

## **Høringsnotat**

### **Forordning om langsiktige investeringsfond (ELTIF)**

#### **1. Innledning**

Finansdepartementet har i brev av 12. oktober 2015 bedt Finanstilsynet om å utarbeide høringsnotat med utkast til gjennomføringsbestemmelser, samt eventuelle tilpasninger i lov eller forskrift som følge av EU-forordningen om langsiktige investeringsfond (2015/760).

Finanstilsynet sendte utkast til høringsnotat til departementet 26. november 2015. I brev av 7. mars 2016 ber Finansdepartementet om et "konkret forslag til regelendringer" og utkast til eventuelle konsekvensendringer. Videre bes det om at omtalen av økonomiske og administrative konsekvenser bringes i samsvar med kravene i ny utredningsinstruks punkt 2.1 og 2.2.

Forordningen trådte i kraft i EU 9. desember 2015. Det er ikke avklart når forordningen vil tas inn i EØS-avtalen.

Formålet med forordningen er å legge til rette for langsiktige investeringer i samsvar med Europas mål om bærekraftig økonomisk vekst. Forordningen skal bidra til finansiering av prosjekter, som for eksempel infrastruktur og forskning og utvikling, der det er behov for alternative finansieringskilder. Forordningen innebærer en fullharmonisering av reglene for denne type fond i EU. Forordningen åpner ikke for nasjonale valg.

Etter forordningen kan betegnelsen "europeisk langsiktig investeringsfond" eller ELTIF bare benyttes av alternative investeringsfond som forvaltes av forvaltere med tillatelse etter Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) og gis særskilt tillatelse etter forordningen. AIFMD stiller krav til forvalterne, mens forordningen stiller krav til fondets porteføljesammensetning mv. Utgangspunktet er at minst 70 prosent av fondets midler skal være investert i nærmere definerte langsiktige investeringer.

Alternative investeringsfond kan markedsføres i EU etter reglene i AIFMD. Forordningen inneholder supplerende regler om markedsføringen av langsiktige alternative investeringsfond.

Hovedpunktene i forordningen er omtalt i punkt 2. Dansk versjon av forordningen er vedlagt som vedlegg 1.

Finanstilsynets vurdering av gjennomføringen av forordningen i norsk rett følger av punkt 3.

I punkt 4 omtales konsekvensene av å ta forordningen inn i norsk rett, jf. utredningsinstruksen.

## **2. EU-forordningens regulering av langsiktige investeringsfond**

### **2.1 Tillatelse**

Bare forvaltere av alternative investeringsfond med tillatelse etter AIFMD kan få tillatelse til å forvalte et langsiktig investeringsfond som et ELTIF. Forordningen artikkel 5 stiller krav til søknaden om tillatelse. Artikkel 6 regulerer hvilke krav som må være oppfylt for at tillatelse kan gis. Tillatelse gis av tilsynsmyndigheten i det landet investeringsfondet skal etableres. Før en søknad avslås, skal tilsynsmyndigheten kontakte tilsynsmyndigheten i det land forvalter av fondet er etablert.

### **2.2 Plasseringsregler/porteføljesammensetning**

I forordningen kapittel II er det gitt regler om langsiktige fonds investeringer. Etter art. 9 kan fondene investere i "investerbare aktiver" som er nærmere presisert i art. 10. Det fremgår av fortalen punkt 15 at det som omtales som "investerbare aktiva" generelt er aktiva som ikke er lett omsettelige.

Fondets investeringer kan etter art. 10 omfatte følgende instrumenter:

- aksjer og andre eierandeler, eller andre finansielle instrumenter der avkastningen avhenger av utsteders overskudd eller tap og der tilbakebetaling ikke er sikret ved mislighold
- gjeldsinstrumenter
- lån som ikke har en løpetid som er lenger enn fondets "levetid"
- andeler i andre alternative investeringsfond (begrenset til andre langsiktige fond, venturekapitalfond eller sosiale entreprenørfond) forutsatt at disse fondene ikke selv har investert mer enn 10 prosent i langsiktige investeringsfond
- direkte eller indirekte eierandeler i realaktiva med en verdi minst tilsvarende 10 millioner euro

Med "realaktiva" menes aktiva som pga. sine egenskaper er egnet til å gi finansavkastning, herunder infrastruktur og andre aktiva som kan gi økonomiske eller sosiale fordeler (for eksempel utdanning, rådgivning, forskning og utvikling). Næringseiendom eller bolig omfattes bare der eiendommen er en integrert del av eller et supplement til et langsiktig investeringsprosjekt som bidrar til formålet om bærekraftig økonomisk vekst.

