due skill, care and diligence and fairly in conducting their activities;

(b) act in the best interests of the AIFs or the investors of the AIFs they manage and the integrity of the market;

(c) have and employ effectively the resources and procedures that are necessary for the proper performance of their business activities;

(d) take all reasonable steps to avoid conflicts of interest and, when they cannot be avoided, to identify, manage and monitor and, where applicable, disclose, those conflicts of interest in order to prevent them from adversely affecting the interests of the AIFs and their investors and to ensure that the AIFs they manage are fairly treated;

(e) comply with all regulatory requirements applicable to the conduct of their business activities so as to promote the best interests of the AIFs or the investors of the AIFs they manage and the integrity of the market;

(f) treat all AIF investors fairly.

No investor in an AIF shall obtain preferential treatment, unless such preferential treatment is disclosed in the relevant AIF's rules or instruments of incorporation.

2. Each AIFM the authorisation of which also covers the discretionary portfolio management service referred to in point (a) of Article 6(4) shall:

(a) not be permitted to invest all or part of the client's portfolio in units or shares of the AIFs it manages, unless it receives prior general approval from the client;

(b) with regard to the services referred to in Article 6(4), be subject to Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes [1].

3. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the criteria to be used by the relevant competent authorities to assess whether AIFMs comply with their obligations under paragraph 1.

[1] OJ L 84, 26.3.1997, p. 22.

Article 13

Remuneration

1. Member States shall require AIFMs to have remuneration policies and practices for those categories of staff, including senior management, risk takers, control functions, and any employees receiving total remuneration that takes them into the same remuneration bracket as senior management and risk takers, whose professional activities have a material impact on the risk profiles of the AIFMs or of the AIFs they manage, that are consistent with and promote sound and effective risk management and do not encourage risk-taking which is inconsistent with the risk profiles, rules or instruments of incorporation of the AIFs they manage.

The AIFMs shall determine the remuneration policies and practices in accordance with Annex II.

2. ESMA shall ensure the existence of guidelines on sound remuneration policies which comply with Annex II. The guidelines shall take into account the principles on sound remuneration policies set out in Recommendation 2009/384/EC, the size of the AIFMs and the size of AIFs they manage, their internal organisation and the nature, the scope and the complexity of their activities. ESMA shall cooperate closely with the European Supervisory Authority (European Banking Authority) (EBA).

Article 14

Conflicts of interest

1. Member States shall require AIFMs to take all reasonable steps to identify conflicts of interest that arise in the course of managing AIFs between:

(a) the AIFM, including its managers, employees or any person directly or indirectly linked to the AIFM by control, and the AIF managed by the AIFM or the investors in that AIF;

(b) the AIF or the investors in that AIF, and another AIF or the investors in that AIF;

(c) the AIF or the investors in that AIF, and another client of the AIFM;

(d) the AIF or the investors in that AIF, and a UCITS managed by the AIFM or the investors in that UCITS; or

(e) two clients of the AIFM.

AIFMs shall maintain and operate effective organisational and administrative arrangements with a view to taking all reasonable steps designed to identify, prevent, manage and monitor conflicts of interest in order to prevent them from adversely affecting the interests of the AIFs and their investors.

AIFMs shall segregate, within their own operating environment, tasks and responsibilities which may be regarded as incompatible with each other or which may potentially generate systematic conflicts of interest. AIFMs shall assess whether their operating conditions may involve any other material conflicts of interest and disclose them to the investors of the AIFs.

2. Where organisational arrangements made by the AIFM to identify, prevent, manage and monitor conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to investors' interests will be prevented, the AIFM shall clearly disclose the general nature or sources of conflicts of interest to the investors before undertaking business on their behalf, and develop appropriate policies and procedures.

3. Where the AIFM on behalf of an AIF uses the services of a prime broker, the terms shall be set out in a written contract. In particular any possibility of transfer and reuse of AIF assets shall be provided for in that contract and shall comply with the AIF rules or instruments of incorporation. The contract shall provide that the depositary be informed of the contract.

AIFMs shall exercise due skill, care and diligence in the selection and appointment of prime brokers with whom a contract is to be concluded.

4. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) the types of conflicts of interest as referred to in paragraph 1;

(b) the reasonable steps AIFMs are expected to take in terms of structures and organisational and administrative procedures in order to identify, prevent, manage, monitor and disclose conflicts of interest.

Article 15

Risk management

1. AIFMs shall functionally and hierarchically separate the functions of risk management from the operating units, including from the functions of portfolio management.

The functional and hierarchical separation of the functions of risk management in accordance with the first subparagraph shall be reviewed by the competent authorities of the home Member State of the AIFM in accordance with the principle of proportionality, on the understanding that the AIFM shall, in any event, be able to demonstrate that specific safeguards against conflicts of interest allow for the independent performance of risk management activities and that the risk management process satisfies the requirements of this Article and is consistently effective.

2. AIFMs shall implement adequate risk management systems in order to identify, measure, manage and monitor appropriately all risks relevant to each AIF investment strategy and to which each AIF is or may be exposed.

AIFMs shall review the risk management systems with appropriate frequency at least once a year and adapt them whenever necessary.

3. AIFMs shall at least:

(a) implement an appropriate, documented and regularly updated due diligence process when investing on behalf of the AIF, according to the investment strategy, the objectives and risk profile of the AIF;

(b) ensure that the risks associated with each investment position of the AIF and their overall effect on the AIF's portfolio can be properly identified, measured, managed and monitored on an ongoing basis, including through the use of appropriate stress testing procedures;

(c) ensure that the risk profile of the AIF shall correspond to the size, portfolio structure and investment strategies and objectives of the AIF as laid down in the AIF rules or instruments of incorporation, prospectus and offering documents.

4. AIFMs shall set a maximum level of leverage which they may employ on behalf of each AIF they manage as well as the extent of the right to reuse collateral or guarantee that could be granted under the leveraging arrangement, taking into account, inter alia:

(a) the type of the AIF;

(b) the investment strategy of the AIF;

(c) the sources of leverage of the AIF;

(d) any other interlinkage or relevant relationships with other financial services institutions, which could pose systemic risk;

(e) the need to limit the exposure to any single counterparty;

(f) the extent to which the leverage is collateralised;

(g) the asset-liability ratio;

(h) the scale, nature and extent of the activity of the AIFM on the markets concerned.

5. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) the risk management systems to be employed by AIFMs in relation to the risks which they incur on behalf of the AIFs that they manage;

(b) the appropriate frequency of review of the risk management system;

(c) how the risk management function is to be functionally and hierarchically separated from the operating units, including the portfolio management function;

(d) specific safeguards against conflicts of interest referred to in the second subparagraph of paragraph 1;

(e) the requirements referred to in paragraph 3.

Article 16

Liquidity management

1. AIFMs shall, for each AIF that they manage which is not an unleveraged closed-ended AIF, employ an appropriate liquidity management system and adopt procedures which enable them to monitor the liquidity risk of the AIF and to ensure that the liquidity profile of the investments of the AIF complies with its underlying obligations.

AIFMs shall regularly conduct stress tests, under normal and exceptional liquidity conditions, which enable them to assess the liquidity risk of the AIFs and monitor the liquidity risk of the AIFs accordingly.

2. AIFMs shall ensure that, for each AIF that they manage, the investment strategy, the liquidity profile and the redemption policy are consistent.

3. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) the liquidity management systems and procedures; and

(b) the alignment of the investment strategy, liquidity profile and redemption policy set out in paragraph 2.

Article 17

Investment in securitisation positions

In order to ensure cross-sectoral consistency and to remove misalignment between the interest of firms that repackage loans into tradable securities and originators within the meaning of point (41) of Article 4 of Directive 2006/48/EC, and AIFMs that invest in those securities or other financial instruments on behalf of AIFs, the Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures laying down the requirements in the following areas:

(a) the requirements that need to be met by the originator, the sponsor or the original lender, in order for an AIFM to be allowed to invest in securities or other financial instruments of this type issued after 1 January 2011 on behalf of AIFs, including requirements that ensure that the originator, the sponsor or the original lender retains a net economic interest of not less than 5 %;

(b) qualitative requirements that must be met by AIFMs which invest in these securities or other financial instruments on behalf of one or more AIFs.

SECTION 2

Organisational requirements

Article 18

General principles

1. Member States shall require that AIFMs use, at all times, adequate and appropriate human and technical resources that are necessary for the proper management of AIFs.

In particular, the competent authorities of the home Member State of the AIFM, having regard also to the nature of the AIFs managed by the AIFM, shall require that the AIFM has sound administrative and accounting procedures, control and safeguard arrangements for electronic data processing and adequate internal control mechanisms including, in particular, rules for personal transactions by its employees or for the holding or management of investments in order to invest on its own account and ensuring, at least, that each transaction involving the AIFs may be reconstructed according to its origin, the parties to it, its nature, and the time and place at which it was effected and that the assets of the AIFs managed by the AIFM are invested in accordance with the AIF rules or instruments of incorporation and the legal provisions in force.

2. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the procedures and arrangements as referred to in paragraph 1.

Article 19

Valuation

1. AIFMs shall ensure that, for each AIF that they manage, appropriate and consistent procedures are established so that a proper and independent valuation of the assets of the AIF can be performed in accordance with this Article, the applicable national law and the AIF rules or instruments of incorporation.

2. The rules applicable to the valuation of assets and the calculation of the net asset value per unit or share of the AIF shall be laid down in the law of the country where the AIF is established and/or in the AIF rules or instruments of incorporation.

3. AIFMs shall also ensure that the net asset value per unit or share of AIFs is calculated and disclosed to the investors in accordance with this Article, the applicable national law and the AIF rules or instruments of incorporation.

The valuation procedures used shall ensure that the assets are valued and the net asset value per unit or share is calculated at least once a year.

If the AIF is of the open-ended type, such valuations and calculations shall also be carried out at a frequency which is both appropriate to the assets held by the AIF and its issuance and redemption frequency.

If the AIF is of the closed-ended type, such valuations and calculations shall also be carried out in case of an increase or decrease of the capital by the relevant AIF.

The investors shall be informed of the valuations and calculations as set out in the relevant AIF rules or instruments of incorporation.

4. AIFMs shall ensure that the valuation function is either performed by:

(a) an external valuer, being a legal or natural person independent from the AIF, the AIFM and any other persons with close links to the AIF or the AIFM; or

(b) the AIFM itself, provided that the valuation task is functionally independent from the portfolio management and the remuneration policy and other measures ensure that conflicts of interest are mitigated and that undue influence upon the employees is prevented.

The depositary appointed for an AIF shall not be appointed as external valuer of that AIF, unless it has functionally and hierarchically separated the performance of its depositary functions from its tasks as external valuer and the potential conflicts of interest are properly identified, managed, monitored and disclosed to the investors of the AIF.

5. Where an external valuer performs the valuation function, the AIFM shall demonstrate that:

(a) the external valuer is subject to mandatory professional registration recognised by law or to legal or regulatory provisions or rules of professional conduct;

(b) the external valuer can provide sufficient professional guarantees to be able to perform effectively the relevant valuation function in accordance with paragraphs 1, 2 and 3; and

(c) the appointment of the external valuer complies with the requirements of Article 20(1) and (2) and the delegated acts adopted pursuant to Article 20(7).

6. The appointed external valuer shall not delegate the valuation function to a third party.

7. AIFMs shall notify the appointment of the external valuer to the competent authorities of their home Member State which may require that another external valuer be appointed instead, where the conditions laid down in paragraph 5 are not met.

8. The valuation shall be performed impartially and with all due skill, care and diligence.

9. Where the valuation function is not performed by an independent external valuer, the competent authorities of the home Member State of the AIFM may require the AIFM to have its valuation procedures and/or valuations verified by an external valuer or, where appropriate, by an auditor.

10. AIFMs are responsible for the proper valuation of AIF assets, the calculation of the net asset value and the publication of that net asset value. The AIFM's liability towards the AIF and its investors shall, therefore, not be affected by the fact that the AIFM has appointed an external valuer.

Notwithstanding the first subparagraph and irrespective of any contractual arrangements providing otherwise, the external valuer shall be liable to the AIFM for any losses suffered by the AIFM as a result of the external valuer's negligence or intentional failure to perform its tasks.

11. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) the criteria concerning the procedures for the proper valuation of the assets and the calculation of the net asset value per unit or share;

(b) the professional guarantees the external valuer must be able to provide to effectively perform the valuation function;

(c) the frequency of valuation carried out by open-ended AIFs which is both appropriate to the assets held by the AIF and its issuance and redemption policy.

SECTION 3

Delegation of AIFM functions

Article 20

Delegation

1. AIFMs which intend to delegate to third parties the task of carrying out functions on their behalf shall notify the competent authorities of their home Member State before the delegation arrangements become effective. The following conditions shall be met:

(a) the AIFM must be able to justify its entire delegation structure on objective reasons;

(b) the delegate must dispose of sufficient resources to perform the respective tasks and the persons who effectively conduct the business of the delegate must be of sufficiently good repute and sufficiently experienced;

(c) where the delegation concerns portfolio management or risk management, it must be conferred only on undertakings which are authorised or registered for the purpose of asset management and subject to supervision or, where that condition cannot be met, only subject to prior approval by the competent authorities of the home Member State of the AIFM;

(d) where the delegation concerns portfolio management or risk management and is conferred on a third-country undertaking, in addition to the requirements in point (c), cooperation between the competent authorities of the home Member State of the AIFM and the supervisory authority of the undertaking must be ensured;

(e) the delegation must not prevent the effectiveness of supervision of the AIFM, and, in particular, must not prevent the AIFM from acting, or the AIF from being managed, in the best interests of its investors;

(f) the AIFM must be able to demonstrate that the delegate is qualified and capable of undertaking the functions in question, that it was selected with all due care and that the AIFM is in a position to monitor effectively at any time the delegated activity, to give at any time further instructions to the delegate and to withdraw the delegation with immediate effect when this is in the interest of investors.

The AIFM shall review the services provided by each delegate on an ongoing basis.

2. No delegation of portfolio management or risk management shall be conferred on:

(a) the depositary or a delegate of the depositary; or

(b) any other entity whose interests may conflict with those of the AIFM or the investors of the AIF, unless such entity has functionally and hierarchically separated the performance of its portfolio management or risk management tasks from its other potentially conflicting tasks, and the potential conflicts of interest are properly identified, managed, monitored and disclosed to the investors of the AIF.

3. The AIFM's liability towards the AIF and its investors shall not be affected by the fact that the AIFM has delegated functions to a third party, or by any further sub-delegation, nor shall the AIFM delegate its functions to the extent that, in essence, it can no longer be considered to be the manager of the AIF and to the extent that it becomes a letter-box entity.

4. The third party may sub-delegate any of the functions delegated to it provided that the following conditions are met:

(a) the AIFM consented prior to the sub-delegation;

(b) the AIFM notified the competent authorities of its home Member State before the sub-delegation arrangements become effective;

(c) the conditions set out in paragraph 1, on the understanding that all references to the 'delegate' are read as references to the 'sub-delegate'.

5. No sub-delegation of portfolio management or risk management shall be conferred on:

(a) the depositary or a delegate of the depositary; or

(b) any other entity whose interests may conflict with those of the AIFM or the investors of the AIF, unless such entity has functionally and hierarchically separated the performance of its portfolio management or risk management tasks from its other potentially conflicting tasks, and the potential conflicts of interest are properly identified, managed, monitored and disclosed to the investors of the AIF.

The relevant delegate shall review the services provided by each sub-delegate on an ongoing basis.

6. Where the sub-delegate further delegates any of the functions delegated to it, the conditions set out in paragraph 4 shall apply *mutatis mutandis*.

7. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) the conditions for fulfilling the requirements set out in paragraphs 1, 2, 4 and 5;

(b) the conditions under which the AIFM shall be deemed to have delegated its functions to the extent that it becomes a letter-box entity and can no longer be considered to be the manager of the AIF as set out in paragraph 3.

SECTION 4

Depositary

Article 21

Depositary

1. For each AIF it manages, the AIFM shall ensure that a single depositary is appointed in accordance with this Article.

2. The appointment of the depositary shall be evidenced by written contract. The contract shall, inter alia, regulate the flow of information deemed necessary to allow the depositary to perform its functions for the AIF for which it has been appointed as depositary, as set out in this Directive and in other relevant laws, regulations or administrative provisions.

3. The depositary shall be:

(a) a credit institution having its registered office in the Union and authorised in accordance with Directive 2006/48/EC;

(b) an investment firm having its registered office in the Union, subject to capital adequacy requirements in accordance with Article 20(1) of Directive 2006/49/EC including capital requirements for operational risks and authorised in accordance with Directive 2004/39/EC and which also provides the ancillary service of safe-keeping and administration of financial instruments for the account of clients in accordance with point (1) of Section B of Annex I to Directive 2004/39/EC; such investment firms shall in any case have own funds not less than the amount of initial capital referred to in Article 9 of Directive 2006/49/EC; or

(c) another category of institution that is subject to prudential regulation and ongoing supervision and which, on 21 July 2011, falls within the categories of institution determined by Member States to be eligible to be a depositary under Article 23(3) of Directive 2009/65/EC.

For non-EU AIFs only, and without prejudice to point (b) of paragraph 5, the depositary may also be a credit institution or any other entity of the same nature as the entities referred to in points (a) and (b) of the first subparagraph of this paragraph provided that the conditions in point (b) of paragraph 6 are met.

In addition, Member States may allow that in relation to AIFs which have no redemption rights exercisable during the period of 5 years from the date of the initial investments and which, in accordance with their core investment policy, generally do not invest in assets that must be held in custody in accordance with point (a) of paragraph 8 or generally invest in issuers or non-listed companies in order to potentially acquire control over such companies in accordance with Article 26, the depositary may be an entity which carries out depositary functions as part of its professional or business activities in respect of which such entity is subject to mandatory professional registration recognised by law or to legal or regulatory provisions or rules of professional conduct and which can provide sufficient financial and professional guarantees to enable it to perform effectively the relevant depositary functions and meet the commitments inherent in those functions.

4. In order to avoid conflicts of interest between the depositary, the AIFM and/or the AIF and/or its investors:

(a) an AIFM shall not act as depositary;

(b) a prime broker acting as counterparty to an AIF shall not act as depositary for that AIF, unless it has functionally and hierarchically separated the performance of its depositary functions from its tasks as prime broker and the potential conflicts of interest are properly identified, managed, monitored and disclosed to the investors of the AIF. Delegation by the depositary to such prime broker of its custody tasks in accordance with paragraph 11 is allowed if the relevant conditions are met.

5. The depositary shall be established in one of the following locations:

(a) for EU AIFs, in the home Member State of the AIF;

(b) for non-EU AIFs, in the third country where the AIF is established or in the home Member State of the AIFM managing the AIF or in the Member State of reference of the AIFM managing the AIF.