Det følger av art. 9 at fondene også kan ha investeringer som nevnt i direktiv 2009/65 art. 50 nr.1. Denne bestemmelsen er gjennomført i verdipapirfondloven §§ 6-1 til 6-5 og omfatter omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter, innskudd i kredittinstitusjon og derivater. Slike mer likvide investeringer kan utgjøre inntil 30 prosent av fondets kapital.

Etter art. 11 skal "investerbare aktiva" være utstedt av utstedere (omtalt som "kvalifisert porteføljevirkosomhet") som oppfyller følgende krav:

- virksomheten er ikke finansiell
- virksomheten er ikke opptatt til handel på et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet
- virksomheten er opptatt til handel på et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, men har en markedsverdi på maksimalt 500 millioner euro
- virksomheten er etablert i et EU-land
- virksomheten er etablert i et tredjeland som
  - ikke er identifisert som et høyrisiko land
  - har avtale med hjemlandet til forvalteren av ELTIF og andre land der fondet skal markedsføres for å sikre at tredjelandet overholder OECDs og andre lands beskatningsavtaler
- finansiell virksomhet som bare investerer i ikke finansiell virksomhet eller direkte eller indirekte eierandeler i realaktiva med en verdi minst tilsvarende 10 millioner euro

Fondet kan ikke:

- drive short salg
- ha direkte eller indirekte eksponeringer i råvarer, herunder via finansielle derivater
- drive utlån eller lån av verdipapirer, gjenkjøpsavtaler eller annen avtale med tilsvarende effekt, dersom transaksjonene omfatter mer enn 10 prosent av fondets midler
- investere i finansielle derivater, med mindre derivatene kun skal sikre risiko ved andre av fondets investeringer

EU-kommisjonen kan gi utfyllende regler om når bruk av finansielle derivater skal anses å bare dekke risiko ved andre av fondets investeringer.

Et langsiktig investeringsfond kan ikke investere i aktiva der fondets forvalter har eierinteresser, jf. forordningen art. 12. Begrensningen gjelder ikke andeler i andre langsiktig investeringsfond, venturekapitalfond, eller sosiale entreprenørskapsfond som forvalteren forvalter.

I art. 13 er det gitt regler om porteføljesammensetning og diversifisering. Utgangspunktet er at et langsiktig investeringsfond skal investere minst 70 prosent av sin kapital i "investerbare aktiva", dvs. illikvide eiendeler. Art. 17 inneholder bestemmelser om hvordan dette kravet skal håndteres i forbindelse med endringer i porteføljen, avvikling av fondet mv.

Etter art. 15 kan fondet maksimalt eie 25 prosent av andelene i et annet langsiktig investeringsfond, venturekapitalfond, eller sosiale entreprenørskapsfond.

Et langsiktig investeringsfonds låneopptak kan utgjøre maksimalt 30 prosent av fondets kapital og lånene må oppfylle nærmere krav i art. 16.

## **2.3 Virksomhetsregler**

Forordningen kapittel III har regler om utstedelse, innløsning og handel med andeler i fondene. Andelseierne har ikke rett til innløsning av andeler før ved avvikling av fondet. Fondets "levetid" skal fremgå av fondets vedtekter, jf. art. 18. I art. 21 gis det nærmere regler om salg av fondets eiendeler ved avvikling.

Langsiktige investeringsfond kan ikke ha regler eller vedtekter som forhindrer at andelene i fondet tas opp til handel på regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, eller at investorene står fritt til å overdra andelen til tredjepart (bortsett fra forvalteren av fondet). Det vises til nærmere bestemmelser i art. 19.

Fondets utbyttepolitikk skal fastsettes i fondets regler eller vedtekter. Fondet kan dele ut både løpende avkastning og verdiøkning på fondets eiendeler, forutsatt at fondet har tilstrekkelige midler til å oppfylle sine fremtidige forpliktelser.

I kapittel IV er det gitt regler om innholdet i, og offentliggjøring av prospekt, før markedsføring av andeler i langsiktige investeringsfond.

## **2.4 Markedsføring av andeler til ikke profesjonelle investorer**

Forordningen kapittel V inneholder regler om markedsføring av andeler i langsiktige investeringsfond som kommer i tillegg til de som følger av AIFMD.

Det er forvalteren av fondet som beslutter om fondet bør kunne markedsføres til ikke-profesjonelle investorer. Ved vurderingen skal forvalter ta hensyn til fondets "levetid" og investeringsstrategi, jf. art. 27.

Hvis andelene skal markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, skal forvaltere av langsiktige investeringsfond opprette "fasiliteter" som muliggjør tegning, utbetaling av utbytte mv. i de aktuelle EU-landene. EU-kommisjonen kan fastsette nærmere krav til slike "fasiliteter", jf. art. 26.

Forvalteren eller distributøren skal etter art. 28 og 30 foreta en egnethetstest av ikke-profesjonelle investorer. Forvalter eller distributør må ha tillatelse til å yte investeringsrådgivning for at fondet skal kunne markedsføres til ikke-profesjonelle investorer. Hvis fondets "levetid" overstiger 10 år, skal forvalter skriftlig opplyse kunden om at fondet "muligens" ikke er velegnet for ikke profesjonelle, som ikke er i stand til å opprettholde en så langsiktig og illikvid forpliktelse. Art. 30 inneholder ytterligere krav der fond markedsføres til ikke profesjonelle. Blant annet skal forvalter ha klagebehandlingsrutiner som gjør det mulig for investor å sende klage til forvalter på sitt hjemlands språk.

Etter art. 29 er depotmottakers mulighet til å begrense sitt ansvar, innskrenket i tilfeller hvor langsiktige investeringsfond markedsføres til ikke-profesjonelle.

## 2.5 Tilsyn

I forordningen kapittel VI er det gitt regler om tilsyn. I art. 34 er det vist til at ESMA's beføyelser etter forordningen utøves i samsvar med ESMA-forordningen. ESMA er i forordningen ikke gitt kompetanse til å fatte vedtak overfor tilsynsmyndigheter eller foretak under tilsyn.

### 3. Gjennomføring i norsk rett

Etter lov om forvaltning av alternative investeringsfond § 1-5 kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler, herunder unntak fra loven og verdipapirfondloven, samt ytterligere krav enn det som følger av disse lovene, for forvaltere som forvalter særskilte alternative investeringsfond, herunder venturekapitalfond og sosiale entreprenørskapsfond.

Med hjemmel i denne bestemmelsen kan det fastsettes en forskriftsbestemmelse om at forordningen gjelder som norsk forskrift. Finanstilsynet har tidligere foreslått at en bestemmelse om at forordningene om venturekapitalfond og sosiale entreprenørfond gjelder som norsk forskrift tas inn i forskrift til lov om forvaltning av alternative investeringsfond. I Finansdepartementets høringsbrev av 23. april 2015 uttalte imidlertid departementet følgende:

"Departementet har ikke tatt stilling til om fremtidige EØS-forpliktelser som tilsvarende forordningene, bør gjennomføres ved lov eller forskrift, og ber om høringsinstansenes syn på spørsmålet. Dersom forordningene gjennomføres ved lov, kan en inkorporasjonsbestemmelse eventuelt plasseres i lov 20. juni 2014 nr. 28 om alternative investeringsfond som ny § 1-7."

I brev av 7. mars 2016 antar departementet at "fremtidige EØS-forpliktelser som tilsvarende [ELTIF]-forordningen, bør gjennomføres som lov, men overlater til Finanstilsynet å foreta en selvstendig vurdering".

Ovennevnte forskriftshjemmel refererer uttrykkelig til venturekapital- og sosiale entreprenørskapsfond, men er etter sin ordlyd ikke begrenset til disse typene av fond. Reglene i ELTIF går noe lengre i å fravike lov om forvaltning av alternative investeringsfond og annen gjeldende norsk lovgivning. Dette gjelder særlig ved at fond opprettet i samsvar med ELTIF etter nærmere bestemmelser kan markedsføres til ikke-profesjonelle investorer og ved at adgangen til å yte lån utgjør et mer fremtredende element ved investeringsstrategiene enn for fond under EUVECA og EUSEF. Finanstilsynet er likevel av den oppfatning at unntakene ikke er mer vidtgående enn at forskriftshjemmelen utgjør tilstrekkelig grunnlag for å gjennomføre forordningen som forskrift til lov om forvaltning av alternative investeringsfond.