6. Without prejudice to the requirements set out in paragraph 3, the appointment of a depositary established in a third country shall, at all times, be subject to the following conditions:

(a) the competent authorities of the Member States in which the units or shares of the non-EU AIF are intended to be marketed, and, in so far as different, of the home Member State of the AIFM, have signed cooperation and exchange of information arrangements with the competent authorities of the depositary;

(b) the depositary is subject to effective prudential regulation, including minimum capital requirements, and supervision which have the same effect as Union law and are effectively enforced;

(c) the third country where the depositary is established is not listed as a Non-Cooperative Country and Territory by FATF;

(d) the Member States in which the units or shares of the non-EU AIF are intended to be marketed, and, in so far as different, the home Member State of the AIFM, have signed an agreement with the third country where the depositary is established which fully complies with the standards laid down in Article 26 of the OECD Model Tax Convention on Income and on Capital and ensures an effective exchange of information in tax matters including any multilateral tax agreements;

(e) the depositary shall by contract be liable to the AIF or to the investors of the AIF, consistently with paragraphs 12 and 13, and shall expressly agree to comply with paragraph 11.

Where a competent authority of another Member State disagrees with the assessment made on the application of points (a), (c) or (e) of the first subparagraph by the competent authorities of the home Member State of the AIFM, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

On the basis of the criteria referred to in point (b) of paragraph 17, the Commission shall adopt implementing acts, stating that prudential regulation and supervision of a third country have the same effect as Union law and are effectively enforced. Those implementing acts shall be adopted in accordance with the examination procedure referred to in Article 59(2).

7. The depositary shall in general ensure that the AIF's cash flows are properly monitored, and shall in particular ensure that all payments made by or on behalf of investors upon the subscription of units or shares of an AIF have been received and that all cash of the AIF has been booked in cash accounts opened in the name of the AIF or in the name of the AIFM acting on behalf of the AIF or in the name of the depositary acting on behalf of the AIF at an entity referred to in points (a), (b) and (c) of Article 18(1) of Directive 2006/73/EC, or another entity of the same nature, in the relevant market where cash accounts are required provided that such entity is subject to effective prudential regulation and supervision which have the same effect as Union law and are effectively enforced and in accordance with the principles set out in Article 16 of Directive 2006/73/EC.

Where the cash accounts are opened in the name of the depositary acting on behalf of the AIF, no cash of the entity referred to in the first subparagraph and none of the depositary's own cash shall be booked on such accounts.

8. The assets of the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF shall be entrusted to the depositary for safe-keeping, as follows:

(a) for financial instruments that can be held in custody:

(i) the depositary shall hold in custody all financial instruments that can be registered in a financial instruments account opened in the depositary's books and all financial instruments that can be physically delivered to the depositary;

(ii) for that purpose, the depositary shall ensure that all those financial instruments that can be registered in a financial instruments account opened in the depositary's books are registered in the depositary's books within segregated accounts in accordance with the principles set out in Article 16 of Directive 2006/73/EC, opened in the name of the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF, so that they can be clearly identified as belonging to the AIF in accordance with the applicable law at all times;

(b) for other assets:

(i) the depositary shall verify the ownership of the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF of such assets and shall maintain a record of those assets for which it is satisfied that the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF holds the ownership of such assets;

(ii) the assessment whether the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF holds the ownership shall be based on information or documents provided by the AIF or the AIFM and, where available, on external evidence;

(iii) the depositary shall keep its record up-to-date.

9. In addition to the tasks referred to in paragraphs 7 and 8, the depositary shall:

(a) ensure that the sale, issue, re-purchase, redemption and cancellation of units or shares of the AIF are carried out in accordance with the applicable national law and the AIF rules or instruments of incorporation;

(b) ensure that the value of the units or shares of the AIF is calculated in accordance with the applicable national law, the AIF rules or instruments of incorporation and the procedures laid down in Article 19;

(c) carry out the instructions of the AIFM, unless they conflict with the applicable national law or the AIF rules or instruments of incorporation;

(d) ensure that in transactions involving the AIF's assets any consideration is remitted to the AIF within the usual time limits;

(e) ensure that an AIF's income is applied in accordance with the applicable national law and the AIF rules or instruments of incorporation.

10. In the context of their respective roles, the AIFM and the depositary shall act honestly, fairly, professionally, independently and in the interest of the AIF and the investors of the AIF.

A depositary shall not carry out activities with regard to the AIF or the AIFM on behalf of the AIF that may create conflicts of interest between the AIF, the investors in the AIF, the AIFM and itself, unless the depositary has functionally and hierarchically separated the performance of its depositary tasks from its other potentially conflicting tasks, and the potential conflicts of interest are properly identified, managed, monitored and disclosed to the investors of the AIF.

The assets referred to in paragraph 8 shall not be reused by the depositary without the prior consent of the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF.

11. The depositary shall not delegate to third parties its functions as described in this Article, save for those referred to in paragraph 8.

The depositary may delegate to third parties the functions referred to in paragraph 8 subject to the following conditions:

(a) the tasks are not delegated with the intention of avoiding the requirements of this Directive;

(b) the depositary can demonstrate that there is an objective reason for the delegation;

(c) the depositary has exercised all due skill, care and diligence in the selection and the appointment of any third party to whom it wants to delegate parts of its tasks, and keeps exercising all due skill, care and diligence in the periodic review and ongoing monitoring of any third party to whom it has delegated parts of its tasks and of the arrangements of the third party in respect of the matters delegated to it; and

(d) the depositary ensures that the third party meets the following conditions at all times during the performance of the tasks delegated to it:

(i) the third party has the structures and the expertise that are adequate and proportionate to the nature and complexity of the assets of the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF which have been entrusted to it;

(ii) for custody tasks referred to in point (a) of paragraph 8, the third party is subject to effective prudential regulation, including minimum capital requirements, and supervision in the jurisdiction concerned and the third party is subject to an external periodic audit to ensure that the financial instruments are in its possession;

(iii) the third party segregates the assets of the depositary's clients from its own assets and from the assets of the depositary in such a way that they can at any time be clearly identified as belonging to clients of a particular depositary;

(iv) the third party does not make use of the assets without the prior consent of the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF and prior notification to the depositary; and

(v) the third party complies with the general obligations and prohibitions set out in paragraphs 8 and 10.

Notwithstanding point (d)(ii) of the second subparagraph, where the law of a third country requires that certain financial instruments be held in custody by a local entity and no local entities satisfy the delegation requirements laid down in that point, the depositary may delegate its functions to such a local entity only to the extent required by the law of the third country and only for as long as there are no local entities that satisfy the delegation requirements, subject to the following requirements:

(a) the investors of the relevant AIF must be duly informed that such delegation is required due to legal constraints in the law of the third country and of the circumstances justifying the delegation, prior to their investment; and

(b) the AIF, or the AIFM on behalf of the AIF, must instruct the depositary to delegate the custody of such financial instruments to such local entity.

The third party may, in turn, sub-delegate those functions, subject to the same requirements. In such a case, paragraph 13 shall apply *mutatis mutandis* to the relevant parties.

For the purposes of this paragraph, the provision of services as specified by Directive 98/26/EC by securities settlement systems as designated for the purposes of that Directive or the provision of similar services by third-country securities settlement systems shall not be considered a delegation of its custody functions.

12. The depositary shall be liable to the AIF or to the investors of the AIF, for the loss by the depositary or a third party to whom the custody of financial instruments held in custody in accordance with point (a) of paragraph 8 has been delegated.

In the case of such a loss of a financial instrument held in custody, the depositary shall return a financial instrument of identical type or the corresponding amount to the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF without undue delay. The depositary shall not be liable if it can prove that the loss has arisen as a result of an external event beyond its reasonable control, the consequences of which would have been unavoidable despite all reasonable efforts to the contrary.

The depositary shall also be liable to the AIF, or to the investors of the AIF, for all other losses suffered by them as a result of the depositary's negligent or intentional failure to properly fulfil its obligations pursuant to this Directive.

13. The depositary's liability shall not be affected by any delegation referred to in paragraph 11.

Notwithstanding the first subparagraph of this paragraph, in case of a loss of financial instruments held in custody by a third party pursuant to paragraph 11, the depositary may discharge itself of liability if it can prove that:

(a) all requirements for the delegation of its custody tasks set out in the second subparagraph of paragraph 11 are met;

(b) a written contract between the depositary and the third party expressly transfers the liability of the depositary to that third party and makes it possible for the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF to make a claim against the third party in respect of the loss of financial instruments or for the depositary to make such a claim on their behalf; and

(c) a written contract between the depositary and the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF, expressly allows a discharge of the depositary's liability and establishes the objective reason to contract such a discharge.

14. Further, where the law of a third country requires that certain financial instruments are held in custody by a local entity and there are no local entities that satisfy the delegation requirements laid down in point (d)(ii) of paragraph 11, the depositary can discharge itself of liability provided that the following conditions are met:

(a) the rules or instruments of incorporation of the AIF concerned expressly allow for such a discharge under the conditions set out in this paragraph;

(b) the investors of the relevant AIF have been duly informed of that discharge and of the circumstances justifying the discharge prior to their investment;

(c) the AIF or the AIFM on behalf of the AIF instructed the depositary to delegate the custody of such financial instruments to a local entity;

(d) there is a written contract between the depositary and the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF, which expressly allows such a discharge; and

(e) there is a written contract between the depositary and the third party that expressly transfers the liability of the depositary to that local entity and makes it possible for the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF to make a claim against that local entity in respect of the loss of financial instruments or for the depositary to make such a claim on their behalf.

15. Liability to the investors of the AIF may be invoked directly or indirectly through the AIFM, depending on the legal nature of the relationship between the depositary, the AIFM and the investors.

16. The depositary shall make available to its competent authorities, on request, all information which it has obtained while performing its duties and that may be necessary for the competent authorities of the AIF or the AIFM. If the competent authorities of the AIF or the AIFM are different from those of the depositary, the competent authorities of the depositary shall share the information received without delay with the competent authorities of the AIF and the AIFM.

17. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) the particulars that need to be included in the written contract referred to in paragraph 2;

(b) general criteria for assessing whether the prudential regulation and supervision of third countries as referred to in point (b) of paragraph 6 have the same effect as Union law and are effectively enforced;

(c) the conditions for performing the depositary functions pursuant to paragraphs 7, 8 and 9, including:

(i) the type of financial instruments to be included in the scope of the depositary's custody duties in accordance with point (a) of paragraph 8;

(ii) the conditions subject to which the depositary is able to exercise its custody duties over financial instruments registered with a central depositary; and

(iii) the conditions subject to which the depositary is to safekeep the financial instruments issued in a nominative form and registered with an issuer or a registrar, in accordance with point (b) of paragraph 8;

(d) the due diligence duties of depositaries pursuant to point (c) of paragraph 11;

(e) the segregation obligation pursuant to point (d)(iii) of paragraph 11;

(f) the conditions subject to which and circumstances in which financial instruments held in custody are to be considered as lost;

(g) what is to be understood by external events beyond reasonable control, the consequences of which would have been unavoidable despite all reasonable efforts to the contrary pursuant to paragraph 12;

(h) the conditions subject to which and circumstances in which there is an objective reason to contract a discharge pursuant to paragraph 13.

CHAPTER IV

TRANSPARENCY REQUIREMENTS

Article 22

Annual report

1. An AIFM shall, for each of the EU AIFs it manages and for each of the AIFs it markets in the Union, make available an annual report for each financial year no later than 6 months following the end of the financial year. The annual report shall be provided to investors on request. The annual report shall be made available to the competent authorities of the home Member State of the AIFM, and, where applicable, the home Member State of the AIF.

Where the AIF is required to make public an annual financial report in accordance with Directive 2004/109/EC only such additional information referred to in paragraph 2 needs to be provided to investors on request, either separately or as an additional part of the annual financial report. In the latter case the annual financial report shall be made public no later than 4 months following the end of the financial year.

2. The annual report shall at least contain the following:

(a) a balance-sheet or a statement of assets and liabilities;

(b) an income and expenditure account for the financial year;

(c) a report on the activities of the financial year;

(d) any material changes in the information listed in Article 23 during the financial year covered by the report;

(e) the total amount of remuneration for the financial year, split into fixed and variable remuneration, paid by the AIFM to its staff, and number of beneficiaries, and, where relevant, carried interest paid by the AIF;

(f) the aggregate amount of remuneration broken down by senior management and members of staff of the AIFM whose actions have a material impact on the risk profile of the AIF.

3. The accounting information given in the annual report shall be prepared in accordance with the accounting standards of the home Member State of the AIF or in accordance with the accounting standards of the third country where the AIF is established and with the accounting rules laid down in the AIF rules or instruments of incorporation.

The accounting information given in the annual report shall be audited by one or more persons empowered by law to audit accounts in accordance with Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts [1]. The auditor's report, including any qualifications, shall be reproduced in full in the annual report.

By way of derogation from the second subparagraph, Member States may permit AIFMs marketing non-EU AIFs to subject the annual reports of those AIFs to an audit meeting international auditing standards in force in the country where the AIF has its registered office.

4. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the content and format of the annual report. Those measures shall be adapted to the type of AIF to which they apply.

Article 23

Disclosure to investors

1. AIFMs shall for each of the EU AIFs that they manage and for each of the AIFs that they market in the Union make available to AIF investors, in accordance with the AIF rules or instruments of incorporation, the following information before they invest in the AIF, as well as any material changes thereof:

(a) a description of the investment strategy and objectives of the AIF, information on where any master AIF is established and where the underlying funds are established if the AIF is a fund of funds, a description of the types of assets in which the AIF may invest, the techniques it may employ and all associated risks, any applicable investment restrictions, the circumstances in which the AIF may use leverage, the types and sources of leverage permitted and the associated risks, any restrictions on the use of leverage and any collateral and asset reuse arrangements, and the maximum level of leverage which the AIFM are entitled to employ on behalf of the AIF;

(b) a description of the procedures by which the AIF may change its investment strategy or investment policy, or both;

(c) a description of the main legal implications of the contractual relationship entered into for the purpose of investment, including information on jurisdiction, on the applicable law and on the existence or not of any legal instruments providing for the recognition and enforcement of judgments in the territory where the AIF is established;

(d) the identity of the AIFM, the AIF's depositary, auditor and any other service providers and a description of their duties and the investors' rights;

(e) a description of how the AIFM is complying with the requirements of Article 9(7);

(f) a description of any delegated management function as referred to in Annex I by the AIFM and of any safe-keeping function delegated by the depositary, the identification of the delegate and any conflicts of interest that may arise from such delegations;

(g) a description of the AIF's valuation procedure and of the pricing methodology for valuing assets, including the methods used in valuing hard-to-value assets in accordance with Article 19;

(h) a description of the AIF's liquidity risk management, including the redemption rights both in normal and in exceptional circumstances, and the existing redemption arrangements with investors;

(i) a description of all fees, charges and expenses and of the maximum amounts thereof which are directly or indirectly borne by investors;

(j) a description of how the AIFM ensures a fair treatment of investors and, whenever an investor obtains preferential treatment or the right to obtain preferential treatment, a description of that preferential treatment, the type of investors who obtain such preferential treatment and, where relevant, their legal or economic links with the AIF or AIFM;

(k) the latest annual report referred to in Article 22;

(l) the procedure and conditions for the issue and sale of units or shares;

(m) the latest net asset value of the AIF or the latest market price of the unit or share of the AIF, in accordance with Article 19;

(n) where available, the historical performance of the AIF;

[1] OJ L 157, 9.6.2006, p. 87.

(o) the identity of the prime broker and a description of any material arrangements of the AIF with its prime brokers and the way the conflicts of interest in relation thereto are managed and the provision in the contract with the depositary on the possibility of transfer and reuse of AIF assets, and information about any transfer of liability to the prime broker that may exist;

(p) a description of how and when the information required under paragraphs 4 and 5 will be disclosed.

2. The AIFM shall inform the investors before they invest in the AIF of any arrangement made by the depositary to contractually discharge itself of liability in accordance with Article 21(13). The AIFM shall also inform investors of any changes with respect to depositary liability without delay.

3. Where the AIF is required to publish a prospectus in accordance with Directive 2003/71/EC or in accordance with national law, only such information referred to in paragraphs 1 and 2 which is in addition to that contained in the prospectus needs to be disclosed separately or as additional information in the prospectus.

4. AIFMs shall, for each of the EU AIFs that they manage and for each of the AIFs that they market in the Union, periodically disclose to investors:

(a) the percentage of the AIF's assets which are subject to special arrangements arising from their illiquid nature;

(b) any new arrangements for managing the liquidity of the AIF;

(c) the current risk profile of the AIF and the risk management systems employed by the AIFM to manage those risks.

5. AIFMs managing EU AIFs employing leverage or marketing in the Union AIFs employing leverage shall, for each such AIF disclose, on a regular basis:

(a) any changes to the maximum level of leverage which the AIFM may employ on behalf of the AIF as well as any right of the reuse of collateral or any guarantee granted under the leveraging arrangement;

(b) the total amount of leverage employed by that AIF.

6. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the disclosure obligations of AIFMs referred to in paragraphs 4 and 5, including the frequency of the disclosure referred to in paragraph 5. Those measures shall be adapted to the type of AIFM to which they apply.

Article 24

Reporting obligations to competent authorities

1. An AIFM shall regularly report to the competent authorities of its home Member State on the principal markets and instruments in which it trades on behalf of the AIFs it manages.

It shall provide information on the main instruments in which it is trading, on markets of which it is a member or where it actively trades, and on the principal exposures and most important concentrations of each of the AIFs it manages.

2. An AIFM shall, for each of the EU AIFs it manages and for each of the AIFs it markets in the Union, provide the following to the competent authorities of its home Member State:

(a) the percentage of the AIF's assets which are subject to special arrangements arising from their illiquid nature;

(b) any new arrangements for managing the liquidity of the AIF;

(c) the current risk profile of the AIF and the risk management systems employed by the AIFM to manage the market risk, liquidity risk, counterparty risk and other risks including operational risk;

(d) information on the main categories of assets in which the AIF invested; and

(e) the results of the stress tests performed in accordance with point (b) of Article 15(3) and the second subparagraph of Article 16(1).

3. The AIFM shall, on request, provide the following documents to the competent authorities of its home Member State:

(a) an annual report of each EU AIF managed by the AIFM and of each AIF marketed by it in the Union, for each financial year, in accordance with Article 22(1);

(b) for the end of each quarter a detailed list of all AIFs which the AIFM manages.

4. An AIFM managing AIFs employing leverage on a substantial basis shall make available information about the overall level of leverage employed by each AIF it manages, a break-down between leverage arising from borrowing of cash or securities and leverage embedded in financial derivatives and the extent to which the AIF's assets have been reused under leveraging arrangements to the competent authorities of its home Member State.

That information shall include the identity of the five largest sources of borrowed cash or securities for each of the AIFs managed by the AIFM, and the amounts of leverage received from each of those sources for each of those AIFs.

For non-EU AIFMs, the reporting obligations referred to in this paragraph are limited to EU AIFs managed by them and non-EU AIFs marketed by them in the Union.

5. Where necessary for the effective monitoring of systemic risk, the competent authorities of the home Member State may require information in addition to that described in this Article, on a periodic as well as on an ad-hoc basis. The competent authorities shall inform ESMA about the additional information requirements.

In exceptional circumstances and where required in order to ensure the stability and integrity of the financial system, or to promote long-term sustainable growth, ESMA may request the competent authorities of the home Member State to impose additional reporting requirements.

6. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying:

(a) when leverage is to be considered to be employed on a substantial basis for the purposes of paragraph 4; and

(b) the obligations to report and provide information provided for in this Article.

Those measures shall take into account the need to avoid an excessive administrative burden on competent authorities.

CHAPTER V

AIFMs MANAGING SPECIFIC TYPES OF AIF

SECTION 1

AIFMs managing leveraged AIFs

Article 25

Use of information by competent authorities, supervisory cooperation and limits to leverage

1. Member States shall ensure that the competent authorities of the home Member State of the AIFM use the information to be gathered under Article 24 for the purposes of identifying the extent to which the use of leverage contributes to the build-up of systemic risk in the financial system, risks of disorderly markets or risks to the long-term growth of the economy.

2. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall ensure that all information gathered under Article 24 in respect of all AIFMs that they supervise and the information gathered under Article 7 is made available to competent authorities of other relevant Member States, ESMA and the ESRB by means of the procedures set out in Article 50 on supervisory cooperation. They shall, without delay, also provide information by means of those procedures, and bilaterally to the competent authorities of other Member States directly concerned, if an AIFM under their responsibility, or AIF managed by that AIFM could potentially constitute an important source of counterparty risk to a credit institution or other systemically relevant institutions in other Member States.

3. The AIFM shall demonstrate that the leverage limits set by it for each AIF it manages are reasonable and that it complies with those limits at all times. The competent authorities shall assess the risks that the use of leverage by an AIFM with respect to the AIFs it manages could entail, and, where deemed necessary in order to ensure the stability and integrity of the financial system, the competent authorities of the home Member State of the AIFM, after having notified ESMA, the ESRB and the competent authorities of the relevant AIF, shall impose limits to the level of leverage that an AIFM are entitled to employ or other restrictions on the management of the AIF with respect to the AIFs under its management to limit the extent to which the use of leverage contributes to the build up of systemic risk in the financial system or risks of disorderly markets. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall duly inform ESMA, the ESRB and the competent authorities of the AIF, of actions taken in this respect, through the procedures set out in Article 50.

4. The notification referred to in paragraph 3 shall be made not less than 10 working days before the proposed measure is intended to take effect or to be renewed. The notification shall include details of the proposed measure, the reasons for the measure and when the measure is intended to take effect. In exceptional circumstances, the competent authorities of the home Member State of the AIFM may decide that the proposed measure takes effect within the period referred to in the first sentence.

5. ESMA shall perform a facilitation and coordination role, and, in particular, shall try to ensure that a consistent approach is taken by competent authorities, in relation to measures proposed by competent authorities under paragraph 3.

6. After receiving the notification referred to in paragraph 3, ESMA shall issue advice to the competent authorities of the home Member State of the AIFM about the measure that is proposed or taken. The advice may, in particular, address whether the conditions for taking action appear to be met, whether the measures are appropriate and the duration of the measures.

7. On the basis of the information received in accordance with paragraph 2, and after taking into account any advice of the ESRB, ESMA may determine that the leverage employed by an AIFM, or by a group of AIFMs, poses a substantial risk to the stability and integrity of the financial system and may issue advice to competent authorities specifying the remedial measures to be taken, including limits to the level of leverage, which that AIFM, or that group of AIFMs, are entitled to employ. ESMA shall immediately inform the competent authorities concerned, the ESRB and the Commission of any such determination.

8. If a competent authority proposes to take action contrary to ESMA's advice referred to in paragraph 6 or 7 it shall inform ESMA, stating its reasons. ESMA may publish the fact that a competent authority does not comply or intend to comply with its advice. ESMA may also decide, on a case-by-case basis, to publish the reasons provided by the competent authority for not complying with its advice. The competent authorities concerned shall receive advance notice about such a publication.

9. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures setting out principles specifying the circumstances in which competent authorities apply the provisions set out in paragraph 3, taking into account different strategies of AIFs, different market conditions in which AIFs operate and possible pro-cyclical effects of applying those provisions.

SECTION 2

Obligations for AIFMs managing AIFs which acquire control of non-listed companies and issuers

Article 26

Scope

1. This Section shall apply to the following:

(a) AIFMs managing one or more AIFs which either individually or jointly on the basis of an agreement aimed at acquiring control, acquire control of a non-listed company in accordance with paragraph 5;

(b) AIFMs cooperating with one or more other AIFMs on the basis of an agreement pursuant to which the AIFs managed by those AIFMs jointly, acquire control of a non-listed company in accordance with paragraph 5.

2. This Section shall not apply where the non-listed companies concerned are:

(a) small and medium-sized enterprises within the meaning of Article 2(1) of the Annex to Commission Recommendation 2003/361/EC of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises [1]; or

(b) special purpose vehicles with the purpose of purchasing, holding or administrating real estate.

3. Without prejudice to paragraphs 1 and 2 of this Article, Article 27(1) shall also apply to AIFMs managing AIFs that acquire a non-controlling participation in a non-listed company.

4. Article 28(1), (2) and (3) and Article 30 shall apply also to AIFMs managing AIFs that acquire control over issuers. For the purposes of those Articles, paragraphs 1 and 2 of this Article shall apply *mutatis mutandis*.

5. For the purpose of this Section, for non-listed companies, control shall mean more than 50 % of the voting rights of the companies.

When calculating the percentage of voting rights held by the relevant AIF, in addition to the voting rights held directly by the relevant AIF, the voting rights of the following shall be taken into account, subject to control as referred to in the first subparagraph being established:

(a) an undertaking controlled by the AIF; and

(b) a natural or legal person acting in its own name but on behalf of the AIF or on behalf of an undertaking controlled by the AIF.

The percentage of voting rights shall be calculated on the basis of all the shares to which voting rights are attached even if the exercise thereof is suspended.

Notwithstanding point (i) of Article 4(1), for the purpose of Article 28(1), (2) and (3) and Article 30 in regard to issuers control shall be determined in accordance with Article 5(3) of Directive 2004/25/EC.

6. This Section shall apply subject to the conditions and restrictions set out in Article 6 of Directive 2002/14/EC.

[1] OJ L 124, 20.5.2003, p. 36.

7. This Section shall apply without prejudice to any stricter rules adopted by Member States with respect to the acquisition of holdings in issuers and non-listed companies in their territories.

Article 27

Notification of the acquisition of major holdings and control of non-listed companies

1. Member States shall require that when an AIF acquires, disposes of or holds shares of a non-listed company, the AIFM managing such an AIF notify the competent authorities of its home Member State of the proportion of voting rights of the non-listed company held by the AIF any time when that proportion reaches, exceeds or falls below the thresholds of 10 %, 20 %, 30 %, 50 % and 75 %.

2. Member States shall require that when an AIF acquires, individually or jointly, control over a non-listed company pursuant to Article 26(1), in conjunction with paragraph 5 of that Article, the AIFM managing such an AIF notify the following of the acquisition of control by the AIF:

(a) the non-listed company;

(b) the shareholders of which the identities and addresses are available to the AIFM or can be made available by the non-listed company or through a register to which the AIFM has or can obtain access; and

(c) the competent authorities of the home Member State of the AIFM.

3. The notification required under paragraph 2 shall contain the following additional information:

(a) the resulting situation in terms of voting rights;

(b) the conditions subject to which control was acquired, including information about the identity of the different shareholders involved, any natural person or legal entity entitled to exercise voting rights on their behalf and, if applicable, the chain of undertakings through which voting rights are effectively held;

(c) the date on which control was acquired.

4. In its notification to the non-listed company, the AIFM shall request the board of directors of the company to inform the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, without undue delay of the acquisition of control by the AIF managed by the AIFM and of the information referred to in paragraph 3. The AIFM shall use its best efforts to ensure that the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, are duly informed by the board of directors in accordance with this Article.

5. The notifications referred to in paragraphs 1, 2 and 3 shall be made as soon as possible, but no later than 10 working days after the date on which the AIF has reached, exceeded or fallen below the relevant threshold or has acquired control over the non-listed company.

Article 28

Disclosure in case of acquisition of control

1. Member States shall require that when an AIF acquires, individually or jointly, control of a non-listed company or an issuer pursuant to Article 26(1), in conjunction with paragraph 5 of that Article, the AIFM managing such AIF shall make the information referred to in paragraph 2 of this Article available to:

(a) the company concerned;

(b) the shareholders of the company of which the identities and addresses are available to the AIFM or can be made available by the company or through a register to which the AIFM has or can obtain access; and

(c) the competent authorities of the home Member State of the AIFM.

Member States may require that the information referred to in paragraph 2 is also made available to the competent authorities of the non-listed company which the Member States may designate to that effect.

2. The AIFM shall make available:

(a) the identity of the AIFMs which either individually or in agreement with other AIFMs manage the AIFs that have acquired control;

(b) the policy for preventing and managing conflicts of interest, in particular between the AIFM, the AIF and the company, including information about the specific safeguards established to ensure that any agreement between the AIFM and/or the AIF and the company is concluded at arm's length; and

(c) the policy for external and internal communication relating to the company in particular as regards employees.

3. In its notification to the company pursuant to point (a) of paragraph 1, the AIFM shall request the board of directors of the company to inform the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, without undue delay of the information referred to in paragraph 1. The AIFM shall use its best efforts to ensure that the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, are duly informed by the board of directors in accordance with this Article.

4. Member States shall require that when an AIF acquires, individually or jointly, control of a non-listed company pursuant to Article 26(1), in conjunction with paragraph 5 of that Article, the AIFM managing such AIF ensure that the AIF, or the AIFM acting on behalf of the AIF, disclose its intentions with regard to the future business of the non-listed company and the likely repercussions on employment, including any material change in the conditions of employment, to:

(a) the non-listed company; and

(b) the shareholders of the non-listed company of which the identities and addresses are available to the AIFM or can be made available by the non-listed company or through a register to which the AIFM has or can obtain access.

In addition, the AIFM managing the relevant AIF shall request and use its best efforts to ensure that the board of directors of the non-listed company makes available the information set out in the first subparagraph to the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, of the non-listed company.

5. Member States shall require that when an AIF acquires control of a non-listed company pursuant to Article 26(1), in conjunction with paragraph 5 of that Article, the AIFM managing such an AIF provide the competent authorities of its home Member State and the AIF's investors with information on the financing of the acquisition.

Article 29

Specific provisions regarding the annual report of AIFs exercising control of non-listed companies

1. Member States shall require that when an AIF acquires, individually or jointly, control of a non-listed company pursuant to Article 26(1), in conjunction with paragraph 5 of that Article, the AIFM managing such an AIF shall either:

(a) request and use its best efforts to ensure that the annual report of the non-listed company drawn up in accordance with paragraph 2 is made available by the board of directors of the company to the employees' representatives or, where there are none, to the employees themselves within the period such annual report has to be drawn up in accordance with the national applicable law; or

(b) for each such AIF include in the annual report provided for in Article 22 the information referred to in paragraph 2 relating to the relevant non-listed company.

2. The additional information to be included in the annual report of the company or the AIF, in accordance with paragraph 1, shall include at least a fair review of the development of the company's business representing the situation at the end of the period covered by the annual report. The report shall also give an indication of:

(a) any important events that have occurred since the end of the financial year;

(b) the company's likely future development; and

(c) the information concerning acquisitions of own shares prescribed by Article 22(2) of Council Directive 77/91/EEC [1].

3. The AIFM managing the relevant AIF shall either:

(a) request and use its best efforts to ensure that the board of directors of the non-listed company makes available the information referred to in point (b) of paragraph 1 relating to the company concerned to the employees' representatives of the company concerned or, where there are none, to the employees themselves within the period referred to in Article 22(1); or

(b) make available the information referred to in point (a) of paragraph 1 to the investors of the AIF, in so far as already available, within the period referred to in Article 22(1) and, in any event, no later than the date on which the annual report of the non-listed company is drawn up in accordance with the national applicable law.

Article 30

Asset stripping

1. Member States shall require that when an AIF, individually or jointly, acquires control of a non-listed company or an issuer pursuant to Article 26(1), in conjunction with paragraph 5 of that Article, the AIFM managing such an AIF shall for a period of 24 months following the acquisition of control of the company by the AIF:

(a) not be allowed to facilitate, support or instruct any distribution, capital reduction, share redemption and/or acquisition of own shares by the company as described in paragraph 2;

(b) in so far as the AIFM is authorised to vote on behalf of the AIF at the meetings of the governing bodies of the company, not vote in favour of a distribution, capital reduction, share redemption and/or acquisition of own shares by the company as described in paragraph 2; and

(c) in any event use its best efforts to prevent distributions, capital reductions, share redemptions and/or the acquisition of own shares by the company as described in paragraph 2.

[1] OJ L 26, 31.1.1977, p. 1.

2. The obligations imposed on AIFMs pursuant to paragraph 1 shall relate to the following:

(a) any distribution to shareholders made when on the closing date of the last financial year the net assets as set out in the company's annual accounts are, or following such a distribution would become, lower than the amount of the subscribed capital plus those reserves which may be not distributed under the law or the statutes, on the understanding that where the uncalled part of the subscribed capital is not included in the assets shown in the balance sheet, this amount shall be deducted from the amount of subscribed capital;

(b) any distribution to shareholders the amount of which would exceed the amount of the profits at the end of the last financial year plus any profits brought forward and sums drawn from reserves available for this purpose, less any losses brought forward and sums placed to reserve in accordance with the law or the statutes;

(c) to the extent that acquisitions of own shares are permitted, the acquisitions by the company, including shares previously acquired by the company and held by it, and shares acquired by a person acting in his own name but on the company's behalf, that would have the effect of reducing the net assets below the amount mentioned in point (a).

3. For the purposes of paragraph 2:

(a) the term 'distribution' referred to in points (a) and (b) of paragraph 2 shall include, in particular, the payment of dividends and of interest relating to shares;

(b) the provisions on capital reductions shall not apply on a reduction in the subscribed capital, the purpose of which is to offset losses incurred or to include sums of money in a non-distributable reserve provided that, following that operation, the amount of such reserve is not more than 10 % of the reduced subscribed capital; and

(c) the restriction set out in point (c) of paragraph 2 shall be subject to points (b) to (h) of Article 20(1) of Directive 77/91/EEC.

CHAPTER VI

RIGHTS OF EU AIFMs TO MARKET AND MANAGE EU AIFs IN THE UNION

Article 31

Marketing of units or shares of EU AIFs in the home Member State of the AIFM

1. Member States shall ensure that an authorised EU AIFM may market units or shares of any EU AIF that it manages to professional investors in the home Member State of the AIFM as soon as the conditions laid down in this Article are met.

Where the EU AIF is a feeder AIF the right to market referred to in the first subparagraph is subject to the condition that the master AIF is also an EU AIF which is managed by an authorised EU AIFM.

2. The AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its home Member State in respect of each EU AIF that it intends to market.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex III.

3. Within 20 working days following receipt of a complete notification file pursuant to paragraph 2, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall inform the AIFM whether it may start marketing the AIF identified in the notification referred to in paragraph 2. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall prevent the marketing of the AIF only if the AIFM's management of the AIF does not or will not comply with this Directive or the AIFM otherwise does not or will not comply with this Directive. In the case of a positive decision, the AIFM may start marketing the AIF in its home Member State from the date of the notification by the competent authorities to that effect.

In so far as they are different, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall also inform the competent authorities of the AIF that the AIFM may start marketing units or shares of the AIF.

4. In the event of a material change to any of the particulars communicated in accordance with paragraph 2, the AIFM shall give written notice of that change to the competent authorities of its home Member State at least 1 month before implementing the change as regards any changes planned by the AIFM, or immediately after an unplanned change has occurred.

If, pursuant to a planned change, the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM would otherwise no longer comply with this Directive, the relevant competent authorities shall inform the AIFM without undue delay that it is not to implement the change.

If a planned change is implemented notwithstanding the first and second subparagraphs or if an unplanned change has taken place pursuant to which the AIFM's management of the AIF no longer complies with this Directive or the AIFM otherwise no longer complies with this Directive, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall take all due measures in accordance with Article 46, including, if necessary, the express prohibition of marketing of the AIF.

5. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine:

(a) the form and content of a model for the notification letter referred to in paragraph 2; and

(b) the form of the written notice referred to in paragraph 4.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

6. Without prejudice to Article 43(1), Member States shall require that AIFs managed and marketed by AIFMs be marketed only to professional investors.

Article 32

Marketing of units or shares of EU AIFs in Member States other than in the home Member State of the AIFM

1. Member States shall ensure that an authorised EU AIFM may market units or shares of an EU AIF that it manages to professional investors in another Member State than the home Member State of the AIFM as soon as the conditions laid down in this Article are met.

Where the EU AIF is a feeder AIF the right to market referred to in the first subparagraph is subject to the condition that the master AIF is also an EU AIF and is managed by an authorised EU AIFM.

2. The AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its home Member State in respect of each EU AIF that it intends to market.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex IV.

3. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, no later than 20 working days after the date of receipt of the complete notification file referred to in paragraph 2, transmit the complete notification file to the competent authorities of the Member States where it is intended that the AIF be marketed. Such transmission shall occur only if the AIFM's management of the AIF complies with and will continue to comply with this Directive and if the AIFM otherwise complies with this Directive.

The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall enclose a statement to the effect that the AIFM concerned is authorised to manage AIFs with a particular investment strategy.

4. Upon transmission of the notification file, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, without delay, notify the AIFM about the transmission. The AIFM may start marketing the AIF in the host Member State of the AIFM as of the date of that notification.

In so far as they are different, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall also inform the competent authorities of the AIF that the AIFM may start marketing the units or shares of the AIF in the host Member State of the AIFM.

5. Arrangements referred to in point (h) of Annex IV shall be subject to the laws and supervision of the host Member State of the AIFM.

6. Member States shall ensure that the notification letter by the AIFM referred to in paragraph 2 and the statement referred to in paragraph 3 are provided in a language customary in the sphere of international finance.

Member States shall ensure that electronic transmission and filing of the documents referred to in paragraph 3 are accepted by their competent authorities.

7. In the event of a material change to any of the particulars communicated in accordance with paragraph 2, the AIFM shall give written notice of that change to the competent authorities of its home Member State at least 1 month before implementing a planned change, or immediately after an unplanned change has occurred.

If, pursuant to a planned change, the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM would otherwise no longer comply with this Directive, the relevant competent authorities shall inform the AIFM without undue delay that it is not to implement the change.

If a planned change is implemented notwithstanding the first and second subparagraphs or if an unplanned change has taken place pursuant to which the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM otherwise would no longer comply with this Directive, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall take all due measures in accordance with Article 46, including, if necessary, the express prohibition of marketing of the AIF.

If the changes are acceptable because they do not affect the compliance of the AIFM's management of the AIF with this Directive, or the compliance by the AIFM with this Directive otherwise, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, without delay, inform the competent authorities of the host Member State of the AIFM of those changes.

8. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine:

(a) the form and content of a model for the notification letter referred to in paragraph 2;

(b) the form and content of a model for the statement referred to in paragraph 3;

(c) the form of the transmission referred to in paragraph 3; and

(d) the form of the written notice referred to in paragraph 7.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

9. Without prejudice to Article 43(1), Member States shall require that the AIFs managed and marketed by the AIFM be marketed only to professional investors.