Av hensyn til sammenhengen og oversiktligheten i regelverket mener Finanstilsynet at den samme løsning bør velges for langsiktige investeringsfond som for venturekapitalfond og sosiale entreprenørfond. I tråd med det som tidligere er foreslått for venturekapitalfond og sosiale entreprenørfond, foreslår Finanstilsynet derfor at det med hjemmel i lov om

forvaltning av alternative investeringsfond § 1-5 fastsettes en forskrift om at ELTIF-forordningen gjelder som norsk forskrift.

På enkelte punkter har forordningen om langsiktige investeringsfond bestemmelser som er overlappende med lov om forvaltning av alternative investeringsfond. Dette gjelder for eksempel kravet til egnethetstest av ikke profesjonelle investorer i forordningen art 28 og kravet til god forretningsskikk i lov om forvaltning av alternative investeringsfond § 7-3. Lov om forvaltning av alternative investeringsfond inneholder videre ytterligere krav ved distribusjon til ikke-profesjonelle kunder enn det som fremgår av forordningen. Dette gjelder blant annet krav om tilslutning til norsk utenrettslig klageordning. Siden ELTIF gir fullharmoniserte regler, vil disse kravene ikke komme til anvendelse ved distribusjon i samsvar med forordningen. I forskriftsbestemmelsen foreslås det derfor en bestemmelse om at forordningen ved motstrid går foran de bestemmelsene som følger av loven og forskriften for øvrig.

I likhet med det som gjelder venturekapitalfond og sosiale entreprenørfond, vil langsiktige investeringsfond kunne yte lån. I Finanstilsynets høringsnotat om forordningene om venturekapitalfond og sosiale entreprenørfond, antok Finanstilsynet disse forordningenes bestemmelser ville anses som spesialbestemmelser som ville gå foran finansieringsvirksomhetslovens bestemmelser om finansieringsvirksomhet..

Ettersom tilsynet foreslår at ELTIF-forordningen tas inn i forskrift til lov om forvaltning av alternative investeringsfond, foreslås det et unntak fra finansforetaksloven for alternative investeringsfond som etter lov eller forskrift kan yte lån, jf. forslag til finansforetakslov § 1-6 nytt fjerde ledd. På denne måten klargjøres det at fond som opprettes i samsvar med de tre forordningene kan yte kreditt uten hinder av reglene i finansforetaksloven. Unntakshjemmelen er imidlertid ikke ment å omfatte andre typer alternative investeringsfond opprettet etter ulike nasjonalt fastsatte regimer for kredittgivning fra fond.

Forordningen har bestemmelser om tilsyn og sanksjonering. Finanstilsynet legger til grunn at tilsynsbestemmelser i finanstilsynsloven og lov om forvaltning av alternative investeringsfond dekker forordningens bestemmelser.

#### **4. Utredningsinstruksen - konsekvenser**

Etter utredningsinstruksen som trådte i kraft 1. mars 2016 er et minimumskrav til en utredning at den besvarer følgende spørsmål:

- Hva er problemet og hva vil vi oppnå?
- Hvilke tiltak er relevante?
- Hvilke prinsipielle spørsmål reiser tiltakene?
- Hva er de positive og negative virkningene av tiltakene, hvor varige er de, og hvem blir berørt?
- Hvilke tiltak anbefales og hvorfor?
- Hva er forutsetningene for en vellykket gjennomføring?

Formålet med ELTIF-forordningen er å legge til rette for langsiktige investeringer i samsvar med EUs mål om bærekraftig økonomisk vekst. Langsiktige alternative investeringsfond

skal bl.a. investere i illikvide prosjekter innen infrastruktur og forskning og utvikling, der det er behov for alternativer til bankfinansiering mv. Med bakgrunn i finanskrisen er forordningen ment å øke investeringene i realøkonomien i EU, ikke bare fra institusjonelle investorer, men også fra ikke-profesjonelle investorer.