Article 33

Conditions for managing EU AIFs established in other Member States

1. Member States shall ensure that an authorised EU AIFM may manage EU AIFs established in another Member State either directly or by establishing a branch, provided that the AIFM is authorised to manage that type of AIF.

2. An AIFM intending to manage EU AIFs established in another Member State for the first time shall communicate the following information to the competent authorities of its home Member State:

(a) the Member State in which it intends to manage AIFs directly or establish a branch;

(b) a programme of operations stating in particular the services which it intends to perform and identifying the AIFs it intends to manage.

3. If the AIFM intends to establish a branch, it shall provide the following information in addition to that referred to in paragraph 2:

(a) the organisational structure of the branch;

(b) the address in the home Member State of the AIF from which documents may be obtained;

(c) the names and contact details of the persons responsible for the management of the branch.

4. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, within 1 month of receiving the complete documentation in accordance with paragraph 2 or within 2 months of receiving the complete documentation in accordance with paragraph 3, transmit the complete documentation to the competent authorities of the host Member State of the AIFM. Such transmission shall occur only if the AIFM's management of the AIF complies, and will continue to comply, with this Directive and the AIFM otherwise complies with this Directive. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall enclose a statement to the effect that the AIFM concerned is authorised by them.

The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall immediately notify the AIFM about the transmission.

Upon receipt of the transmission notification the AIFM may start to provide its services in its host Member State.

5. The host Member State of the AIFM shall not impose any additional requirements on the AIFM concerned in respect of the matters covered by this Directive.

6. In the event of a change to any of the information communicated in accordance with paragraph 2, and, where relevant, paragraph 3, an AIFM shall give written notice of that change to the competent authorities of its home Member State at least 1 month before implementing planned changes, or immediately after an unplanned change has occurred.

If, pursuant to a planned change, the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM would otherwise no longer comply with this Directive, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall inform the AIFM without undue delay that it is not to implement the change.

If a planned change is implemented notwithstanding the first and second subparagraphs or if an unplanned change has taken place pursuant to which the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM otherwise would no longer comply with this Directive, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall take all due measures in accordance with Article 46.

If the changes are acceptable because they do not affect the compliance of the AIFM's management of the AIF with this Directive, or the compliance by the AIFM with this Directive otherwise, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, without undue delay, inform the competent authorities of the host Member States of the AIFM of those changes.

7. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA may develop draft regulatory technical standards to specify the information to be notified in accordance with paragraphs 2 and 3.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

8. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to establish standard forms, templates and procedures for the transmission of information in accordance with paragraphs 2 and 3.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

CHAPTER VII

SPECIFIC RULES IN RELATION TO THIRD COUNTRIES

Article 34

Conditions for EU AIFMs which manage non-EU AIFs which are not marketed in Member States

1. Member States shall ensure that an authorised EU AIFM may manage non-EU AIFs which are not marketed in the Union provided that:

(a) the AIFM complies with all the requirements established in this Directive except for Article 21 and 22 in respect of those AIFs; and

(b) appropriate cooperation arrangements are in place between the competent authorities of the home Member State of the AIFM and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established in order to ensure at least an efficient exchange of information that allows competent authorities of the home Member State of the AIFM to carry out their duties in accordance with this Directive.

2. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures regarding the cooperation arrangements referred to in paragraph 1 in order to design a common framework to facilitate the establishment of those cooperation arrangements with third countries.

3. In order to ensure uniform application of this Article, ESMA shall develop guidelines to determine the conditions of application of the measures adopted by the Commission regarding the cooperation arrangements referred to in paragraph 1.

Article 35

Conditions for the marketing in the Union with a passport of a non-EU AIF managed by an EU AIFM

1. Member States shall ensure that an authorised EU AIFM may market to professional investors in the Union units or shares of non-EU AIFs it manages and of EU feeder AIFs that do not fulfil the requirements referred to in the second subparagraph of Article 31(1) as soon as the conditions laid down in this Article are met.

2. AIFMs shall comply with all the requirements established in this Directive, with the exception of Chapter VI. In addition the following conditions shall be met:

(a) appropriate cooperation arrangements must be in place between the competent authorities of the home Member State of the AIFM and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established in order to ensure at least an efficient exchange of information, taking into account Article 50(4), that allows the competent authorities to carry out their duties in accordance with this Directive;

(b) the third country where the non-EU AIF is established is not listed as a Non-Cooperative Country and Territory by FATF;

(c) the third country where the non-EU AIF is established has signed an agreement with the home Member State of the authorised AIFM and with each other Member State in which the units or shares of the non-EU AIF are intended to be marketed, which fully complies with the standards laid down in Article 26 of the OECD Model Tax Convention on Income and on Capital and ensures an effective exchange of information in tax matters, including any multilateral tax agreements.

Where a competent authority of another Member State disagrees with the assessment made on the application of points (a) and (b) of the first subparagraph by the competent authorities of the home Member State of the AIFM, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

3. If an AIFM intends to market units or shares of non-EU AIFs in its home Member State, the AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its home Member State in respect of each non-EU AIF that it intends to market.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex III.

4. No later than 20 working days after receipt of a complete notification pursuant to paragraph 3, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall inform the AIFM whether it may start marketing the AIF identified in the notification referred to in paragraph 3 in its territory. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall prevent the marketing of the AIF only if the AIFM's management of the AIF does not or will not comply with this Directive or the AIFM otherwise does not or will not comply with this Directive. In the case of a positive decision, the AIFM may start marketing the AIF in its home Member State as of the date of the notification by the competent authorities to that effect.

The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall also inform ESMA that the AIFM may start marketing the units or shares of the AIF in the home Member State of the AIFM.

5. If an AIFM intends to market units or shares of non-EU AIFs in a Member State other than its home Member State, the AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its home Member State in respect of each non-EU AIF that it intends to market.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex IV.

6. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, no later than 20 working days after the date of receipt of the complete notification file referred to in paragraph 5, transmit that complete notification file to the competent authorities of the Member State where the AIF is intended to be marketed. Such transmission will occur only if the AIFM's management of the AIF complies and will continue to comply with this Directive and that the AIFM otherwise complies with this Directive.

The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall enclose a statement to the effect that the AIFM concerned is authorised to manage AIFs with a particular investment strategy.

7. Upon transmission of the notification file, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, without delay, notify the AIFM about the transmission. The AIFM may start marketing the AIF in the relevant host Member States of the AIFM as of the date of that notification by the competent authorities.

The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall also inform ESMA that the AIFM may start marketing the units or shares of the AIF in the host Member States of the AIFM.

8. Arrangements referred to in point (h) of Annex IV shall be subject to the laws and supervision of the host Member States of the AIFM.

9. Member States shall ensure that the notification letter of the AIFM referred to in paragraph 5 and the statement referred to in paragraph 6 are provided in a language customary in the sphere of international finance.

Member States shall ensure that electronic transmission and filing of the documents referred to in paragraph 6 are accepted by their competent authorities.

10. In the event of a material change to any of the particulars communicated in accordance with paragraph 3 or 5, the AIFM shall give written notice of that change to the competent authorities of its home Member State, at least 1 month before implementing a planned change, or immediately after an unplanned change has occurred.

If pursuant to a planned change, the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM would no longer comply with this Directive, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall inform the AIFM without undue delay that it is not to implement the change.

If a planned change is implemented notwithstanding the first and second subparagraphs, or if an unplanned change has taken place pursuant to which the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM otherwise would no longer comply with this Directive, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall take all due measures in accordance with Article 46, including, if necessary, the express prohibition of marketing of the AIF.

If the changes are acceptable because they do not affect the compliance of the AIFM's management of the AIF with this Directive, or the compliance by the AIFM with this Directive otherwise, the competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, without delay, inform ESMA in so far as the changes concern the termination of the marketing of certain AIFs or additional AIFs marketed and, if applicable, the competent authorities of the host Member States of the AIFM of those changes.

11. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures regarding the cooperation arrangements referred to in point (a) of paragraph 2 in order to design a common framework to facilitate the establishment of those cooperation arrangements with third countries.

12. In order to ensure uniform application of this Article, ESMA may develop guidelines to determine the conditions of application of the measures adopted by the Commission regarding the cooperation arrangements referred to in point (a) of paragraph 2.

13. ESMA shall develop draft regulatory technical standards to determine the minimum content of the cooperation arrangements referred to in point (a) of paragraph 2 so as to ensure that both the competent authorities of the home and the host Member States receive sufficient information in order to be able to exercise their supervisory and investigatory powers under this Directive.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

14. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA shall develop draft regulatory technical standards to specify the procedures for coordination and exchange of information between the competent authority of the home Member State and the competent authorities of the host Member States of the AIFM.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

15. In case a competent authority rejects a request to exchange information in accordance with the regulatory technical standards referred to in paragraph 14, the competent authorities concerned may refer the matter to ESMA, which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

16. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine:

(a) the form and content of a model for the notification letter referred to in paragraph 3;

(b) the form and content of a model for the notification letter referred to in paragraph 5;

(c) the form and content of a model for the statement referred to in paragraph 6;

(d) the form of the transmission referred to in paragraph 6;

(e) the form of the written notice referred to in paragraph 10.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

17. Without prejudice to Article 43(1), Member States shall require that the AIFs managed and marketed by the AIFM be marketed only to professional investors.

Article 36

Conditions for the marketing in Member States without a passport of non-EU AIFs managed by an EU AIFM

1. Without prejudice to Article 35, Member States may allow an authorised EU AIFM to market to professional investors, in their territory only, units or shares of non-EU AIFs it manages and of EU feeder AIFs that do not fulfil the requirements referred to in the second subparagraph of Article 31(1), provided that:

(a) the AIFM complies with all the requirements established in this Directive with the exception of Article 21. That AIFM shall however ensure that one or more entities are appointed to carry out the duties referred to in Article 21(7), (8) and (9). The AIFM shall not perform those functions. The AIFM shall provide its supervisory authorities with information about the identity of those entities responsible for carrying out the duties referred to in Article 21(7), (8) and (9);

(b) appropriate cooperation arrangements for the purpose of systemic risk oversight and in line with international standards are in place between the competent authorities of the home Member State of the AIFM and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established in order to ensure an efficient exchange of information that allows the competent authorities of the home Member State of the AIFM to carry out their duties in accordance with this Directive;

(c) the third country where the non-EU AIF is established is not listed as a Non-Cooperative Country and Territory by FATF.

2. Member States may impose stricter rules on the AIFM in respect of the marketing of units or shares of non-EU AIFs to investors in their territory for the purpose of this Article.

3. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures regarding the cooperation arrangements referred to in paragraph 1 in order to design a common framework to facilitate the establishment of those cooperation arrangements with third countries.

4. In order to ensure uniform application of this Article, ESMA shall develop guidelines to determine the conditions of application of the measures adopted by the Commission regarding the cooperation arrangements referred to in paragraph 1.

Article 37

Authorisation of non-EU AIFMs intending to manage EU AIFs and/or market AIFs managed by them in the Union in accordance with Article 39 or 40

1. Member States shall require that non-EU AIFMs intending to manage EU AIFs and/or to market AIFs managed by them in the Union in accordance with Article 39 or 40 acquire prior authorisation by the competent authorities of their Member State of reference in accordance with this Article.

2. A non-EU AIFM intending to obtain prior authorisation as referred to in paragraph 1 shall comply with this Directive, with the exception of Chapter VI. If and to the extent that compliance with a provision of this Directive is incompatible with compliance with the law to which the non-EU AIFM and/or the non-EU AIF marketed in the Union is subject, there shall be no obligation on the AIFM to comply with that provision of this Directive if it can demonstrate that:

(a) it is impossible to combine such compliance with compliance with a mandatory provision in the law to which the non-EU AIFM and/or the non-EU AIF marketed in the Union is subject;

(b) the law to which the non-EU AIFM and/or the non-EU AIF is subject provides for an equivalent rule having the same regulatory purpose and offering the same level of protection to the investors of the relevant AIF; and

(c) the non-EU AIFM and/or the non-EU AIF complies with the equivalent rule referred to in point (b).

3. A non-EU AIFM intending to obtain prior authorisation as referred to in paragraph 1 shall have a legal representative established in its Member State of reference. The legal representative shall be the contact point of the AIFM in the Union and any official correspondence between the competent authorities and the AIFM and between the EU investors of the relevant AIF and the AIFM as set out in this Directive shall take place through that legal representative. The legal representative shall perform the compliance function relating to the management and marketing activities performed by the AIFM under this Directive together with the AIFM.

4. The Member State of reference of a non-EU AIFM shall be determined as follows:

(a) if the non-EU AIFM intends to manage only one EU AIF, or several EU AIFs established in the same Member State, and does not intend to market any AIF in accordance with Article 39 or 40 in the Union, the home Member State of that or those AIFs is deemed to be the Member State of reference and the competent authorities of this Member State will be competent for the authorisation procedure and for the supervision of the AIFM;

(b) if the non-EU AIFM intends to manage several EU AIFs established in different Member States and does not intend to market any AIF in accordance with Article 39 or 40 in the Union, the Member State of reference is either:

(i) the Member State where most of the AIFs are established; or

(ii) the Member State where the largest amount of assets is being managed;

(c) if the non-EU AIFM intends to market only one EU AIF in only one Member State, the Member State of reference is determined as follows:

(i) if the AIF is authorised or registered in a Member State, the home Member State of the AIF or the Member State where the AIFM intends to market the AIF;

(ii) if the AIF is not authorised or registered in a Member State, the Member State where the AIFM intends to market the AIF;

(d) if the non-EU AIFM intends to market only one non-EU AIF in only one Member State, the Member State of reference is that Member State;

(e) if the non-EU AIFM intends to market only one EU AIF, but in different Member States, the Member State of reference is determined as follows:

(i) if the AIF is authorised or registered in a Member State, the home Member State of the AIF or one of the Member States where the AIFM intends to develop effective marketing; or

(ii) if the AIF is not authorised or registered in a Member State, one of the Member States where the AIFM intends to develop effective marketing;

(f) if the non-EU AIFM intends to market only one non-EU AIF, but in different Member States, the Member State of reference is one of those Member States;

(g) if the non-EU AIFM intends to market several EU AIFs in the Union, the Member State of reference is determined as follows:

(i) in so far as those AIFs are all registered or authorised in the same Member State, the home Member State of those AIFs or the Member State where the AIFM intends to develop effective marketing for most of those AIFs;

(ii) in so far as those AIFs are not all registered or authorised in the same Member State, the Member State where the AIFM intends to develop effective marketing for most of those AIFs;

(h) if the non-EU AIFM intends to market several EU and non-EU AIFs, or several non-EU AIFs in the Union, the Member State of reference is the Member State where it intends to develop effective marketing for most of those AIFs.

In accordance with the criteria set out in points (b), (c)(i), (e), (f), and (g)(i) of the first subparagraph, more than one Member State of reference is possible. In such cases, Member States shall require that the non-EU AIFM intending to manage EU AIFs without marketing them and/or market AIFs managed by it in the Union in accordance with Article 39 or 40 submit a request to the competent authorities of all of the Member States that are possible Member States of reference in accordance with the criteria set out in those points, to determine its Member State of reference from among them. Those competent authorities shall jointly decide the Member State of reference for the non-EU AIFM, within 1 month of receipt of such request. The competent authorities of the Member State that is appointed as Member State of reference shall, without undue delay, inform the non-EU AIFM of that appointment. If the non-EU AIFM is not duly informed of the decision made by the relevant competent authorities within 7 days of the decision or if the relevant competent authorities have not made a decision within the 1-month period, the non-EU AIFM may itself choose its Member State of reference based on the criteria set out in this paragraph.

The AIFM shall be able to prove its intention to develop effective marketing in a particular Member State by disclosure of its marketing strategy to the competent authorities of the Member State indicated by it.

5. Member States shall require that a non-EU AIFM intending to manage EU AIFs without marketing them and/or to market AIFs managed by it in the Union in accordance with Article 39 or 40 submit a request for authorisation to its Member State of reference.

After receiving the application for authorisation, the competent authorities shall assess whether the determination by the AIFM as regards its Member State of reference complies with the criteria laid down in paragraph 4. If the competent authorities consider that this is not the case, they shall refuse the authorisation request of the non-EU AIFM explaining the reasons for their refusal. If the competent authorities consider that the criteria of paragraph 4 have been complied with, they shall notify ESMA, requesting advice on their assessment. In their notification to ESMA, the competent authorities shall provide ESMA with the justification by the AIFM of its assessment regarding the Member State of reference and with information on the marketing strategy of the AIFM.

Within 1 month of having received the notification referred to in the second subparagraph, ESMA shall issue advice to the relevant competent authorities about their assessment on the Member State of reference in accordance with the criteria set out in paragraph 4. ESMA shall issue a negative advice only if it considers that the criteria set out in paragraph 4 have not been complied with.

The term referred to in Article 8(5) shall be suspended during ESMA's deliberation in accordance with this paragraph.

If the competent authorities propose to grant authorisation contrary to ESMA's advice referred to in the third subparagraph they shall inform ESMA, stating their reasons. ESMA shall publish the fact that the competent authorities do not comply or intend to comply with its advice. ESMA may also decide, on a case-by-case basis, to publish the reasons provided by the competent authorities for not complying with that advice. The competent authorities shall receive advance notice about such a publication.

If the competent authorities propose to grant authorisation contrary to ESMA's advice referred to in the third subparagraph and the AIFM intends to market units or shares of AIFs managed by it in Member States other than the Member State of reference, the competent authorities of the Member State of reference shall also inform the competent authorities of those Member States thereof, stating their reasons. In so far as applicable, the competent authorities of the Member State of reference shall also inform the competent authorities of the home Member States of the AIFs managed by the AIFM thereof, stating their reasons.

6. Where a competent authority of a Member State disagrees with the determination of the Member State of reference by the AIFM, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

7. Without prejudice to paragraph 8, no authorisation shall be granted unless the following additional conditions are met:

(a) the Member State of reference is indicated by the AIFM in accordance with the criteria set out in paragraph 4 and supported by the disclosure of the marketing strategy, and the procedure set out in paragraph 5 has been followed by the relevant competent authorities;

(b) the AIFM has appointed a legal representative established in the Member State of reference;

(c) the legal representative shall, together with the AIFM, be the contact person of the non-EU AIFM for the investors of the relevant AIFs, for ESMA and for the competent authorities as regards the activities for which the AIFM is authorised in the Union and shall at least be sufficiently equipped to perform the compliance function pursuant to this Directive;

(d) appropriate cooperation arrangements are in place between the competent authorities of the Member State of reference, the competent authorities of the home Member State of the EU AIFs concerned and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIFM is established in order to ensure at least an efficient exchange of information that allows the competent authorities to carry out their duties in accordance with this Directive;

(e) the third country where the non-EU AIFM is established is not listed as a Non-Cooperative Country and Territory by FATF;

(f) the third country where the non-EU AIFM is established has signed an agreement with the Member State of reference, which fully complies with the standards laid down in Article 26 of the OECD Model Tax Convention on Income and on Capital and ensures an effective exchange of information in tax matters, including any multilateral tax agreements;

(g) the effective exercise by the competent authorities of their supervisory functions under this Directive is neither prevented by the laws, regulations or administrative provisions of a third country governing the AIFM, nor by limitations in the supervisory and investigatory powers of that third country's supervisory authorities.