Utfordringene med å finansiere slike prosjekter vil variere mellom EØS-land. Noe av årsaken kan være at det for flere er mer aktuelt enn tidligere å finansiere seg gjennom obligasjonsmarkedet. Finanstilsynet har ikke grunnlag for å vurdere i hvilken grad det vil være aktuelt for norske aktører å finansiere prosjekter gjennom denne typen langsiktige alternative investeringsfond.

Utlånsvirksomhet har i Norge i utgangspunktet vært forbeholdt finansforetak. Forordningen vil åpne for at også langsiktige investeringsfond, innenfor bestemte grenser, kan yte lån i hele EØS-området.

ELTIF åpner for et nytt standardisert fondsprodukt i EU, og denne type lukkede fond skal kun kunne forvaltes av en forvalter av alternativt investeringsfond med tillatelse etter nasjonale regler som gjennomfører AIFMD (AIF-loven). Pr medio mars 2016 er det 30 forvaltere av alternative investeringsfond med tillatelse fra Finanstilsynet. Reguleringen vil representere et alternativ for denne type forvalterne som kan gi et større mangfold i markedet. Det faktum at et ELTIF vil være et regulert produkt, kan gjøre det enklere å tiltrekke seg nye investorer.

Investeringer i langsiktige alternative investeringsfond vil kunne bidra til en stabil avkastning for forsikringsselskaper, pensjonsfond, kommuner og andre som har langsiktige forpliktelser. Dette kan være positivt. På den annen side vil slike investeringer være illikvide, og det er viktig at investorene er innforstått med risikoen knyttet til investeringene i de enkelte fondene.

Forordningen inneholder særskilte regler for markedsføring av et ELTIF til ikke-profesjonelle investorer. Disse er ikke fullt ut identisk med de reglene som i dag gjelder etter AIF-loven, men viktige beskyttelsestiltak som krav til tillatelse, utarbeidelse av nøkkelinformasjonsdokument og egnethetsvurdering, vil også gjelde etter forordningen. I tillegg er det gitt andre tilleggskrav for markedsføring til ikke-profesjonelle, slik som for eksempel en to ukers angrenerett. Beskyttelsestiltakene anses å være på nivå med det som gjelder i dag for markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. En forskjell er likevel at et ELTIF vil kunne markedsføres til ikke-profesjonelle kunder etter regimet for meldinger av grensekryssende virksomhet.

ELTIF-forordningen er EØS-relevant, og Finanstilsynet antar at norske myndigheter vil gjennomføre forordningen. Alternativet til å åpne for langsiktige alternative investeringsfond i Norge vil være å ikke ta forordningen inn i EØS-avtalen. Ettersom forordningen innebærer en fullharmonisering av reglene for denne type fond, og det ikke åpnes for nasjonale valg, vil Finanstilsynet ikke foreslå særskilte nasjonale tiltak.

ELTIF-forordningen vil gi økte oppgaver for myndighetene. Finanstilsynet vil blant annet måtte behandle søknader om etablering av ELTIF etter forordningen og føre tilsyn med

etterlevelsen av regelverket. Herunder må Finanstilsynet føre tilsyn med at forvaltningen skjer i samsvar med plasseringsreglene og at markedsføringen til ikke-profesjonelle investorer skjer i samsvar med beskyttelsestiltakene. Omfanget av arbeidet vil avhenge av utbredelsen av ELTIF på det norske markedet.

---

### **Forslag til regelendring**

I lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven) gjøres følgende endringer:

§ 1-6 nytt fjerde ledd skal lyde:

Loven gjelder ikke alternative investeringsfond som etter lov eller forskrift kan yte lån.

I forskrift 26. juni 2015 om forvaltning av alternative investeringsfond gjøres følgende endringer:

Ny § 1-4 skal lyde:

#### **§ 1-4 Gjennomføring av Parlaments- og rådsforordning (EU) nr. 760/2015**

Parlaments- og rådsforordning (EU) nr. 760/2015 om europeiske langsiktige investeringsfond gjelder som forskrift. Ved motstrid mellom bestemmelser i lov om forvaltning av alternative investeringsfond eller bestemmelser i denne forskriften, går forordningens bestemmelser foran.

§ 1-4 blir ny § 1-5.