Where a competent authority of another Member State disagrees with the assessment made on the application of points (a) to (e) and (g) of this paragraph by the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA, which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Where a competent authority of an EU AIF does not enter into the required cooperation arrangements as set out in point (d) of the first subparagraph within a reasonable period of time, the competent authorities of the Member State of reference may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

8. The authorisation shall be given in accordance with Chapter II which shall apply *mutatis mutandis* subject to the following criteria:

(a) the information referred to in Article 7(2) shall be supplemented by:

(i) a justification by the AIFM of its assessment regarding the Member State of reference in accordance with the criteria set out in paragraph 4 with information on the marketing strategy;

(ii) a list of the provisions of this Directive for which compliance by the AIFM is impossible as compliance by the AIFM with those provisions is, in accordance with paragraph 2, incompatible with compliance with a mandatory provision in the law to which the non-EU AIFM or the non-EU AIF marketed in the Union is subject;

(iii) written evidence based on the regulatory technical standards developed by ESMA that the relevant third country law provides for a rule equivalent to the provisions for which compliance is impossible, which has the same regulatory purpose and offers the same level of protection to the investors of the relevant AIFs and that the AIFM complies with that equivalent rule; such written evidence being supported by a legal opinion on the existence of the relevant incompatible mandatory provision in the law of the third country and including a description of the regulatory purpose and the nature of the investor protection pursued by it; and

(iv) the name of the legal representative of the AIFM and the place where it is established;

(b) the information referred to in Article 7(3) may be limited to the EU AIFs the AIFM intends to manage and to those AIFs managed by the AIFM that it intends to market in the Union with a passport;

(c) point (a) of Article 8(1) shall be without prejudice to paragraph 2 of this Article;

(d) point (e) of Article 8(1) shall not apply;

(e) the second subparagraph of Article 8(5) shall be read as including a reference to 'the information referred to in point (a) of Article 37(8)'.

Where a competent authority of another Member State disagrees with the authorisation granted by the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

9. In case the competent authorities of the Member State of reference consider that the AIFM may rely on paragraph 2 to be exempted from compliance with certain provisions of this Directive, they shall, without undue delay, notify ESMA thereof. They shall support this assessment by the information provided by the AIFM in accordance with points (a)(ii) and (iii) of paragraph 8.

Within 1 month of receipt of the notification referred to in the first subparagraph, ESMA shall issue advice to the competent authorities about the application of the exemption for compliance with this Directive caused by the incompatibility in accordance with paragraph 2. The advice may, in particular, address whether the conditions for such exemption appear to be met based on the information provided by the AIFM in accordance with points (a)(ii) and (iii) of paragraph 8 and on the regulatory technical standards on equivalence. ESMA shall seek to build a common European supervisory culture and consistent supervisory practices and ensure consistent approaches among competent authorities in relation to the application of this paragraph.

The term referred to in Article 8(5) shall be suspended during the ESMA review in accordance with this paragraph.

If the competent authorities of the Member State of reference propose to grant authorisation contrary to ESMA's advice referred to in the second subparagraph they shall inform ESMA, stating their reasons. ESMA shall publish the fact that the competent authorities do not comply or intend to comply with that advice. ESMA may also decide, on a case-by-case basis, to publish the reasons provided by the competent authorities for not complying with that advice. The competent authorities concerned shall receive advance notice of such publication.

If the competent authorities propose to grant authorisation contrary to the ESMA advice referred to in the second subparagraph and the AIFM intends to market units or shares of AIFs managed by it in Member States other than the Member State of reference, the competent authorities of the Member State of reference shall also inform the competent authorities of those Member States thereof, stating their reasons.

Where a competent authority of another Member State disagrees with the assessment made on the application of this paragraph by the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

10. The competent authorities of the Member State of reference shall, without undue delay, inform ESMA of the outcome of the initial authorisation process, about any changes in the authorisation of the AIFM and any withdrawal of authorisation.

The competent authorities shall inform ESMA about the applications for authorisation that they have rejected, providing data about the AIFM having asked for authorisation and the reasons for the rejection. ESMA shall keep a central register of those data, which shall be at the disposal of competent authorities, on request. Competent authorities shall treat this information as confidential.

11. The determination of the Member State of reference shall not be affected by the further business development of the AIFM in the Union. However, where the AIFM changes its marketing strategy within 2 years of its initial authorisation, and that change would have affected the determination of the Member State of reference if the modified marketing strategy had been the initial marketing strategy, the AIFM shall notify the competent authorities of the original Member State of reference of the change before implementing it and indicate its Member State of reference in accordance with the criteria set out in paragraph 4 and based on the new strategy. The AIFM shall justify its assessment by disclosing its new marketing strategy to its original Member State of reference. At the same time the AIFM shall provide information on its legal representative, including its name and the place where it is established. The legal representative shall be established in the new Member State of reference.

The original Member State of reference shall assess whether the determination of the AIFM in accordance with the first subparagraph is correct and shall notify ESMA thereof. ESMA shall issue advice on the assessment made by the competent authorities. In their notification to ESMA, the competent authorities shall provide the AIFM's justification of its assessment regarding the Member State of reference and information on the AIFM's new marketing strategy.

Within 1 month of receipt of the notification referred to in the second subparagraph, ESMA shall issue advice to the relevant competent authorities about their assessment. ESMA shall issue a negative advice only where it considers that the criteria set out in paragraph 4 have not been complied with.

After receipt of ESMA's advice in accordance with the third subparagraph, the competent authorities of the original Member State of reference shall inform the non-EU AIFM, its original legal representative and ESMA of their decision.

Where the competent authorities of the original Member State of reference agree with the assessment made by the AIFM, they shall also inform the competent authorities of the new Member State of reference of the change. The original Member State of reference shall, without undue delay, transfer a copy of the authorisation and the supervision file relating to the AIFM to the new Member State of reference. From the date of transmission of the authorisation and supervision file, the competent authorities of the new Member State of reference shall be competent for authorising and supervising the AIFM.

Where the competent authorities' final assessment is contrary to ESMA's advice referred to in the third subparagraph:

(a) the competent authorities shall inform ESMA thereof, stating reasons. ESMA shall publish the fact that the competent authorities do not comply, or intend not to comply, with its advice. ESMA may also decide, on a case-by-case basis, to publish the reasons for non-compliance provided by the competent authorities. The competent authorities concerned shall receive advance notice of such publication;

(b) where the AIFM markets units or shares of AIFs managed by it in Member States other than the original Member State of reference, the competent authorities of the original Member State of reference shall inform the competent authorities of those other Member States thereof, stating reasons. Where applicable, the competent authorities of the Member State of reference shall also inform the competent authorities of the home Member States of the AIFs managed by the AIFM thereof, stating reasons.

12. Where it appears from the actual course of the business development of the AIFM in the Union within 2 years after its authorisation that the marketing strategy as presented by the AIFM at the time of its authorisation was not followed, the AIFM made false statements in relation thereto or the AIFM has failed to comply with paragraph 11 when changing its marketing strategy, the competent authorities of the original Member State of reference shall request that the AIFM indicate the Member State of reference based on its actual marketing strategy. The procedure set out in paragraph 11 shall apply *mutatis mutandis*. If the AIFM does not comply with the competent authorities' request, they shall withdraw its authorisation.

Where the AIFM changes its marketing strategy after the period referred to in paragraph 11 and intends to change its Member State of reference on the basis of its new marketing strategy, it may submit a request to change its Member State of reference to the competent authorities of the original Member State of reference. The procedure referred to in paragraph 11 shall apply *mutatis mutandis*.

Where a competent authority of a Member State disagrees with the assessment made on the determination of the Member State of reference under paragraph 11 or under this paragraph, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

13. Any disputes arising between the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM and the AIFM shall be settled in accordance with the law of and subject to the jurisdiction of the Member State of reference.

Any disputes between the AIFM or the AIF and EU investors of the relevant AIF shall be settled in accordance with the law of and subject to the jurisdiction of a Member State.

14. The Commission shall adopt implementing acts with a view to specifying the procedure to be followed by the possible Member States of reference when determining the Member State of reference from among those Member States in accordance with the second subparagraph of paragraph 4. Those implementing acts shall be adopted in accordance with the examination procedure referred to in Article 59(2).

15. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures regarding the cooperation arrangements referred to in point (d) of paragraph 7 in order to design a common framework to facilitate the establishment of those cooperation arrangements with third countries.

16. In order to ensure uniform application of this Article, ESMA may develop guidelines to determine the conditions of application of the measures adopted by the Commission regarding the cooperation arrangements referred to in point (d) of paragraph 7.

17. ESMA shall develop draft regulatory technical standards to determine the minimum content of the cooperation arrangements referred to in point (d) of paragraph 7 so as to ensure that the competent authorities of the Member State of reference and the competent authorities of the host Member States receive sufficient information in order to be able to exercise their supervisory and investigatory powers under this Directive.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

18. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA shall develop draft regulatory technical standards to specify the procedures for coordination and exchange of information between the competent authority of the Member State of reference and the competent authorities of the host Member States of the AIFM.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

19. In case a competent authority rejects a request to exchange information in accordance with the regulatory technical standards referred to in paragraph 17, the competent authorities concerned may refer the matter to ESMA, which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

20. In accordance with Article 29 of Regulation (EU) No 1095/2010, ESMA shall promote an effective bilateral and multilateral exchange of information between the competent authorities of the Member State of reference of the non-EU AIFM and the competent authorities of the host Member States of the AIFM concerned, with full respect for the applicable confidentiality and data protection provisions provided for in the relevant Union legislation.

21. In accordance with Article 31 of Regulation (EU) No 1095/2010, ESMA shall fulfil a general coordination role between the competent authority of the Member State of reference of the non-EU AIFM and the competent authorities of the host Member States of the AIFM concerned. In particular, ESMA may:

(a) facilitate the exchange of information between the competent authorities concerned;

(b) determine the scope of the information that the competent authority of the Member State of reference must provide to the competent authorities of the host Member States concerned;

(c) take all appropriate measures in case of developments which may jeopardise the functioning of the financial markets with a view to facilitating the coordination of actions undertaken by the competent authority of the Member State of reference and the competent authorities of the host Member States in relation to non-EU AIFMs.

22. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine the form and content of the request referred to in the second subparagraph of paragraph 12.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

23. In order to ensure the uniform application of this Article, ESMA shall develop draft regulatory technical standards on the following:

(a) the manner in which an AIFM must comply with the requirements laid down in this Directive, taking into account that the AIFM is established in a third country and, in particular, the presentation of the information required in Articles 22 to 24;

(b) the conditions under which the law to which a non-EU AIFM or a non-EU AIF is subject is considered to provide for an equivalent rule having the same regulatory purpose and offering the same level of protection to the relevant investors.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 38

Peer review of authorisation and supervision of non-EU AIFMs

1. ESMA shall, on an annual basis, conduct a peer review analysis of the supervisory activities of the competent authorities in relation to the authorisation and the supervision of non-EU AIFMs under Articles 37, 39, 40 and 41, to further enhance consistency in supervisory outcomes, in accordance with Article 30 of Regulation (EU) No 1095/2010.

2. By 22 July 2013, ESMA shall develop methods to allow for objective assessment and comparison between the authorities reviewed.

3. In particular, the peer review analysis shall include an assessment of:

(a) the degree of convergence in supervisory practices achieved in the authorisation and supervision of non-EU AIFMs;

(b) the extent to which the supervisory practice achieves the objectives set out in this Directive;

(c) the effectiveness and the degree of convergence achieved with regard to the enforcement of this Directive and its implementing measures and the regulatory and implementing technical standards developed by ESMA pursuant to this Directive, including administrative measures and penalties imposed against non-EU AIFMs where this Directive has not been complied with.

4. On the basis of the conclusions of the peer review, ESMA may issue guidelines and recommendations pursuant to Article 16 of Regulation (EU) No 1095/2010, with a view to establishing consistent, efficient and effective supervisory practices of non-EU AIFMs.

5. The competent authorities shall make every effort to comply with those guidelines and recommendations.

6. Within 2 months of the issuance of a guideline or recommendation, each competent authority shall confirm whether it complies or intends to comply with that guideline or recommendation. In the event that a competent authority does not comply or intend to comply, it shall inform ESMA, stating its reasons.

7. ESMA shall publish the fact that a competent authority does not comply or intend to comply with that guideline or recommendation. ESMA may also decide, on a case-by-case basis, to publish the reasons provided by the competent authority for not complying with that guideline or recommendation. The competent authority shall receive advance notice of such a publication.

8. In the report referred to in Article 43(5) of Regulation (EU) No 1095/2010, ESMA shall inform the European Parliament, the Council and the Commission of the guidelines and recommendations issued pursuant to this Article, stating which competent authorities have not complied with them, and outlining how ESMA intends to ensure that those competent authorities comply with its recommendations and guidelines in the future.

9. The Commission shall duly take those reports into account in its review of this Directive in accordance with Article 69 and in any subsequent evaluation that it conducts.

10. ESMA shall make the best practices that can be identified from peer reviews publicly available. In addition, all other results of peer reviews may be made public, subject to the agreement of the competent authority being the subject of the peer review.

Article 39

Conditions for the marketing in the Union with a passport of EU AIFs managed by a non-EU AIFM

1. Member States shall ensure that a duly authorised non-EU AIFM may market the units or shares of an EU AIF it manages to professional investors in the Union with a passport as soon as the conditions laid down in this Article are met.

2. In case the AIFM intends to market units or shares of the EU AIF in its Member State of reference, the AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its Member State of reference in respect of each EU AIF that it intends to market.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex III.

3. No later than 20 working days after receipt of a complete notification pursuant to paragraph 2, the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall inform the AIFM whether it may start marketing the AIF identified in the notification referred to in paragraph 2 in its territory. The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM may prevent the marketing of the AIF only if the AIFM's management of the AIF does not or will not comply with this Directive or if the AIFM otherwise does not or will not comply with this Directive. In the case of a positive decision, the AIFM may start marketing the AIF in its Member State of reference as of the date of the notification by the competent authorities to that effect.

The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall also inform ESMA and the competent authorities of the AIF that the AIFM may start marketing units or shares of the AIF in the Member State of reference of the AIFM.

4. In case the AIFM intends to market units or shares of the EU AIF in Member States other than its Member State of reference, the AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its Member State of reference in respect of each EU AIF that it intends to market.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex IV.

5. The competent authorities of the Member State of reference shall, no later than 20 working days after the date of receipt of the complete notification file referred to in paragraph 4, transmit the complete notification file to the competent authorities of the Member States where the units or shares of the AIF are intended to be marketed. Such transmission shall be effected only if the AIFM's management of the AIF complies and will continue to comply with this Directive and if the AIFM otherwise complies with this Directive.

The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall enclose a statement to the effect that the AIFM concerned is authorised to manage AIFs with a particular investment strategy.

6. Upon transmission of the notification file, the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall, without delay, notify the AIFM about the transmission. The AIFM may start marketing the AIF in the relevant host Member States as of the date of that notification.

The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall also inform ESMA and the competent authorities of the AIF that the AIFM may start marketing the units or shares of the AIF in the host Member States of the AIFM.

7. The arrangements referred to in point (h) of Annex IV shall be subject to the laws and supervision of the host Member States of the AIFM.

8. Member States shall ensure that the notification letter by the AIFM referred to in paragraph 4 and the statement referred to in paragraph 5 are provided in a language customary in the sphere of international finance.

Member States shall ensure that electronic transmission and filing of the documents referred to in paragraph 6 are accepted by their competent authorities.

9. In the event of a material change to any of the particulars communicated in accordance with paragraph 2 and/or 4, the AIFM shall give written notice of that change to the competent authorities of its Member State of reference at least 1 month before implementing a planned change, or immediately after an unplanned change has occurred.

If, pursuant to a planned change, the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM would otherwise no longer comply with this Directive, the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall inform the AIFM, without undue delay, that it is not to implement the change.

If a planned change is implemented notwithstanding the first and second subparagraphs or if an unplanned change has taken place pursuant to which the AIFM's management of the AIF no longer complies with this Directive or the AIFM otherwise no longer complies with this Directive, the competent authorities of the Member State reference of the AIFM shall take all due measures in accordance with Article 46, including, if necessary, the express prohibition of marketing of the AIF.

If the changes are acceptable because they do not affect compliance of the AIFM's management of the AIF with this Directive, or compliance by the AIFM with this Directive otherwise, the competent authorities of the Member State of reference shall, without delay, inform ESMA in so far as the changes concern the termination of the marketing of certain AIFs or additional AIFs being marketed and, in so far as applicable, the competent authorities of the host Member States of those changes.

10. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine:

(a) the form and content of a model for the notification letter referred to in paragraphs 2 and 4;

(b) the form and content of a model for the statement referred to in paragraph 5;

(c) the form of the transmission referred to in paragraph 5; and

(d) the form of the written notice referred to in paragraph 9.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

11. Without prejudice to Article 43(1), Member States shall require that the AIFs managed and marketed by the AIFM be marketed only to professional investors.

Article 40

Conditions for the marketing in the Union with a passport of non-EU AIFs managed by a non-EU AIFM

1. Member States shall ensure that a duly authorised non-EU AIFM may market units or shares of a non-EU AIF it manages to professional investors in the Union with a passport as soon as the conditions laid down in this Article are met.

2. In addition to the requirements in this Directive in relation to EU-AIFMs, for non-EU AIFMs the following conditions shall be met:

(a) appropriate cooperation arrangements are in place between the competent authorities of the Member State of reference and the supervisory authority of the third country where the non-EU AIF is established in order to ensure at least an efficient exchange of information that allows the competent authorities to carry out their duties in accordance with this Directive;

(b) the third country where the non-EU AIF is established is not listed as a Non-Cooperative Country and Territory by FATF;

(c) the third country where the non-EU AIF is established has signed an agreement with the Member State of reference and with each other Member State in which the units or shares of the non-EU AIF are intended to be marketed which fully complies with the standards laid down in Article 26 of the OECD Model Tax Convention on Income and on Capital and ensures an effective exchange of information in tax matters including any multilateral tax agreements.

Where a competent authority of another Member State disagrees with the assessment made on the application of points (a) and (b) of the first subparagraph by the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

3. The AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its Member State of reference in respect of each non-EU AIF that it intends to market in its Member State of reference.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex III.

4. No later than 20 working days after receipt of a complete notification pursuant to paragraph 3, the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall inform the AIFM whether it may start marketing the AIF identified in the notification referred to in paragraph 3 in its territory. The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM may prevent the marketing of the AIF only if the AIFM's management of the AIF does not or will not comply with this Directive or the AIFM otherwise does not or will not comply with this Directive. In the case of a positive decision, the AIFM may start marketing the AIF in its Member State of reference from the date of the notification by the competent authorities to that effect.

The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall also inform ESMA that the AIFM may start marketing units or shares of the AIF in the Member State of reference of the AIFM.

5. If the AIFM intends to market the units or shares of a non-EU AIF also in Member States other than its Member State of reference, the AIFM shall submit a notification to the competent authorities of its Member State of reference in respect of each non-EU AIF that it intends to market.

That notification shall comprise the documentation and information set out in Annex IV.

6. The competent authorities of the Member State of reference shall, no later than 20 working days after the date of receipt of the complete notification file referred to in paragraph 5, transmit the complete notification file to the competent authorities of the Member States where the units or shares of the AIF are intended to be marketed. Such transmission shall occur only if the AIFM's management of the AIF complies and will continue to comply with this Directive and that in general the AIFM complies with this Directive.

The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall enclose a statement to the effect that the AIFM concerned is authorised to manage AIFs with a particular investment strategy.

7. Upon transmission of the notification file, the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall, without delay, notify the AIFM of the transmission. The AIFM may start marketing the AIF in the relevant host Member States of the AIFM as of the date of that notification.

The competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall also inform ESMA that the AIFM may start marketing the units or shares of the AIF in the host Member States of the AIFM.

8. Arrangements referred to in point (h) of Annex IV shall be subject to the laws and supervision of the host Member States of the AIFM, in so far as those Member States are different than the Member State of reference.

9. Member States shall ensure that the notification letter by the AIFM referred to in paragraph 5 and the statement referred to in paragraph 6 are provided in a language customary in the sphere of international finance.

Member States shall ensure that electronic transmission and filing of the documents referred to in paragraph 6 are accepted by their competent authorities.

10. In the event of a material change to any of the particulars communicated in accordance with paragraph 3 or 5, the AIFM shall give written notice of that change to the competent authorities of the Member State of reference at least 1 month before implementing a planned change, or immediately after an unplanned change has occurred.

If, pursuant to a planned change, the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive, or the AIFM would otherwise no longer comply with this Directive, the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall inform the AIFM, without undue delay, that it is not to implement the change.

If the planned change is implemented notwithstanding the first and second subparagraphs, or if an unplanned change has taken place pursuant to which the AIFM's management of the AIF no longer complies with this Directive or the AIFM otherwise no longer complies with this Directive, the competent authorities of the Member State of reference of the AIFM shall take all due measures in accordance with Article 46, including, if necessary, the express prohibition of marketing of the AIF.

If the changes are acceptable because they do not affect the compliance of the AIFM's management of the AIF with this Directive or the compliance by the AIFM with this Directive otherwise, the competent authorities of the Member State of reference shall, without delay, inform ESMA in so far as the changes concern the termination of the marketing of certain AIFs or additional AIFs being marketed and, in so far as applicable, the competent authorities of the host Member States of the AIFM of those changes.

11. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures regarding the cooperation arrangements referred to in point (a) of paragraph 2 in order to design a common framework to facilitate the establishment of those cooperation arrangements with third countries.

12. In order to ensure uniform application of this Article, ESMA may develop guidelines to determine the conditions of application of the measures adopted by the Commission regarding the cooperation arrangements referred to in point (a) of paragraph 2.

13. ESMA shall develop draft regulatory technical standards to determine the minimum content of the cooperation arrangements referred to in point (a) of paragraph 2 so as to ensure that the competent authorities of the Member State of reference and the competent authorities of the host Member States receive sufficient information in order to be able to exercise their supervisory and investigatory powers under this Directive.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

14. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA shall develop draft regulatory technical standards to specify the procedures for coordination and exchange of information between the competent authority of the Member State of reference and the competent authorities of the host Member States of the AIFM.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

15. In case a competent authority rejects a request to exchange information in accordance with the regulatory technical standards referred to in paragraph 14, the competent authorities concerned may refer the matter to ESMA, which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

16. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine:

(a) the form and content of a model for the notification letter referred to in paragraphs 3 and 5;

(b) the form and content of a model for the statement referred to in paragraph 6;

(c) the form of the transmission referred to in paragraph 6; and

(d) the form of the written notice referred to in paragraph 10.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

17. Without prejudice to Article 43(1), Member States shall require that the AIFs managed and marketed by the AIFM be marketed only to professional investors.

Article 41

Conditions for managing AIFs established in Member States other than the Member State of reference by non-EU AIFMs

1. Member States shall ensure that an authorised non-EU AIFM may manage EU AIFs established in a Member State other than its Member State of reference either directly or via the establishment of a branch, provided that the AIFM is authorised to manage that type of AIF.

2. Any non-EU AIFM intending to manage EU AIFs established in another Member State than its Member State of reference for the first time shall communicate the following information to the competent authorities of its Member State of reference:

(a) the Member State in which it intends to manage AIFs directly or establish a branch;

(b) a programme of operations stating in particular the services which it intends to perform and identifying the AIFs it intends to manage.

3. If the non-EU AIFM intends to establish a branch, it shall provide, in addition to the information requested in paragraph 2, the following information:

(a) the organisational structure of the branch;

(b) the address in the home Member State of the AIF from which documents may be obtained;

(c) the names and contact details of persons responsible for the management of the branch.

4. The competent authorities of the Member State of reference shall, within 1 month of receiving the complete documentation in accordance with paragraph 2 or within 2 months of receiving the complete documentation in accordance with paragraph 3, transmit that documentation to the competent authorities of the host Member States of the AIFM. Such transmission shall occur only if the AIFM's management of the AIF complies and will continue to comply with this Directive and the AIFM otherwise complies with this Directive.

The competent authorities of the Member State of reference shall enclose a statement to the effect that the AIFM concerned is authorised by them.

The competent authorities of the Member State of reference shall immediately notify the AIFM about the transmission. Upon receipt of the transmission notification the AIFM may start to provide its services in the host Member States of the AIFM.

The competent authorities of the Member State of reference shall also inform ESMA that the AIFM may start managing the AIF in the host Member States of the AIFM.

5. The host Member States of the AIFM shall not impose any additional requirements on the AIFM concerned in respect of the matters covered by this Directive.

6. In the event of a change to any of the information communicated in accordance with paragraph 2 and, if relevant, paragraph 3, an AIFM shall give written notice of that change to the competent authorities of its Member State of reference at least 1 month before implementing a planned change, or immediately after an unplanned change has occurred.

If, pursuant to a planned change, the AIFM's management of the AIF would no longer comply with this Directive or the AIFM would otherwise no longer comply with this Directive, the competent authorities of the Member State of reference shall inform the AIFM without undue delay that it is not to implement the change.

If a planned change is implemented notwithstanding the first and second subparagraphs or if an unplanned change has taken place pursuant to which the AIFM's management of the AIF no longer complies with this Directive or the AIFM otherwise no longer complies with this Directive, the competent authorities of the Member State of reference shall take all due measures in accordance with Article 46, including, if necessary, the express prohibition of marketing of the AIF.

If the changes are acceptable because they do not affect the compliance of the AIFM's management of the AIF with this Directive or the compliance by the AIFM with this Directive otherwise, the competent authorities of the Member State of reference shall without undue delay inform the competent authorities of the host Member States of the AIFM of those changes.

7. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA may develop draft regulatory technical standards to specify the information to be notified in accordance with paragraphs 2 and 3.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

8. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to establish standard forms, templates and procedures for the transmission of information in accordance with paragraphs 2 and 3.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 42

Conditions for the marketing in Member States without a passport of AIFs managed by a non-EU AIFM

1. Without prejudice to Articles 37, 39 and 40, Member States may allow non-EU AIFMs to market to professional investors, in their territory only, units or shares of AIFs they manage subject at least to the following conditions:

(a) the non-EU AIFM complies with Articles 22, 23 and 24 in respect of each AIF marketed by it pursuant to this Article and with Articles 26 to 30 where an AIF marketed by it pursuant to this Article falls within the scope of Article 26(1). Competent authorities and AIF investors referred to in those Articles shall be deemed those of the Member States where the AIFs are marketed;

(b) appropriate cooperation arrangements for the purpose of systemic risk oversight and in line with international standards are in place between the competent authorities of the Member States where the AIFs are marketed, in so far as applicable, the competent authorities of the EU AIFs concerned and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIFM is established and, in so far as applicable, the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established in order to ensure an efficient exchange of information that allows competent authorities of the relevant Member States to carry out their duties in accordance with this Directive;

(c) the third country where the non-EU AIFM or the non-EU AIF is established is not listed as a Non-Cooperative Country and Territory by FATF.

Where a competent authority of an EU AIF does not enter into the required cooperation arrangements as set out in point (b) of the first subparagraph within a reasonable period of time, the competent authorities of the Member State where the AIF is intended to be marketed may refer the matter to ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

2. Member States may impose stricter rules on the non-EU AIFM in respect of the marketing of units or shares of AIFs to investors in their territory for the purpose of this Article.

3. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures regarding the cooperation arrangements referred to in paragraph 1 in order to design a common framework to facilitate the establishment of those cooperation arrangements with third countries.

4. In order to ensure uniform application of this Article, ESMA shall develop guidelines to determine the conditions of application of the measures adopted by the Commission regarding the cooperation arrangements referred to in paragraph 1.

CHAPTER VIII

MARKETING TO RETAIL INVESTORS

Article 43

Marketing of AIFs by AIFMs to retail investors

1. Without prejudice to other instruments of Union law, Member States may allow AIFMs to market to retail investors in their territory units or shares of AIFs they manage in accordance with this Directive, irrespective of whether such AIFs are marketed on a domestic or cross-border basis or whether they are EU or non-EU AIFs.

In such cases, Member States may impose stricter requirements on the AIFM or the AIF than the requirements applicable to the AIFs marketed to professional investors in their territory in accordance with this Directive. However, Member States shall not impose stricter or additional requirements on EU AIFs established in another Member State and marketed on a cross-border basis than on AIFs marketed domestically.

2. Member States that permit the marketing of AIFs to retail investors in their territory shall, by 22 July 2014, inform the Commission and ESMA of:

(a) the types of AIF which AIFMs may market to retail investors in their territory;

(b) any additional requirements that the Member State imposes for the marketing of AIFs to retail investors.

Member States shall also inform the Commission and ESMA of any subsequent changes with regard to the first subparagraph.

CHAPTER IX

COMPETENT AUTHORITIES

SECTION 1

Designation, powers and redress procedures

Article 44

Designation of competent authorities

Member States shall designate the competent authorities which are to carry out the duties provided for in this Directive.

They shall inform ESMA and the Commission thereof, indicating any division of duties.

The competent authorities shall be public authorities.

Member States shall require that their competent authorities establish the appropriate methods to monitor that AIFMs comply with their obligations under this Directive, where relevant on the basis of guidelines developed by ESMA.

Article 45

Responsibility of competent authorities in Member States

1. The prudential supervision of an AIFM shall be the responsibility of the competent authorities of the home Member State of the AIFM, whether the AIFM manages and/or markets AIFs in another Member State or not, without prejudice to those provisions of this Directive which confer the responsibility for supervision on the competent authorities of the host Member State of the AIFM.

2. The supervision of an AIFM's compliance with Articles 12 and 14 shall be the responsibility of the competent authorities of the host Member State of the AIFM where the AIFM manages and/or markets AIFs through a branch in that Member State.

3. The competent authorities of the host Member State of the AIFM may require an AIFM managing or marketing AIFs in its territory, whether or not through a branch, to provide the information necessary for the supervision of the AIFM's compliance with the applicable rules for which those competent authorities are responsible.

Those requirements shall not be more stringent than those which the host Member State of the AIFM imposes on AIFMs for which it is the home Member State for the monitoring of their compliance with the same rules.

4. Where the competent authorities of the host Member State of the AIFM ascertain that an AIFM managing and/or marketing AIFs in its territory, whether or not through a branch, is in breach of one of the rules in relation to which they have responsibility for supervising compliance, those authorities shall require the AIFM concerned to put an end to that breach and inform the competent authorities of the home Member State thereof.

5. If the AIFM concerned refuses to provide the competent authorities of its host Member State with information falling under their responsibility, or fails to take the necessary steps to put an end to the breach referred to in paragraph 4, the competent authorities of its host Member State shall inform the competent authorities of its home Member State thereof. The competent authorities of the home Member State of the AIFM shall, at the earliest opportunity:

(a) take all appropriate measures to ensure that the AIFM concerned provides the information requested by the competent authorities of its host Member State pursuant to paragraph 3, or puts an end to the breach referred to in paragraph 4;

(b) request the necessary information from the relevant supervisory authorities in third countries.

The nature of the measures referred to in point (a) shall be communicated to the competent authorities of the host Member State of the AIFM.

6. If, despite the measures taken by the competent authorities of the home Member State of the AIFM pursuant to paragraph 5 or because such measures prove to be inadequate or are not available in the Member State in question, the AIFM continues to refuse to provide the information requested by the competent authorities of its host Member State pursuant to paragraph 3, or persists in breaching the legal or regulatory provisions, referred to in paragraph 4, in force in its host Member State, the competent authorities of the host Member State of the AIFM may, after informing the competent authorities of the home Member State of the AIFM, take appropriate measures, including those laid down in Articles 46 and 48, to prevent or penalise further irregularities and, in so far as necessary, to prevent that AIFM from initiating any further transactions in its host Member State. Where the function carried out in the host Member State of the AIFM is the management of AIFs, the host Member State may require the AIFM to cease managing those AIFs.

7. Where the competent authorities of the host Member State of the AIFM have clear and demonstrable grounds for believing that the AIFM is in breach of the obligations arising from rules in relation to which they have no responsibility for supervising compliance, they shall refer those findings to the competent authorities of the home Member State of the AIFM which shall take appropriate measures, including, if necessary, request additional information from the relevant supervisory authorities in third countries.

8. If despite the measures taken by the competent authorities of the home Member State of the AIFM or because such measures prove to be inadequate, or because the home Member State of the AIFM fails to act within a reasonable timeframe, the AIFM persists in acting in a manner that is clearly prejudicial to the interests of the investors of the relevant AIF, the financial stability or the integrity of the market in the host Member State of the AIFM, the competent authorities of the host Member State of the AIFM may, after informing the competent authorities of the home Member State of the AIFM, take all appropriate measures needed in order to protect the investors of the relevant AIF, the financial stability and the integrity of the market in the host Member State, including the possibility of preventing the AIFM concerned to further market the units or shares of the relevant AIF in the host Member State.

9. The procedure laid down in paragraphs 7 and 8 shall also apply in the event that the competent authorities of the host Member State have clear and demonstrable grounds for disagreement with the authorisation of a non-EU AIFM by the Member State of reference.

10. Where the competent authorities concerned disagree on any of the measures taken by a competent authority pursuant to paragraphs 4 to 9, they may bring the matter to the attention of ESMA, which may act in accordance with the powers conferred to it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

11. Where applicable, ESMA shall facilitate the negotiation and conclusion of the cooperation arrangements required by this Directive between the competent authorities of the Member States and the supervisory authorities of third countries.

Article 46

Powers of competent authorities

1. Competent authorities shall be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of their functions. Such powers shall be exercised in any of the following ways:

(a) directly;

(b) in collaboration with other authorities;

(c) under their responsibility by delegation to entities to which tasks have been delegated;

(d) by application to the competent judicial authorities.

2. The competent authorities shall have the power to:

(a) have access to any document in any form and to receive a copy of it;

(b) require information from any person related to the activities of the AIFM or the AIF and if necessary to summon and question a person with a view to obtaining information;

(c) carry out on-site inspections with or without prior announcements;

(d) require existing telephone and existing data traffic records;

(e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;

(f) request the freezing or the sequestration of assets;

(g) request the temporary prohibition of professional activity;

(h) require authorised AIFM, depositaries or auditors to provide information;

(i) adopt any type of measure to ensure that AIFMs or depositaries continue to comply with the requirements of this Directive applicable to them;

(j) require the suspension of the issue, repurchase or redemption of units in the interest of the unit-holders or of the public;

(k) withdraw the authorisation granted to an AIFM or a depositary;

(l) refer matters for criminal prosecution;

(m) request that auditors or experts carry out verifications or investigations.

3. Where the competent authority of the Member State of reference considers that an authorised non-EU AIFM is in breach of its obligations under this Directive, it shall notify ESMA, setting out full reasons as soon as possible.

4. Member States shall ensure that the competent authorities have the powers necessary to take all measures required in order to ensure the orderly functioning of markets in those cases where the activity of one or more AIFs in the market for a financial instrument could jeopardise the orderly functioning of that market.

Article 47

Powers and competences of ESMA

1. ESMA may develop and regularly review guidelines for the competent authorities of the Member States on the exercise of their authorisation powers and on the reporting obligations by the competent authorities imposed by this Directive.

ESMA shall further have the powers necessary, including those enumerated in Article 48(3), to carry out the tasks attributed to it by this Directive.

2. The obligation of professional secrecy shall apply to all persons who work or who have worked for ESMA, and for the competent authorities or for any other person to whom ESMA has delegated tasks, including auditors and experts contracted by ESMA. Information covered by professional secrecy shall not be disclosed to another person or authority except where such disclosure is necessary for legal proceedings.

3. All the information exchanged under this Directive between ESMA, the competent authorities, EBA, the European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority) established by Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council [1] and the ESRB shall be considered confidential, except where ESMA or the competent authority or other authority or body concerned states at the time of communication that such information may be disclosed or where such disclosure is necessary for legal proceedings.

4. In accordance with Article 9 of Regulation (EU) No 1095/2010, ESMA may, where all the conditions in paragraph 5 are met, request the competent authority or competent authorities to take any of the following measures, as appropriate:

(a) prohibit the marketing in the Union of units or shares of AIFs managed by non-EU AIFMs or of non-EU AIFs managed by EU AIFMs without the authorisation required in Article 37 or without the notification required in Articles 35, 39 and 40 or without being allowed to do so by the relevant Member States in accordance with Article 42;

(b) impose restrictions on non-EU AIFMs relating to the management of an AIF in case of excessive concentration of risk in a specific market on a cross-border basis;

(c) impose restrictions on non-EU AIFMs relating to the management of an AIF where its activities potentially constitute an important source of counterparty risk to a credit institution or other systemically relevant institutions.

5. ESMA may take a decision under paragraph 4 and subject to the requirements set out in paragraph 6 if both of the following conditions are met:

(a) a substantial threat exists, originating or aggravated by the activities of AIFMs, to the orderly functioning and integrity of the financial market or to the stability of the whole or a part of the financial system in the Union and there are cross border implications; and

(b) the relevant competent authority or competent authorities have not taken measures to address the threat or the measures that have been taken do not sufficiently address the threat.

6. The measures taken by the competent authority or competent authorities pursuant to paragraph 4 shall:

[1] OJ L 331, 15.12.2010, p. 48.

(a) effectively address the threat to the orderly functioning and the integrity of the financial market or to the stability of the whole or a part of the financial system in the Union or significantly improve the ability of competent authorities to monitor the threat;

(b) not create a risk of regulatory arbitrage;

(c) not have a detrimental effect on the efficiency of the financial markets, including reducing liquidity in those markets or creating uncertainty for market participants, in a way that is disproportionate to the benefits of the measures.

7. Before requesting the competent authority to take or renew any measure referred to in paragraph 4, ESMA shall consult, where appropriate, the ESRB and other relevant authorities.

8. ESMA shall notify the competent authorities of the Member State of reference of the non-EU AIFM and the competent authorities of the host Member States of the non-EU AIFM concerned of the decision to request the competent authority or competent authorities to impose or renew any measure referred to in paragraph 4. The notification shall at least specify the following details:

(a) the AIFM and the activities to which the measures apply and their duration;

(b) the reasons why ESMA is of the opinion that it is necessary to impose the measures in accordance with the conditions and requirements set out in this Article, including the evidence in support of those reasons.

9. ESMA shall review its measures referred to in paragraph 4 at appropriate intervals and in any event at least every 3 months. If a measure is not renewed after that 3-month period, it shall automatically expire. Paragraphs 5 to 8 shall apply to a renewal of measures.

10. The competent authorities of the Member State of reference of the non-EU AIFM concerned may request ESMA to reconsider its decision. The procedure set out in the second subparagraph of Article 44(1) of Regulation (EU) No 1095/2010 shall apply.

Article 48

Administrative penalties

1. Member States shall lay down the rules on measures and penalties applicable to infringements of the national provisions adopted pursuant to this Directive and shall take all measures necessary to ensure that those rules are enforced. Without prejudice to the procedures for the withdrawal of authorisation or to the right of Member States to impose criminal penalties, Member States shall ensure, in accordance with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative penalties be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that those measures are effective, proportionate and dissuasive.

2. Member States shall provide that the competent authorities may disclose to the public any measure or penalty that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets, be detrimental to the interests of the investors or cause disproportionate damage to the parties involved.

3. ESMA shall draw up an annual report on the application of administrative measures and imposition of penalties in the case of breaches of the provisions adopted in the implementation of this Directive in the different Member States. Competent authorities shall provide ESMA with the necessary information for that purpose.

Article 49

Right of appeal

1. The competent authorities shall give written reasons for any decision to refuse or withdraw authorisation of AIFMs to manage and/or market AIFs, or any negative decision taken in the implementation of the measures adopted in application of this Directive, and communicate them to applicants.

2. Member States shall provide that any decision taken under laws, regulations or administrative provisions adopted in accordance with this Directive is properly reasoned and is the subject of the right of appeal to the courts.

That right to appeal to the courts shall apply also where, in respect of an application for authorisation which provides all the information required, no decision is taken within 6 months of the submission of the application.

SECTION 2

Cooperation between different competent authorities

Article 50

Obligation to cooperate

1. The competent authorities of the Member States shall cooperate with each other and with ESMA and the ESRB whenever necessary for the purpose of carrying out their duties under this Directive or of exercising their powers under this Directive or under national law.

2. Member States shall facilitate the cooperation provided for in this Section.

3. Competent authorities shall use their powers for the purpose of cooperation, even in cases where the conduct under investigation does not constitute an infringement of any regulation in force in their own Member State.

4. The competent authorities of the Member States shall immediately supply one another and ESMA with the information required for the purposes of carrying out their duties under this Directive.

The competent authorities of the home Member State shall forward a copy of the relevant cooperation arrangements entered into by them in accordance with Article 35, 37 and/or 40 to the host Member States of the AIFM concerned. The competent authorities of the home Member State shall, in accordance with procedures relating to the applicable regulatory technical standards referred to in Article 35(14), Article 37(17) or Article 40(14), forward the information received from third-country supervisory authorities in accordance with cooperation arrangements with such supervisory authorities in respect of an AIFM, or, where relevant, pursuant to Article 45(6) or (7), to the competent authorities of host Member State of the AIFM concerned.

Where a competent authority of a host Member State considers that the contents of the cooperation arrangement entered into by the home Member State of the AIFM concerned in accordance with Article 35, 37 and/or 40 does not comply with what is required pursuant to the applicable regulatory technical standards, the competent authorities concerned may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

5. Where the competent authorities of one Member State have clear and demonstrable grounds to suspect that acts contrary to this Directive are being or have been carried out by an AIFM not subject to supervision of those competent authorities, they shall notify ESMA and the competent authorities of the home and host Member States of the AIFM concerned thereof in as specific a manner as possible. The recipient authorities shall take appropriate action, shall inform ESMA and the notifying competent authorities of the outcome of that action and, to the extent possible, of significant interim developments. This paragraph shall be without prejudice to the competences of the notifying competent authority.

6. In order to ensure uniform application of this Directive concerning the exchange of information, ESMA may develop draft implementing technical standards to determine the conditions of application with regard to the procedures for exchange of information between competent authorities and between the competent authorities and ESMA.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 51

Transfer and retention of personal data

1. With regard to transfer of personal data between competent authorities, competent authorities shall apply Directive 95/46/EC. With regard to transfer of personal data by ESMA to the competent authorities of a Member State or of a third country, ESMA shall comply with Regulation (EC) No 45/2001.

2. Data shall be retained for a maximum period of 5 years.

Article 52

Disclosure of information to third countries

1. The competent authority of a Member State may transfer to a third country data and the analysis of data on a case-by-case basis where the conditions laid down in Article 25 or 26 of Directive 95/46/EC are met and where the competent authority of the Member State is satisfied that the transfer is necessary for the purpose of this Directive. The third country shall not transfer the data to another third country without the express written authorisation of the competent authority of the Member State.

2. The competent authority of a Member State shall only disclose information received from a competent authority of another Member State to a supervisory authority of a third country where the competent authority of the Member State concerned has obtained express agreement of the competent authority which transmitted the information and, where applicable, the information is disclosed solely for the purposes for which that competent authority gave its agreement.

Article 53

Exchange of information relating to the potential systemic consequences of AIFM activity

1. The competent authorities of the Member States responsible for the authorisation and/or supervision of AIFMs under this Directive shall communicate information to the competent authorities of other Member States where this is relevant for monitoring and responding to the potential implications of the activities of individual AIFMs or AIFMs collectively for the stability of systemically relevant financial institutions and the orderly functioning of markets on which AIFMs are active. ESMA and the ESRB shall also be informed and shall forward this information to the competent authorities of the other Member States.

2. Subject to the conditions laid down in Article 35 of Regulation (EU) No 1095/2010, aggregated information relating to the activities of AIFMs under their responsibility shall be communicated by the competent authorities of the AIFM to ESMA and the ESRB.

3. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the content of the information to be exchanged pursuant to paragraph 1.

4. The Commission shall adopt implementing acts specifying the modalities and frequency of the information to be exchanged pursuant to paragraph 1. Those implementing acts shall be adopted in accordance with the examination procedure referred to in Article 59(2).

Article 54

Cooperation in supervisory activities

1. The competent authorities of one Member State may request the cooperation of the competent authorities of another Member State in a supervisory activity or for an on-the-spot verification or in an investigation in the territory of the latter within the framework of their powers pursuant to this Directive.

Where the competent authorities receive a request with respect to an on-the-spot verification or an investigation, it shall perform one of the following:

(a) carry out the verification or investigation itself;

(b) allow the requesting authority to carry out the verification or investigation;

(c) allow auditors or experts to carry out the verification or investigation.

2. In the case referred to in point (a) of paragraph 1 the competent authority of the Member State which has requested cooperation may ask that members of its own personnel assist the personnel carrying out the verification or investigation. The verification or investigation shall, however, be the subject of the overall control of the Member State on whose territory it is conducted.

In the case referred to in point (b) of paragraph 1 the competent authority of the Member State on whose territory the verification or investigation is carried out may request that members of its own personnel assist the personnel carrying out the verification or investigation.

3. Competent authorities may refuse to exchange information or to act on a request for cooperation in carrying out an investigation or on-the-spot verification only in the following cases:

(a) the investigation, on-the-spot verification or exchange of information might adversely affect the sovereignty, security or public order of the Member State addressed;

(b) judicial proceedings have already been initiated in respect of the same actions and the same persons before the authorities of the Member State addressed;

(c) final judgment has already been delivered in the Member State addressed in respect of the same persons and the same actions.

The competent authorities shall inform the requesting competent authorities of any decision taken under the first subparagraph, stating the reasons therefor.

4. In order to ensure uniform application of this Article, ESMA may develop draft implementing technical standards to establish common procedures for competent authorities to cooperate in on-the-spot verifications and investigations.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 55

Dispute settlement

In case of disagreement between competent authorities of Member States on an assessment, action or omission of one competent authority in areas where this Directive requires cooperation or coordination between competent authorities from more than one Member State, competent authorities may refer the matter to the ESMA which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010.

CHAPTER X

TRANSITIONAL AND FINAL PROVISIONS

Article 56

Exercise of the delegation

1. The powers to adopt delegated acts referred to in Articles 3, 4, 9, 12, 14 to 25, 34 to 37, 40, 42, 53, 67 and 68 shall be conferred on the Commission for a period of 4 years from 21 July 2011. The Commission shall draw up a report in respect of the delegated powers no later than 6 months before the end of the 4-year period. The delegation of power shall be automatically extended for periods of an identical duration, unless the European Parliament or the Council revokes it in accordance with Article 57.

2. As soon as it adopts a delegated act, the Commission shall notify it simultaneously to the European Parliament and to the Council.

3. The powers to adopt delegated acts are conferred on the Commission subject to the conditions of Articles 57 and 58.

Article 57

Revocation of the delegation

1. The delegation of power referred to in Articles 3, 4, 9, 12, 14 to 25, 34 to 37, 40, 42, 53, 67 and 68 may be revoked at any time by the European Parliament or by the Council.

2. The institution which has commenced an internal procedure for deciding whether to revoke the delegation of power shall endeavour to inform the other institution and the Commission within a reasonable time before the final decision is taken, indicating the delegated power which could be subject to revocation and the possible reasons for a revocation.

3. The decision of revocation shall put an end to the delegation of the power specified in that decision. It shall take effect immediately or at a later date specified therein. It shall not affect the validity of the delegated acts already in force. It shall be published in the *Official Journal of the European Union*.

Article 58

Objections to delegated acts

1. The European Parliament and the Council may object to a delegated act within a period of 3 months from the date of notification. At the initiative of the European Parliament or the Council that period shall be extended by 3 months.

2. If, on expiry of the period referred to in paragraph 1, neither the European Parliament nor the Council has objected to the delegated act it shall be published in the *Official Journal of the European Union* and shall enter into force at the date stated therein.

The delegated act may be published in the *Official Journal of the European Union* and enter into force before the expiry of that period if, upon a justified request by the Commission, the European Parliament and the Council have both informed the Commission of their intention not to raise objections.

3. If either the European Parliament or the Council objects to the adopted delegated act within the period referred to in paragraph 1, it shall not enter into force. In accordance with Article 296 TFEU, the institution which objects shall state the reasons for objecting to the delegated act.

Article 59

Implementing measures

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee established by Commission Decision 2001/528/EC [1]. That committee shall be a committee within the meaning of Regulation (EU) No 182/2011.

2. Where reference is made to this paragraph, Article 5 of Regulation (EU) No 182/2011 shall apply.

Article 60

Disclosure of derogations

Where a Member State makes use of a derogation or option provided by Articles 6, 9, 21, 22, 28, 43 and Article 61(5), it shall inform the Commission thereof as well as of any subsequent changes. The Commission shall make the information public on a web-site or by other easily accessible means.

Article 61

Transitional provisions

1. AIFMs performing activities under this Directive before 22 July 2013 shall take all necessary measures to comply with national law stemming from this Directive and shall submit an application for authorisation within 1 year of that date.

2. Articles 31, 32 and 33 shall not apply to the marketing of units or shares of AIFs that are subject to a current offer to the public under a prospectus that has been drawn up and published in accordance with Directive 2003/71/EC before 22 July 2013 for the duration of validity of that prospectus.

3. AIFMs in so far as they manage AIFs of the closed-ended type before 22 July 2013 which do not make any additional investments after 22 July 2013 may however continue to manage such AIFs without authorisation under this Directive.

4. AIFMs in so far as they manage AIFs of the closed-ended type whose subscription period for investors has closed prior to the entry into force of this Directive and are constituted for a period of time which expires at the latest 3 years after 22 July 2013, may, however, continue to manage such AIFs without needing to comply with this Directive except for Article 22 and, where relevant, Articles 26 to 30, or to submit an application for authorisation under this Directive.

5. The competent authorities of the home Member State of an AIF or in case where the AIF is not regulated the competent authorities of the home Member State of an AIFM may allow institutions referred to in point (a) of Article 21(3) and established in another Member State to be appointed as a depositary until 22 July 2017. This provision shall be without prejudice to the full application of Article 21, with the exception of point (a) of paragraph 5 of that Article on the place where the depositary is to be established.

[1] OJ L 191, 13.7.2001, p. 45.

Article 62

Amendments to Directive 2003/41/EC

Directive 2003/41/EC is amended as follows:

(1) in Article 2(2), point (b) is replaced by the following:

'(b) institutions which are covered by Directives 73/239/EEC (*), 85/611/EEC (**), 93/22/EEC (***), 2000/12/EC (****), 2002/83/EC (*****) and 2011/61/EU (******);

(*) First Council Directive 73/239/EEC of 24 July 1973 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking-up and pursuit of the business of direct insurance other than life assurance (OJ L 228, 16.8.1973, p. 3).

(**) Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (OJ L 375, 31.12.1985, p. 3).

(***) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (OJ L 141, 11.6.1993, p. 27).

(****) Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking-up and pursuit of the business of credit institutions (OJ L 126, 26.5.2000, p. 1).

(*****) Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002 concerning life assurance (OJ L 345, 19.12.2002, p. 1).

(******) Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (OJ L 174, 1.7.2011, p. 1).';

(2) Article 19(1) is replaced by the following:

'1. Member States shall not restrict institutions from appointing, for the management of the investment portfolio, investment managers established in another Member State and duly authorised for this activity, in accordance with Directives 85/611/EEC, 93/22/EEC, 2000/12/EC, 2002/83/EC and 2011/61/EU, as well as those referred to in Article 2(1) of this Directive.'.

Article 63

Amendments to Directive 2009/65/EC

Directive 2009/65/EC is amended as follows:

(1) the following Article is inserted:

'*Article 50a*

In order to ensure cross-sectoral consistency and to remove misalignment between the interest of firms that repackage loans into tradable securities and other financial instruments (originators) and UCITS that invest in those securities or other financial instruments, the Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 112a and subject to conditions of Articles 112b and 112c, measures laying down the requirements in the following areas:

(a) the requirements that need to be met by the originator in order for a UCITS to be allowed to invest in securities or other financial instruments of this type issued after 1 January 2011, including requirements that ensure that the originator retains a net economic interest of not less than 5 %;

(b) qualitative requirements that must be met by UCITS which invest in those securities or other financial instruments.';

(2) Article 112(2) is replaced by the following:

'2. The power to adopt the delegated acts referred to in Articles 12, 14, 23, 33, 43, 51, 60, 61, 62, 64, 75, 78, 81, 95 and 111 shall be conferred on the Commission for a period of 4 years from 4 January 2011. The power to adopt the delegated acts referred to in Article 50a shall be conferred on the Commission for a period of 4 years from 21 July 2011. The Commission shall draw up a report in respect of delegated powers at the latest 6 months before the end of the 4-year period. The delegation of power shall be automatically extended for periods of an identical duration, unless the European Parliament or the Council revokes them in accordance with Article 112a.';

(3) Article 112a(1) is replaced by the following:

'1. The delegation of power referred to in Articles 12, 14, 23, 33, 43, 50a, 51, 60, 61, 62, 64, 75, 78, 81, 95 and 111 may be revoked at any time by the European Parliament or by the Council.'.

Article 64

Amendment to Regulation (EC) No 1060/2009

In Regulation (EC) No 1060/2009, the first paragraph of Article 4(1) is replaced by the following:

'1. Credit institutions as defined in Directive 2006/48/EC, investment firms as defined in Directive 2004/39/EC, insurance undertakings subject to the First Council Directive 73/239/EEC of 24 July 1973 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the take-up and pursuit of the business of direct insurance other than life assurance (*), assurance undertakings as defined in Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002 concerning life assurance (**), reinsurance undertakings as defined in Directive 2005/68/EC of the European Parliament and of the Council of 16 November 2005 on reinsurance (***), UCITS as defined in Directive 2009/65/EC of the European

Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (****), institutions for occupational retirement provision as defined in Directive 2003/41/EC and alternative investment funds as defined in Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (*****) may use credit ratings for regulatory purposes only if they are issued by credit rating agencies established in the Union and registered in accordance with this Regulation.

(*) OJ L 228, 16.8.1973, p. 3.
(**) OJ L 345, 19.12.2002, p. 1.
(***) OJ L 323, 9.12.2005, p. 1.
(****) OJ L 302, 17.11.2009, p. 32.
(*****) OJ L 174, 1.7.2011, p. 1.'.

Article 65

Amendment to Regulation (EU) No 1095/2010

In Article 1(2) of Regulation (EU) No 1095/2010, the words 'any future legislation in the area of Alternative Investment Fund Managers (AIFM)' are replaced by the words 'Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (*)

(*) OJ L 174, 1.7.2011, p. 1.'.

Article 66

Transposition

1. By 22 July 2013, Member States shall adopt and publish the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive. They shall forthwith communicate to the Commission the text of those provisions and a correlation table between those provisions and this Directive.

2. Member States shall apply the laws, regulations and administrative provisions referred to in paragraph 1 from 22 July 2013.

3. Notwithstanding paragraph 2, Member States shall apply the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with Article 35 and Articles 37 to 41 in accordance with the delegated act adopted by the Commission pursuant to Article 67(6) and from the date specified therein.

4. Member States shall ensure that the laws, regulations and administrative provisions adopted by them in compliance with Articles 36 and 42 cease to apply in accordance with the delegated act adopted by the Commission pursuant to Article 68(6) and on the date specified therein.

5. When Member States adopt the measures referred to in paragraph 1, they shall contain a reference to this Directive or shall be accompanied by such a reference on the occasion of their official publication.

6. Member States shall communicate to the Commission the text of the main provisions of national law which they adopt in the field covered by this Directive.

Article 67

Delegated act on the application of Article 35 and Articles 37 to 41

1. By 22 July 2015, ESMA shall issue to, the European Parliament, the Council and the Commission:

(a) an opinion on the functioning of the passport for EU AIFMs managing and/or marketing EU AIFs pursuant to Articles 32 and 33 and on the functioning of the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Member States and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFMs in the Member States pursuant to the applicable national regimes set out in Articles 36 and 42; and

(b) advice on the application of the passport to the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Member States and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFMs in the Member States in accordance with the rules set out in Article 35 and Articles 37 to 41.

2. ESMA shall base its opinion and advice on the application of the passport to the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Member States and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFMs in the Member States, inter alia, on:

(a) as regards the functioning of the passport for EU AIFMs managing and/or marketing EU AIFs:

(i) the use made of the passport;

(ii) the problems encountered regarding:

— effective cooperation among competent authorities,

— effective functioning of the notification system,

— investor protection,

— mediation by ESMA, including the number of cases and the effectiveness of the mediation;

(iii) the effectiveness of the collection and sharing of information in relation to the monitoring of systemic risks by national competent authorities, ESMA and ESRB;

(b) as regards the functioning of the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Member States and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFMs in the Member States in accordance with the applicable national regimes:

(i) compliance of EU AIFMs with all the requirements established in this Directive with the exception of Article 21;

(ii) compliance of non-EU AIFMs with Articles 22, 23 and 24 in respect of each AIF marketed by the AIFM and, where relevant, with Articles 26 to 30;

(iii) existence and effectiveness of cooperation arrangements for the purpose of systemic risk oversight and in line with international standards between the competent authorities of the Member State where the AIFs are marketed, in so far as applicable, the competent authorities of the home Member State of the EU AIF and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIFM is established and, in so far as applicable, the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established;

(iv) any issues relating to investor protection that might have occurred;

(v) any features of a third-country regulatory and supervisory framework which might prevent the effective exercise by the competent authorities of their supervisory functions under this Directive;

(c) as regards the functioning of both systems, the potential market disruptions and distortions in competition (level playing field) or any general or specific difficulties which EU AIFMs encounter in establishing themselves or marketing AIFs they manage in any third country.

3. To that end, as from the entry into force of the national laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive and until the issuance of the opinion of ESMA referred to in point (a) of paragraph 1, the competent authorities of the Member States shall, quarterly, provide ESMA with information on the AIFMs that are managing and/or marketing AIFs under their supervision, either under the application of the passport regime provided for in this Directive or under their national regimes, and with information needed for the assessment of the elements referred to in paragraph 2.

4. Where ESMA considers that there are no significant obstacles regarding investor protection, market disruption, competition and the monitoring of systemic risk, impeding the application of the passport to the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Member States and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFMs in the Member States in accordance with the rules set out in Article 35 and Articles 37 to 41, it shall issue positive advice in this regard.

5. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the contents of the information to be provided pursuant to paragraph 2.

6. The Commission shall adopt a delegated act within 3 months after having received positive advice and an opinion from ESMA, and taking into account the criteria listed in paragraph 2 and the objectives of this Directive, such as those relating to the internal market, investor protection and the effective monitoring of systemic risk, in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, specifying the date when the rules set out in Article 35 and Articles 37 to 41 become applicable in all Member States.

If there is objection to the delegated act referred to in the first subparagraph in accordance with Article 58, the Commission shall re-adopt the delegated act pursuant to which the rules set out in Article 35 and Articles 37 to 41 shall become applicable in all Member States, in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, at a later stage which seems appropriate to it, taking into account the criteria listed in paragraph 2 and the objectives of this Directive, such as those relating to the internal market, investor protection and the effective monitoring of systemic risk.

7. If ESMA has not issued its advice within the time limit referred to in paragraph 1, the Commission shall request the advice to be provided within a new time limit.

Article 68

Delegated act on the termination of the application of Articles 36 and 42

1. 3 years after the entry into force of the delegated act referred to in Article 67(6) pursuant to which the rules set out in Article 35 and Articles 37 to 41 have become applicable in all Member States, ESMA shall issue to the European Parliament, the Council and the Commission:

(a) an opinion on the functioning of the passport for EU AIFMs marketing non-EU AIFs in the Union pursuant to Article 35 and for non-EU AIFMs managing and/or marketing AIFs in the Union pursuant to Articles 37 to 41, and on the functioning of the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Member States and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFMs in the Member States pursuant to the applicable national regimes as set out in Articles 36 and 42; and

(b) advice on the termination of the existence of the national regimes set out in Articles 36 and 42 in parallel with the existence of the passport in accordance with the rules set out in Article 35 and Articles 37 to 41.

2. ESMA shall base its opinion and advice on the termination of the existence of the national regimes set out in Articles 36 and 42 inter alia:

(a) as regards the functioning of the passport for EU AIFMs marketing non-EU AIFs in the Union and for non-EU AIFMs managing and/or marketing AIFs in the Union:

(i) the use made of the passport;

(ii) the problems encountered regarding:

— effective cooperation among competent authorities,

— effective functioning of the notification system,

— the indication of the Member State of reference,

— the effective exercise by the competent authorities of their supervisory functions being prevented by the laws, regulations or administrative provisions of a third country governing AIFMs, or by limitations in the supervisory and investigatory powers of the third country supervisory authorities,

— investor protection,

— investor access in the Union,

— the impact on developing countries,

— mediation by ESMA, including the number of cases and the effectiveness of the mediation;

(iii) the negotiation, conclusion, existence and effectiveness of the required cooperation arrangements;

(iv) the effectiveness of the collection and sharing of information in relation to the monitoring of systemic risks by national competent authorities, ESMA and the ESRB;

(v) results of peer reviews referred to in Article 38;

(b) as regards the functioning of the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Member States and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFMs in the Member States in accordance with the applicable national regimes:

(i) compliance of EU AIFMs with all the requirements established in this Directive with the exception of Article 21;

(ii) compliance of non-EU AIFMs with Articles 22, 23 and 24 in respect of each AIF marketed by the AIFM and, where relevant, with Articles 26 to 30;

(iii) existence and effectiveness of cooperation arrangements for the purpose of systemic risk oversight and in line with international standards between the competent authorities of the Member State where the AIFs are marketed, in so far as applicable, the competent authorities of the home Member State of the EU AIF concerned and the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIFM is established and, in so far as applicable, the supervisory authorities of the third country where the non-EU AIF is established;

(iv) any issues relating to investor protection that might have occurred;

(v) any features of a third country regulatory and supervisory framework which might prevent the effective exercise by the competent authorities of the Union of their supervisory functions under this Directive;

(c) as regards the functioning of both systems, the potential market disruptions and distortions in competition (level playing field) and any potential negative effect on investor access or investment in or for the benefit of developing countries;

(d) a quantitative assessment identifying the number of third-country jurisdictions in which there is established an AIFM that is marketing an AIF in a Member State either under the application of the passport regime referred to in Article 40 or under the national regimes referred to in Article 42.

3. To that end, as from the entry into force of the delegated act referred to in Article 67(6) and until the issuance of the ESMA opinion referred to in point (a) of paragraph 1 of this Article, the competent authorities shall, quarterly, provide ESMA with information on the AIFMs that are managing and/or marketing AIFs under their supervision, either under the application of the passport regime provided for in this Directive, or under their national regimes.

4. If ESMA considers that there are no significant obstacles regarding investor protection, market disruption, competition or the monitoring of systemic risk, impeding the termination of the national regimes pursuant to Articles 36 and 42 and making the passport for the marketing of non-EU AIFs by EU AIFMs in the Union and the management and/or marketing of AIFs by non-EU AIFM in the Union in accordance with the rules set out in Article 35 and Articles 37 to 41 the sole possible regime for such activities by the relevant AIFMs in the Union, it shall issue positive advice in this regard.

5. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the contents of the information to be provided pursuant to paragraph 2.

6. The Commission shall adopt a delegated act within 3 months after having received positive advice and an opinion from ESMA and taking into account the criteria listed in paragraph 2 and the objectives of this Directive, such as those relating to the internal market, investor protection and the effective monitoring of systemic risk, in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, specifying the date when the national regimes set out in Articles 36 and 42 are to be terminated and the passport regime provided for in Article 35 and Articles 37 to 41 shall become the sole and mandatory regime applicable in all Member States.

If there is objection to the delegated act referred to in the first subparagraph in accordance with Article 58, the Commission shall re-adopt the delegated act pursuant to which the national regimes set out in Articles 36 and 42 are to be terminated and the passport regime provided for in Article 35 and Articles 37 to 41 shall become the sole and mandatory regime applicable in all Member States, in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, at a later stage which seems appropriate to it, taking into account the criteria listed in paragraph 2 and the objectives of this Directive, such as those relating to the internal market, investor protection and the effective monitoring of systemic risk.

7. If ESMA has not issued its advice within the time limit referred to in paragraph 1, the Commission shall request the advice to be provided within a new time limit.

Article 69

Review

1. By 22 July 2017, the Commission shall, on the basis of public consultation and in the light of the discussions with competent authorities, start a review on the application and the scope of this Directive. That review shall analyse the experience acquired in applying this Directive, its impact on investors, AIFs or AIFMs, in the Union and in third countries, and the degree to which the objectives of this Directive have been achieved. The Commission shall, if necessary, propose appropriate amendments. The review shall include a general survey of the functioning of the rules in this Directive and the experience acquired in applying them, including:

(a) the marketing by EU AIFMs of non-EU AIFs in the Member States taking place through national regimes;

(b) the marketing of AIFs in the Member States by non-EU AIFMs taking place through national regimes;

(c) the management and marketing of AIFs in the Union by AIFMs authorised in accordance with this Directive taking place through the passport regime provided for in this Directive;

(d) the marketing of AIFs in the Union by or on behalf of persons or entities other than AIFMs;

(e) the investment into AIFs by or on behalf of European professional investors;

(f) the impact of the depositary rules set out in Article 21 on the depositary market in the Union;

(g) the impact of the transparency and reporting requirements set out in Articles 22 to 24, 28 and 29 on the assessment of systemic risk;

(h) the potential adverse impact on retail investors;

(i) the impact of this Directive on the operation and viability of the private equity and venture capital funds;

(j) the impact of this Directive on the investor access in the Union;

(k) the impact of this Directive on investment in or for the benefit of developing countries;

(l) the impact of this Directive on the protection of non-listed companies or issuers provided by Articles 26 to 30 of this Directive and on the level playing field between AIFs and other investors after the acquisition of major holdings in or control over such non-listed companies or issuers.

When reviewing marketing and/or management of AIFs referred to in points (a), (b) and (c) of the first subparagraph, the Commission shall analyse the appropriateness of entrusting ESMA with further supervisory responsibilities in this area.

2. For the purposes of the review referred to in paragraph 1, Member States shall provide the Commission annually with information on the AIFMs that are managing and/or marketing AIFs under their supervision, either under the passport regime provided for in this Directive, or under their national regimes, with an indication of the date on which the passport regime has been transposed and, if relevant, applied, in their jurisdiction.

ESMA shall provide the Commission with information on all the non-EU AIFMs that have been authorised or have requested authorisation in accordance with Article 37.

The information referred to in the first and second subparagraphs shall include:

(a) information on where the AIFMs concerned are established;

(b) if applicable, identification of the EU AIFs managed and/or marketed by them;

(c) if applicable, identification of the non-EU AIFs managed by EU AIFMs but not marketed in the Union;

(d) if applicable, identification of the non-EU AIFs marketed in the Union;

(e) information on the applicable regime, whether national or Union, under which the relevant AIFMs are performing their activities; and

(f) any other information relevant to the understanding of how the management and the marketing of AIFs by AIFMs in the Union operates in practice.

3. The review referred to in paragraph 1 shall take due account of developments at international level and discussions with third countries and international organisations.

4. After finalising its review, the Commission shall, without undue delay, submit a report to the European Parliament and the Council. If appropriate, the Commission shall make proposals, including amendments to this Directive, taking into account the objectives of this Directive and its effects on investor protection, market disruption and competition, the monitoring of systemic risk and potential impacts on investors, AIFs or AIFMs in the Union and in third countries.

Article 70

Entry into force

This Directive shall enter into force on the 20th day following its publication in the *Official Journal of the European Union*.

Article 71

Addressees

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Strasbourg, 8 June 2011.

For the European Parliament	*For the Council*
The President	*The President*
J. BUZEK	GYŐRI E.

ANNEX I

1. Investment management functions which an AIFM shall at least perform when managing an AIF:

   (a) portfolio management;

   (b) risk management.

2. Other functions that an AIFM may additionally perform in the course of the collective management of an AIF:

   (a) Administration:

      (i) legal and fund management accounting services;

      (ii) customer inquiries;

      (iii) valuation and pricing, including tax returns;

      (iv) regulatory compliance monitoring;

      (v) maintenance of unit-/shareholder register;

      (vi) distribution of income;

      (vii) unit/shares issues and redemptions;

      (viii) contract settlements, including certificate dispatch;

      (ix) record keeping;

   (b) Marketing;

   (c) Activities related to the assets of AIFs, namely services necessary to meet the fiduciary duties of the AIFM, facilities management, real estate administration activities, advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters, advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings and other services connected to the management of the AIF and the companies and other assets in which it has invested.

ANNEX II

REMUNERATION POLICY

1. When establishing and applying the total remuneration policies, inclusive of salaries and discretionary pension benefits, for those categories of staff, including senior management, risk takers, control functions and any employee receiving total remuneration that takes them into the same remuneration bracket as senior management and risk takers, whose professional activities have a material impact on the risk profiles of the AIFMs or of AIFs they manage, AIFMs shall comply with the following principles in a way and to the extent that is appropriate to their size, internal organisation and the nature, scope and complexity of their activities:

   (a) the remuneration policy is consistent with and promotes sound and effective risk management and does not encourage risk-taking which is inconsistent with the risk profiles, rules or instruments of incorporation of the AIFs they manage;

   (b) the remuneration policy is in line with the business strategy, objectives, values and interests of the AIFM and the AIFs it manages or the investors of such AIFs, and includes measures to avoid conflicts of interest;

   (c) the management body of the AIFM, in its supervisory function, adopts and periodically reviews the general principles of the remuneration policy and is responsible for its implementation;

   (d) the implementation of the remuneration policy is, at least annually, subject to central and independent internal review for compliance with policies and procedures for remuneration adopted by the management body in its supervisory function;

   (e) staff engaged in control functions are compensated in accordance with the achievement of the objectives linked to their functions, independent of the performance of the business areas they control;

   (f) the remuneration of the senior officers in the risk management and compliance functions is directly overseen by the remuneration committee;

   (g) where remuneration is performance related, the total amount of remuneration is based on a combination of the assessment of the performance of the individual and of the business unit or AIF concerned and of the overall results of the AIFM, and when assessing individual performance, financial as well as non-financial criteria are taken into account;

   (h) the assessment of performance is set in a multi-year framework appropriate to the life-cycle of the AIFs managed by the AIFM in order to ensure that the assessment process is based on longer term performance and that the actual payment of performance-based components of remuneration is spread over a period which takes account of the redemption policy of the AIFs it manages and their investment risks;

   (i) guaranteed variable remuneration is exceptional, occurs only in the context of hiring new staff and is limited to the first year;

   (j) fixed and variable components of total remuneration are appropriately balanced and the fixed component represents a sufficiently high proportion of the total remuneration to allow the operation of a fully flexible policy, on variable remuneration components, including the possibility to pay no variable remuneration component;

   (k) payments related to the early termination of a contract reflect performance achieved over time and are designed in a way that does not reward failure;

   (l) the measurement of performance used to calculate variable remuneration components or pools of variable remuneration components includes a comprehensive adjustment mechanism to integrate all relevant types of current and future risks;

   (m) subject to the legal structure of the AIF and its rules or instruments of incorporation, a substantial portion, and in any event at least 50 % of any variable remuneration consists of units or shares of the AIF concerned, or equivalent ownership interests, or share-linked instruments or equivalent non-cash instruments, unless the management of AIFs accounts for less than 50 % of the total portfolio managed by the AIFM, in which case the minimum of 50 % does not apply.

   The instruments referred to in this point shall be subject to an appropriate retention policy designed to align incentives with the interests of the AIFM and the AIFs it manages and the investors of such AIFs. Member States or their competent authorities may place restrictions on the types and designs of those instruments or ban certain instruments as appropriate. This point shall be applied to both the portion of the variable remuneration component deferred in line with point (n) and the portion of the variable remuneration component not deferred;

(n) a substantial portion, and in any event at least 40 %, of the variable remuneration component, is deferred over a period which is appropriate in view of the life cycle and redemption policy of the AIF concerned and is correctly aligned with the nature of the risks of the AIF in question.

The period referred to in this point shall be at least three to 5 years unless the life cycle of the AIF concerned is shorter; remuneration payable under deferral arrangements vests no faster than on a pro-rata basis; in the case of a variable remuneration component of a particularly high amount, at least 60 % of the amount is deferred;

(o) the variable remuneration, including the deferred portion, is paid or vests only if it is sustainable according to the financial situation of the AIFM as a whole, and justified according to the performance of the business unit, the AIF and the individual concerned.

The total variable remuneration shall generally be considerably contracted where subdued or negative financial performance of the AIFM or of the AIF concerned occurs, taking into account both current compensation and reductions in payouts of amounts previously earned, including through malus or clawback arrangements;

(p) the pension policy is in line with the business strategy, objectives, values and long-term interests of the AIFM and the AIFs it manages.

If the employee leaves the AIFM before retirement, discretionary pension benefits shall be held by the AIFM for a period of 5 years in the form of instruments defined in point (m). In the case of an employee reaching retirement, discretionary pension benefits shall be paid to the employee in the form of instruments defined in point (m), subject to a 5 year retention period;

(q) staff are required to undertake not to use personal hedging strategies or remuneration- and liability-related insurance to undermine the risk alignment effects embedded in their remuneration arrangements;

(r) variable remuneration is not paid through vehicles or methods that facilitate the avoidance of the requirements of this Directive.

2. The principles set out in paragraph 1 shall apply to remuneration of any type paid by the AIFM, to any amount paid directly by the AIF itself, including carried interest, and to any transfer of units or shares of the AIF, made to the benefits of those categories of staff, including senior management, risk takers, control functions and any employee receiving total remuneration that takes them into the same remuneration bracket as senior management and risk takers, whose professional activities have a material impact on their risk profile or the risk profiles of the AIF that they manage.

3. AIFMs that are significant in terms of their size or the size of the AIFs they manage, their internal organisation and the nature, the scope and the complexity of their activities shall establish a remuneration committee. The remuneration committee shall be constituted in a way that enables it to exercise competent and independent judgment on remuneration policies and practices and the incentives created for managing risk.

The remuneration committee shall be responsible for the preparation of decisions regarding remuneration, including those which have implications for the risk and risk management of the AIFM or the AIF concerned and which are to be taken by the management body in its supervisory function. The remuneration committee shall be chaired by a member of the management body who does not perform any executive functions in the AIFM concerned. The members of the remuneration committee shall be members of the management body who do not perform any executive functions in the AIFM concerned.

ANNEX III

DOCUMENTATION AND INFORMATION TO BE PROVIDED IN CASE OF INTENDED MARKETING IN THE HOME MEMBER STATE OF THE AIFM

(a) A notification letter, including a programme of operations identifying the AIFs the AIFM intends to market and information on where the AIFs are established;

(b) the AIF rules or instruments of incorporation;

(c) identification of the depositary of the AIF;

(d) a description of, or any information on, the AIF available to investors;

(e) information on where the master AIF is established if the AIF is a feeder AIF;

(f) any additional information referred to in Article 23(1) for each AIF the AIFM intends to market;

(g) where relevant, information on the arrangements established to prevent units or shares of the AIF from being marketed to retail investors, including in the case where the AIFM relies on activities of independent entities to provide investment services in respect of the AIF.

ANNEX IV

DOCUMENTATION AND INFORMATION TO BE PROVIDED IN THE CASE OF INTENDED MARKETING IN MEMBER STATES OTHER THAN THE HOME MEMBER STATE OF THE AIFM

(a) A notification letter, including a programme of operations identifying the AIFs the AIFM intends to market and information on where the AIFs are established;

(b) the AIF rules or instruments of incorporation;

(c) identification of the depositary of the AIF;

(d) a description of, or any information on, the AIF available to investors;

(e) information on where the master AIF is established if the AIF is a feeder AIF;

(f) any additional information referred to in Article 23(1) for each AIF the AIFM intends to market;

(g) the indication of the Member State in which it intends to market the units or shares of the AIF to professional investors;

(h) information about arrangements made for the marketing of AIFs and, where relevant, information on the arrangements established to prevent units or shares of the AIF from being marketed to retail investors, including in the case where the AIFM relies on activities of independent entities to provide investment services in respect of the AIF.